

FRANJO ŠTIBLAR

Uvajanje delničarstva

Odperta vprašanja na makro ravni

Tri leta minevajo, odkar sodelujem (po 20-letnem odmoru) pri ponovnem odkrivanju delničarstva pri nas. Začelo se je s prebijanjem idejnih blokad v politiki, nadaljuje se z operacionalizacijo, ki zajema po eni strani pripravljanje zakonodajnih sprememb, po drugi pa že izdajanje prvih vrednostnih papirjev in organizacijske priprave za ustanovitev borze.

Mnenja o potrebnosti (smiselnosti) uvajanja delnic niso enotna že v strokovnih krogih, kaj šele širše v političnih krogih in pri ljudeh nasploh. Razlike izhajajo iz različnih vrednostnih opredelitev posameznikov, zato dokončna sodba ni možna, prevladuje pa vendar pozitiven odnos. Za učinkovito gospodarjenje so nujni tudi trg kapitala in materialna spodbuda ter odgovornost posameznikov kot samostojnega gospodarskega osebk; zato ne bi kazalo zavirati vsaj odpiranja možnosti za uveljavitev delničarstva, končno presojo pa prepustiti praksi.

Kot nasploh pri sedanji »rekapitalizaciji« naše družbe obstaja tudi v tem primeru nevarnost, da zaidemo v »liberalizem« kot otroško fazo z mnogimi slabostmi, zato je treba opozoriti, kako se je nekaterim napakam mogoče izogniti. Pri tem je treba upoštevati izkušnje drugih in zgodovinske izkušnje.

Ker nosilci ekonomske politike šele pripravljajo prenovljene zakonske predloge, jih še ni mogoče komentirati, pač pa lahko na podlagi znanih teoretičnih, ekonomskih, pravnih in podjetniških osnov delničarstva opozorimo na nekatera odperta vprašanja (pretežno na makro ravni), ki so povezana z njegovo praktično uveljavitvijo. Gre za napoved praktičnega razvoja, posledic in problemov, ki bi lahko nastali.

Sedaj ko je načelno po treh letih dela boj za večinsko podporo uveljavitvi delničarstva izbojevan, je treba v razmišljanju kritično opozoriti na vprašanja, ki zahtevajo odgovore v praksi, da dobri nameni uveljavitve delničarstva v izvedbi ne bi bili kompromitirani. Ta namen daje ton kritičnosti v prispevku. V nadaljevanju so tako posebej obravnavana (le nekatera) vprašanja institucionalne ureditve, motivacije in idejnosti, socialno-ekonomskih posledic uvajanja delnic in drugih vrednostnih papirjev, ocenjena je realna možnost za njihovo širjenje, posebej je poudarjena vloga države in s tem v zvezi fiskalne politike pri tem.

VPRAŠANJA ZA RAZPRAVO

Ureditev finančnih institucij

Uspešnost uvajanja vrednostnih papirjev je odvisna od nastanka institucij, ki ga bodo omogočile. V zvezi z njim je veliko dilem, narejeno pa malo. Imeti

vrednostne papirje brez institucij pa je imeti avtomobile brez ceste, ladje brez morja, predor brez (priključnih) cest. Za katere institucije gre?

a) Medtem ko bo novelirana zakonodaja še bolj kot dosedanje spodbujala k nastajanju vrednostnih papirjev, naj bi *borza* kot institucionalni trg vrednostnih papirjev zaživela v Ljubljani 1991. leta (v Zagrebu in Beogradu morda prej, a ne bistveno). V prehodnem obdobju bo deloval sekundarni trg ad hoc, formalno ne bo obstajal. Zakonska ureditev borze je potrebna, smiselnost njenega praktičnega obstoja pa je vezana na razširjenost kredibilnih vrednostnih papirjev (tržaška borza z večjim gospodarskim zaledjem kot ljubljanska posluje le s 30 vrednostnimi papirji). Nastanek borze naj bi bil praktično funkcionalno, ne geografsko determiniran (center v Beogradu). Povezava borz v večjih mestih v enotno jugoslovansko borzo je teoretično mogoča, praktično (izkušnje iz Švice) pa ne deluje dobro, saj so v odločilnem trenutku avkcije računalniško povezani senzali, ki fizično niso prisotni, v podrejenem položaju (zamuja pri izklicanju).

b) Medtem ko je za pravno ustreznost razpisa vrednostnih papirjev predviden postopek preverjanja upravnih organov (Sekretariat za finance), pa ostaja odprto vprašanje *institucije, ki naj bi dajala ekonomsko oceno donosnosti projekta*, ki naj bi bil financiran z vrednostnimi papirji. Vprašanje je, ali je takšna ocena potrebna. Če pa je, je ne morejo dajati državni organi, ker s tem prevzemajo materialno odgovornost za uspešnost projekta, česar ne morejo (zaradi tega, ker ne razpolagajo z materialnimi sredstvi za jamstvo in ker s tem odpravijo eno osnovnih intencij delničarstva – razpršitev materialne odgovornosti kot element spodbude človeka); ustreznih neodvisnih institucij pa ni (instituti, svetovalne organizacije) ali niso dovolj materialno in intelektualno usposobljene za takšno delo. V tej smeri naj bi potekalo usposabljanje.

c) Usposobljeno državno službo *revizije*, ki daje vodje nadzornih odborov delniških družb in ocenjuje pravilnost finančnih poročil teh družb, imajo povsod v razvitih tržnih gospodarstvih. Po mednarodnih standardih jo bomo morali usposobiti tudi pri nas.

d) Naloge *finančnega posredništva* naj bi prevzele poslovne banke in svetovalne finančne organizacije. Prve niso zazdaj dovolj zainteresirane (do finančnih sredstev so lahko doslej prihajale ceneje), druge so šele v povojih, zato ni nujne konkurence. Če ni ustreznih finančnih institucij, bo moral vsak lastnik vrednostnega papirja sam zase opravljati rutinske in tehnične posle, ravno tako tudi njihov izdajatelj. Za razreševanje nalog, kot je oblikovanje finančnega portfelja posameznika-delničarja, je potrebno specialistično znanje brokerjev.

Motivacija, idejnost, ekonomske in socialne posledice

Uvajanje delničarstva *spreminja družbenoekonomske temelje* (mileje: njihovo operacionalizacijo). Konkretno:

- anonimna družbena lastnina se spremeni v skupinsko (delničarjev), državno ali zasebno, za državne interese bodo verjetno potrebni tutorji;

- samouprava bo bistveno omejena s pravico do odločanja na podlagi vložene kapitala (vprašanje odnosa 1 delnica : 1 delavec : 1 glas);

- delitev po delu se razširi v delitev po delu in vloženi sredstvih (minulost delo?); delničarstvo bi lahko povečalo delež osebnih dohodkov na račun akumulacije v podjetju, pri čemer bi se ti potem vračali kot osebni prihranki v obliki delnic v podjetje; takšen postopek pa pomeni v resnici identifikacijo subjektov lastnine.

V tem primeru se agregatna akumulacija v bistvu ne spremeni, le njena sektorska struktura je prilagojena spremenjenim donosom (ultraracionalnost): zasebni prihranki se povečajo na račun zmanjšanja prihrankov gospodarstva;

– trg postaja integralen, dosednji dohodkovni odnosi so odpravljeni.

Materialna motivacija za bodočo negotovo namesto tekoče gotove porabe v obliki pozitivnih odnosov na prihranke je potrebna. Če so prihranki iz z delom zasluženega dohodka (delo v širšem smislu), ne gre pri tej generaciji za življenje na kapitalu. Naslednja generacija sposobnih in varčnih staršev deduje delnice (kot drugo realno imovino) in živi od kapitala (dividend). Davek na dedovanje bi lahko to odpravil, a z njegovo prohibitivno velikostjo izgine motiv za varčevanje staršev in se zmanjšajo prihranki. Otroci kot biološko nadaljevanje staršev so lahko opravičilo za dedovanje. Posledica bo večja razslojenost družbe (izraz uveljavitve sposobnosti posameznika kot poti povečanja učinkovitosti gospodarjenja), vendar ne bo nujno vidna, saj bodo večji dohodki podjetnih posameznikov vodili v nadaljnja produktivna vlaganja in ne toliko v potrošnjo.

Uvedba vrednostnih papirjev je pomembnejša za *povečanje učinkovitosti* kot za povečanje akumulacije, saj njen obseg nikoli ni v socializmu problem, le delničarski način *ex ante* povečevanja prihrankov deluje neinflacijsko v primerjavi z drugimi načini deficitarne in emisijske narave. Uvedba delničarstva bi morala povečati učinkovitost gospodarjenja za večjo stopnjo od plačljivih dividend, sicer bo povzročila nadaljnje obubožanje tistih, ki žive zgolj od dela (ožje pojmovanega).

Mnenje, da gospodarstvo ni dovolj učinkovito, da bi vzdržalo še dodatni strošek delnic, lahko velja kot povprečje na makro ravni. Obstajajo pa posamezne organizacije, projekti visoke stopnje donosnosti, ki bi jih prav delničarsko pridobljena akumulacija podprla in spodbudila in s tem opravila tudi ustrezno selekcijo med projekti na mikro ravni. Le če so zaprti emisijski viri poceni denarja, bodo delničarska sredstva tudi dobrodošla, potrebni pa so tudi dovolj donosni investicijski projekti.

Ali uvedba vrednostnih papirjev povečuje učinkovitost gospodarjenja in profitno stopnjo, je odvisno od trdnosti *povezave med delničarstvom in podjetništvom* (in izumiteljstvom) kot najpomembnejšimi determinantami povečanja naše uspešnosti gospodarjenja. Gre v bistvu za subjektivno oceno, koliko materialna spodbuda preko delničarstva poveča delovno vnemo (večja delovna vnema, inovativnost, racionalnejše gospodarjenje s sredstvi, nad delom katerih ima zaposleni večja lastninska upravičenja in odgovornosti), v vsakem primeru pa delničarstvo uveljavlja pravilnejši izbor učinkovitejših investicijskih projektov.

Najbolj potreben je rizični kapital (venture capital), tu pa je pripravljenost za delniško financiranje najmanjša. Za državno garantirane negospodarske projekte je večja, a tu materialna odgovornost ni razpršena in tovrstna motivacija za delo (v širšem smislu) nepomembna, pa bi bili tudi drugi načini financiranja enakovredni (posojila niti inflacije ne bi toliko povečala, deficitarno financiranje, emisija denarja bi jo bolj).

Delniški kapital je za organizacijo, ki ga pridobi, trajnejši vir sredstev, kar ji omogoča večjo fleksibilnost in prilagodljivost gospodarjenju: omogoča ji z zmanjševanjem vrednosti sredstev (delnic) amortiziranje kratkoročnih poslovnih neuspehov, zato je dolgoročno bolj stabilna.

Skeptiki ugotavljajo glede *uveljavitve posameznih oblik vrednostnih papirjev pri nas*, da:

– so obveznice odveč, saj le nadomeščajo banke v funkciji zbiranja finančnih sredstev, ki je le-te ne opravljajo dobro, zato so nujne korekcije bank;

– delnice, če so participativne (v lastno podjetje), dajejo nekaj v delitvi, kar delavcu pri presežni vrednosti že zdaj pripada. So v bistvu neekonomska spodbuda, saj nadomeste del produkta, ki naj bi pripadal delavcu, z njegovo iluzijo.

Zato je delavsko delničarstvo v tem ožjem smislu nepotrebno in nezadostno. Pomeni sicer de iure identifikacijo lastnikov proizvodnih sredstev, a učinkovitosti naj ne bi povečalo.

Po takem razmišljanju so resnično pomembne za učinkovitost le delnice zunaj lastne organizacije, z njimi pa naj bi se postopno pretočil kapital v roke manjšega števila posameznikov, lastnina v kapitalistično. Zato se nekateri zavzemajo samo za kolektivne delničarje.

Ker delitev ni več zgolj po delu, ampak tudi po kapitalu (pravzaprav finančne podjetniške sposobnosti in varčevanje so nagrajeni, prve bi konkurenca brokerskih organizacij lahko izenačila, še vedno pa bodo razlike med ljudmi risk-loverji in risk-aversi), je mogoče računati na *politično zadržanost sindikatov kot zastopnikov delavcev do pravih delnic*. V zahodnih ekonomijah nasprotujejo tudi participativnim delnicam (ZDA).

Če gre za interes ljudi, ki živijo le od dela v ožjem smislu, je takšno stališče razumljivo. Dejstvo je, da se na račun z delničarstvom uvedene (pričakovane) povečane gospodarske učinkovitosti zmanjša socialna varnost. Pri ljudeh se pojavi dilema trošiti ali varčevati in s tveganjem nalogati v delnice. Vsaka družba mora najti optimalni odnos med ekonomsko učinkovitostjo in socialno varnostjo na krivulji družbenega blagostanja (družbeni funkciji koristnosti), pri čemer se odnos med njima od države do države razlikuje (primerjaj ZDA, Švedsko, SZ). Politični demokratični postopek (volitve) omogoči premikanje odnosa v smeri večjega skupnega blagostanja družbe. Če je ugotovljeno, da je potreben za večje blagostanje naše družbe korak v smeri ekonomske učinkovitosti, narejen tudi s pomočjo uvajanja delničarstva, potem se mora umakniti popolno varušstvo socialne in siceršnje narave nad ljudmi iz obdobja »romantičnega socializma«.

Prostovoljno delničarstvo, ki je edino sprejemljivo, naj bi materialno *motivacijo ljudi* premaknilo od ekonomske prisile, kompenzacije, adopcije do identifikacije s smotri podjetja kot najvišjo stopnjo motivacije. Delničarstvo pri tem predstavlja razpršitev materialne odgovornosti za odločitve in materialne posledice teh odločitev na veliko število ljudi, pri katerih se pojavljata končno subjekt odločanja in nosilec njegovih materialnih posledic v isti osebi.

Razširjenost delničarstva

Pri vseh napovedih posledic uvajanja delničarstva v našo družbo je treba v zvezi z njegovim relativnim pomenom poudariti, da obseg ne bo velik.

Nujni pogoj za širšo uveljavitev delničarstva so ustrezne družbenopolitične in ekonomske razmere. Ker so se ves čas od prvih pobud poslabševali, kljub vse bolj liberalni zakonodaji, ni velikega upanja, da bi imelo delničarstvo izjemen obseg. Politična negotovost povečuje časovno preferenco s povečanjem tveganja. Kot je v stabilnih razmerah podjetniško zaupanje veliko (ZDA), je v nestabilnih majhno.

Inflacija je glavni dejavnik ekonomske nestabilnosti, v razmerah nominalizma pa se neposredno prenaša na tveganje v poslovanju z delnicami. Ukrepanje s popolnim indeksiranjem (govor je o posebnih obračunskih dinarjih s podobnim učinkom kot pri nominiranju v DEM) bo še povečalo inflacijo in zaprlo pot njene-
mu zmanjševanju. Drugi elementi neugodnih ekonomskih razmer so dosedanja

zloraba primarne emisije, širše ekspanzivna monetarna politika, benefikacija raznih vrst obresti, pomanjkanje pravnega reda, konkretneje finančne discipline in celo možnost za retroaktivno delovanje prava, negativni odnos do bogatenja, čeprav iz dela, premajhna materialna spodbuda za delovno, podjetniško, izumiteljsko iniciativo.

Delničarstvo je sprejemljivo tudi zato, ker izenačuje domače subjekte s tujimi, ki so jim z novelirano zakonodajo na stežaj odprta vrata, tudi v solastninske oblike. Za našega državljana ne more biti v produkciji primerno le mesto delavca (v ožjem smislu), druge tvorce pa naj bi nudili tujci, za kar bi jim ustvarili selektivno še beneficirane razmere (Bajt, 1988).

Obseg delničarstva kot oblike varčevanja tekočega dohodka in tudi kot oblike lastnine nad produkcijskimi sredstvi zelo verjetno ne bo velik, v prvem razdobju pa *bo celo minimalen*. Tudi v razvitih državah tržne usmeritve (Avstrija) vrednostni papirji predstavljajo le nekaj odstotkov med vsemi oblikami finančne akumulacije prebivalstva; na Madžarskem, kjer so jih začeli oživljati prej, le okoli 1%. Gre za naše državljanke – zasebne delničarje, za katere velja, da ob padcu realnega dohodka prihranki kot kvalitetno boljša dobrina še hitreje padajo (čeprav morebitna večja razslojenost deluje v nasprotni smeri); ljudje so v povprečju proti tveganju in se raje odločajo za varnejše, čeprav manj donosne naložbe (čeprav bo tudi teh vsaj med finančnimi vse manj), tveganje pa je tako v poslabšanih družbenih razmerah vse večje.

Država in fiskalna politika

Tudi v razvitih tržnih gospodarstvih z razvito finančno strukturo (kot je na primer sosednja Italija) država z nadzorno funkcijo bistveno posega na finančno področje, tudi v vrednostne papirje. V evforiji liberalizma nas glede vloge države ne bi smelo predaleč zanesti.

Pri predpisovanju oblike vrednostnega papirja bodo *delnice na prinosnika* (ki jih na primer v Italiji, razen izjem, ne dovoljujejo) *težko sprejemljive* zaradi nevarnosti davčne utaje in drugih špekulacij, kar je ob naši neurejeni davčni kontroli še bolj verjetno kot drugod.

Revizijsko funkcijo v delniških družbah (in drugih podobnih oblikah organiziranja) bodo verjetno kot drugod morali opravljati zapriseženi revizorji, ki kot sicer državni uslužbenci vodijo nadzorne komisije takšnih organizacij. Medtem ko v vlogi revizije (kontrole poslovanja, podobne funkciji SDK pri nas) prisotnost države še želimo (gre predvsem za korektno objavljane rezultatov), ji v vlogi ocenjevanja ekonomske upravičenosti projektov, financiranih z vrednostnimi papirji, kot je bilo že povedano, ne vidimo mesta, vsaj v gospodarstvu ne.

Vprašljiva je ideja, naj imajo v *stečajni masi* prednost delničarji, če že pride do stečaja. To bi sicer spodbujalo (v obliki povečanja varnosti) k nakupu delnic, vendar je hkrati proti osnovnemu načelu lastninske odgovornosti delničarjev za rezultate poslovanja z delniško lastnino, kar je morda še pomembnejše.

Celotna strategija *obdavčevanja* dohodkov lastnikov produkcijskih dejavnikov ostaja odprto vprašanje. Osnovna ideja je bila, da se v vrednostne papirje vloženi dohodek posameznika in donosi na vrednostne papirje (dividende) izvzamejo iz davčne osnove, s čimer naj bi se spodbudilo tvegano naganje prihrankov. Hkrati pa je dohodek od dela vključen v davčno osnovo, podobno pa se ponekod zahteva tudi za obresti od bančnih vlog. Vprašanje je, ali je dohodek od kapitala, čeprav je

res povezan s tveganjem in prav zato, lahko manj obdavčen kot dohodek od dela (v širšem smislu). Povsem liberalnih oprostitev ne poznajo niti druga tržna gospodarstva. Res je, da je v sedanjem sistemu neposrednega obdavčevanja dohodka občanov te olajšave lahko deležnih le malo občanov, saj jih zelo malo plačuje davek.

O nasprotnih učinkih davka na dedovanje (npr. delnic) je bilo že rečeno.

V vsakem primeru pa se bodo tudi zaradi uvajanja delničarstva (ne samo zaradi tega, marveč zaradi tržne naravnosti z izločanjem države iz gospodarskega življenja nasploh) davčne uprave morale strokovno in kadrovsko, zato pa tudi materialno, bistveno okrepiti.

LITERATURA IN VIRI

Bajt, A.: Samoupravna oblika družbene lastnine, Globus, Zagreb 1988.

Mnenje in predlogi Republiškega družbenega sveta za gospodarski razvoj in ekonomsko politiko o zakonih o vrednostnih papirjih in o trgu vrednostnih papirjev, Ljubljana, april 1989.

Predlog za izdajo zakona o vrednostnih papirjih, Beograd, februar 1989.

Predlog za izdajo zakona o trgu denarja in vrednostnih papirjev, Beograd, februar 1989.

Štiblar, F.: Produktivno ulaganja novca građana, Ekonomska politika, 1841, julij 1987.

Štiblar, F.: Investiranje s pomočjo vrednostnih papirjev, Teorija in praksa, 11-12/1988.

Produktivne naložbe sredstev občanov, delavcev in organizacij s pomočjo vrednostnih papirjev, CK ZK Slovenije, junij 1988.

Vandot, I.: Postopki za zbiranje sredstev občanov, interni material, april 1987.

Vasiljević, B.: Mogućnosti primene hartija od vrednosti u Jugoslaviji, Ekonomska politika, 1841, julij 1987.