

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

MAGISTRSKO DELO

INDUSTRIJSKA POLITIKA IN FINANČNI SISTEM

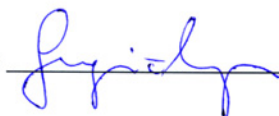
LJUBLJANA, NOVEMBER 2002

MAJA GRGIČ

IZJAVA

Študentka Maja Grgič izjavljam, da sem avtorica tega magistrskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom prof. dr. Marka Jakliča in skladno s 1. Odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, 5.11. 2002

Podpis: 

KAZALO VSEBINE

UVOD	1
1. POMEN FINANČNEGA SISTEMA ZA NARODNO GOSPODARSTVO	4
1.1. FINANČNI SISTEM	4
1.2. FINANČNI TRGI IN FINANČNE INSTITUCIJE	5
1.3. PROCES FINANČNEGA POSREDOVANJA	9
1.4. POMEN SODOBNE FINANČNE INFRASTRUKTURE	11
1.5. PODJETJA KOT IZPOSOJEVALCI	13
1.6. DELITEV FINANČNIH SISTEMOV	15
1.7. FINANČNA STRUKTURA IN VLADANJE PODJETJEM	16
1.8. NACIONALNI FINANČNI SISTEMI V PRIHODNOSTI	19
1.9. SKLEP	22
2. INDUSTRIJSKA POLITIKA	24
2.1. OPREDELITEV POJMA	24
2.2. INDUSTRIJSKA IN DRUGE POLITIKE	26
2.3. INDUSTRIJSKA POLITIKA IN FINANČNI SISTEM	27
2.4. INSTRUMENTI INDUSTRIJSKE POLITIKE	31
2.5. FINANČNO-POLITIČNA SKUPNOST	34
2.6. SKLEP	36
3. PRIMERI POVEZAV MED PODJETJI, FINANČNIM SISTEMOM IN DRŽAVO.....	37
3.1. ZDRUŽENE DRŽAVE AMERIKE	38
3.2. NEMČIJA	42
3.3. FRANCIJA	46
3.4. JAPONSKA	50
3.5. FINSKA	53
3.6. SKLEP	58
4. SLOVENIJA	59
4.1. SLOVENSKE FINANCE PO DRUGI SVETOVNI VOJNI	59
4.2. SLOVENSKI FINANČNI SISTEM PO OSAMOSVOJITVI	60
4.3. LASTNIŠTVO SLOVENSКИH PODJETIJ	68
4.4. ZUNANJE FINANCIRANJE SLOVENSКИH PODJETIJ	70
4.5. DOSEDANJA VLOGA INDUSTRIJSKE POLITIKE	72
4.6. PRIPOROČILA ZA SLOVENIJO	75
4.7. SKLEP	78
ZAKLJUČEK	79
LITERATURA	82
VIRI	85
PRILOGA	1
SLOVAR TUJIH IZRAZOV	3

KAZALO SLIK

Slika 1: Tok sredstev v finančnem sistemu	5
Slika 2: Dinamika finančnega posredovanja	10
Slika 3: Sistem delniškega trga	17
Slika 4: Bančni sistem	18
Slika 5: Bančno – industrijski navzkrižni sistem	18
Slika 6: Državno voden sistem	19
Slika 7: Industrijska in druge politike	27
Slika 8: Razmerja med industrijsko politiko in finančnim sektorjem	30
Slika 9: Nacionalna pravila in finančno politična skupnost	35
Slika 10: Letne stopnje rasti BDP	37
Slika 11: Premoženje vzajemnih skladov	64
Slika 12: Struktura slovenskega finančnega trga v letu 2000	66

KAZALO TABEL

Tabela 1: Tržna kapitalizacija trga obveznic kot delež BDP v letu 1997	7
Tabela 2: Oblike obveznosti in terjatev finančnih posrednikov	8
Tabela 3: Lastništvo delnic v letu 1995	21
Tabela 4: Deleži ameriških finančnih institucij v finančnem premoženju	39
Tabela 5: Število finančnih institucij v Sloveniji	60
Tabela 6: Izbrani javnofinančni odhodki v deležu BDP	73
Tabela 7: Državne pomoči v Sloveniji	74

UVOD

Kapital je zagotovo eden najpomembnejših proizvodnih faktorjev, zato je tudi eno ključnih vprašanj obstoječih ali nastajajočih gospodarskih celic, kako zagotoviti ustrezne finančne vire. Skozi stoletja so se v ta namen razvili različni mehanizmi, instrumenti in institucije, ki jih danes imenujemo finančni sistem, in po mnenju mnogih teoretikov je ravno učinkovit in trden finančni sistem, ki bo podjetjem zagotavljal ustrezne finančne vire in storitve, ključnega pomena za vzdržno gospodarsko rast. Zanimanje o povezavi med finančnim sistemom in gospodarsko rastjo seveda ni novo. Popularno je bilo predvsem v začetku 70. let prejšnjega stoletja, a se je v zadnjem desetletju ponovno okrepilo. Ker je gospodarska rast vselej tudi cilj državnih ekonomskih politik, je eno ključnih vprašanj, ki ga literatura le redko obravnava samostojno, vloga države pri zagotavljanju učinkovitega finančnega sistema in znotraj tega vloga industrijske politike.

Opredelitev finančnega sistema ni enostavna, saj če ga razumemo v najširšem smislu obsega vse, kar je kakorkoli povezano s financami. V strokovni literaturi je finančni sistem največkrat opredeljen kot mehanizem, prek katerega se narodnogospodarski prihranki od subjektov, ki imajo presežek svojih prihrankov, prenašajo k subjektom, ki jim sredstev primanjkuje. Osnovna naloga finančnega sistema je torej alokacija sredstev v gospodarstvu kot tudi med gospodarstvi, seveda pa ima še številne druge vloge, na primer zagotavljanje načinov za obvladovanje različnih tveganj, poravnava plačil, reševanje problemov zaradi asimetričnosti informacij itd. V pričujočem delu se bomo usmerili predvsem na to osnovno nalogo finančnega sistema, kar pa ne pomeni, da ostale njegove naloge obravnavamo kot nepomembne. Prav tako bomo našo pozornost namenili predvsem nacionalnim finančnim sistemom. Tudi s tem ne menimo, da v času ko kapital postaja vse bolj globalen, mednarodni kapitalski tokovi niso pomembni. Nasprotno, strinjamo se s tistimi teoretiki, ki menijo, da je ravno zaradi vse večje liberalizacije kapitalskih tokov trden domač finančni sistem nujen za uspešno vključevanje v te tokove in da je od domačega finančnega sistema odvisno, kako bodo mednarodni finančni tokovi vplivali na domače gospodarstvo.

Finančni sistem mora biti predvsem učinkovit in trden. Učinkovit zato, da lahko zagotavlja ustrezen in poceni kapital, ki je potreben za gospodarski razvoj. Trden pa zato, ker morebitne finančne krize ne prizadenejo le finančni sektor temveč celotno gospodarstvo, ki tako ostane brez potrebnih virov. Neučinkovit in šibek finančni sektor torej ne zmanjšuje le konkurenčnost finančnega sektorja temveč celotnega gospodarstva.

Opredelitve industrijske politike so različne. A če jo razumemo kot ukrepe države, ki s svojimi instrumenti vpliva na povečanje dinamične notranje in alokacijske učinkovitosti v narodnem gospodarstvu, kot jo denimo opredeljuje Dmitrovičeva (1998, str. 21), potem mora med cilje industrijske politike soditi tudi skrb za finančni sistem. Teoretiki v svojih analizah in razpravah izpostavljajo različne poglede na razmerja med finančnim sistemom in industrijsko politiko, ki

bi jih lahko strnili v tri sklope. Izhodišče prvega je, da mora država s svojo industrijsko politiko nefinančnemu delu gospodarstva zagotavljati ustrezne finančne vire in s tem povezane storitve. Šlo naj bi torej za več kot le alokacijo kapitala. Drugi sklop obravnava finančni sektor kot sektor, ki proizvaja storitve in tako prispeva k bruto domačemu proizvodu, zato je treba njegov razvoj vzpodbujati. V tretji sklop lahko štejemo poglede, ki finančni sistem obravnavajo kot medij, prek katerega država posega v gospodarstvo.

Čeprav ima vsak finančni sistem svoje značilnosti in posebnosti, lahko v grobem ločimo dve vrsti teh sistemov. Prvi je zasnovan na kapitalskih trgih, ki predstavljajo pomemben vir sredstev za gospodarske subjekte, drugi pa je zasnovan na kreditih; in gospodarske celice potrebne sredstva večinoma pridobivajo z zadolževanjem v bankah. Pri analizi finančnih sistemov v Združenih državah Amerike (ZDA), Nemčiji, Japonski in Franciji lahko ugotovimo, da je oblika finančnega sistema tesno povezana z načinom vladanja v podjetjih. Prav tako je opazna različna vloga države in različni odnosi med državo, finančnim sektorjem in podjetji. Te razlike se seveda z globalizacijo in internacionalizacijo finančnih trgov postopoma zmanjšujejo, a so še vedno zelo opazne. Tudi sam kapital naj bi zaradi različnih knjigovodskih standardov, obdavčitev, zakonov o razkrivanju informacij in omejitev na tuje naložbe, še vedno ohranjal določene nacionalne značilnosti.

V nekdanjih socialističnih državah, med katere sodi tudi Slovenija, se finančni sistemi šele oblikujejo. Finančni trgi in finančne institucije so povečini še slabo razviti. Seveda po več kot desetletju t.i. prehodnega obdobja finančni sistemi v teh državah niso več nepopisan list, nekatere zelo pomembne in nepovratne odločitve so že bile sprejete in nekatere priložnosti tudi zamujene. A kljub temu v nekaterih državah v prehodu še vedno ostaja dovolj prostora, da država v pogajanju s posojevalci in izposojevalci oblikuje pogoje za razvoj takšnega finančnega sistema, ki bo kar najbolje zadovoljeval potrebe domačega gospodarstva in bil dovolj trden, da se bo lahko vključil v mednarodne kapitalske tokove. Med takšne države sodi tudi Slovenija.

V pričujočem magistrskem delu bomo poskušali odgovoriti na dve osnovni vprašanji: Ali obstaja povezanost med industrijsko politiko in finančnim sistemom in ali lahko države pri oblikovanju finančnega sistema enostavno prevzemajo modele drugih držav? V iskanju odgovora na ti dve vprašanji smo postavili dve osnovni hipotezi:

- ◆ *Med naloge industrijske politike mora soditi tudi vzpodbujanje razvoja učinkovitega in trdnega finančnega sistema. Če izhajamo iz ugotovitev, da je trden in učinkovit finančni sistem eden od ključnih dejavnikov za ohranjanje in povečevanje konkurenčnosti gospodarstva in vzdržne gospodarske rasti, potem morajo biti ukrepi industrijske politike usmerjeni tudi v krepitev tega sektorja. Pri tem se nam zdi najprimernejši strateški pristop k industrijski politiki, po katerem naj država ne nadomešča trga, temveč oblikuje in spodbuja delovanje tržnih sil.*

- ◆ *Optimalen model finančnega sistema, ki bi bil sprejemljiv za vse države, ne obstaja, temveč ga je treba prilagajati značilnostim in potrebam posamezne dežele.* Čeprav lahko v grobem opredelimo nekaj modelov finančnega sistema, pa teh modelov ni mogoče enostavno prenašati iz ene države v drugo. Vsak takšen model vključuje številne zapletene odnose tako znotraj finančnega sektorja kot tudi med finančnim sektorjem, državo in realnim sektorjem, ob tem pa še določeno finančno kulturo. Ničesar od naštetega pa ni mogoče uveljaviti čez noč. Hkrati pa je uveljavljanje določenih konceptov nujno prilagoditi značilnostim in potrebam posamezne države.

Magistrsko delo se bo opiralo na teoretična spoznanja o finančnem sistemu na eni in industrijski politiki na drugi strani, ki jih najdemo tako pri domačih kot tujih avtorjih. Ob tem bomo poskušali na podlagi primerjalne analize dostopne literature in virov analizirati primere nekaterih razvitih držav in ugotoviti, katere njihove izkušnje bi bilo mogoče uporabiti tudi v Sloveniji.

Pričujoče delo smo razdelili v štiri sklope. V prvem delu bomo poskušali orisati pomen finančnega sistema za narodno gospodarstvo in pojasniti, zakaj je finančni sistem pomemben za konkurenčnost posamezne države in njeno gospodarsko rast. V drugem delu smo finančni sistem povezali z industrijsko politiko in poskušali opredeliti razmerja med njima kot tudi vlogo industrijske politike v tem odnosu. Predstavili smo tudi nekatere pristope za doseganje soglasja med udeleženci finančno-politične skupnosti. V tretjem delu smo predstavili primere povezav med podjetji, finančnim sistemom in državo v petih državah od druge svetovne vojne naprej. Pri tem smo pod drobnogled vzeli ZDA, Nemčijo, Francijo, Japonsko in Finsko. V zadnjem delu pa smo na podlagi dostopne literature, podatkov in drugih virov analizirali tudi slovenski finančni sektor, njegovo povezanost z nefinančnimi družbami in poskušali opredeliti vlogo industrijske politike na tem področju. Na koncu smo podali tudi nekatere smernice, ki bi jih bilo po našem mnenju, za nadaljnji razvoj finančnega sistema smiselno upoštevati.

1. POMEN FINANČNEGA SISTEMA ZA NARODNO GOSPODARSTVO

"Nacionalni finančni sistem stoji v središču transakcijskega procesa in procesa preusmerjanja sredstev, zato je učinkovit finančni sistem zelo pomemben kot determinanta vzdržnega gospodarskega razvoja in stabilnosti" (Walter, 1992, str. 2). Namen tega poglavja je pokazati, zakaj naj bi se strinjali z zgornjo trditvijo in zakaj menimo, da finančni sistem vpliva na konkurenčnost gospodarstva v državi. Pojasnili bomo vlogo in pomen finančnega sistema v narodnem gospodarstvu, kako so s finančnim sistemom povezana nefinančna podjetja, kako te sisteme delimo in kakšen bo njihov pomen v prihodnje.

1.1. FINANČNI SISTEM

Finančni sistem je v strokovni literaturi največkrat opredeljen kot mehanizem, prek katerega se narodnogospodarski prihranki od subjektov, ki imajo presežek svojih prihrankov, prenašajo k subjektom, ki jim sredstev primanjkuje. Kot pravi Mishkin (1997, str. 195), finančni sistem pretaka sredstva od ljudi, ki varčujejo, k ljudem s produktivnimi investicijskimi možnostmi. Zysman (1987, str. 57) ugotavlja, da finančni sistem preoblikuje prihranke v naložbe in ta sredstva razporeja med konkurenčnimi uporabniki. Po Walterju (1992, str. 2) so ključna lastnost finančnega sistema kanali za pretok finančnega premoženja končnih varčevalcev v obveznosti končnih uporabnikov sredstev, tako znotraj gospodarstva kot med gospodarstvi.

Osnovna naloga finančnega sistema je torej alokacija sredstev v gospodarstvu kot tudi med gospodarstvi. Crane in drugi (1995, str. 5) to vlogo imenujejo edina primarna funkcija finančnega sistema na agregatni ravni. Kot menijo (1995, str. 12), je primarna naloga vsakega finančnega sistema "omogočanje alokacije in razvoja gospodarskih virov, tako prek meja kot skozi čas". Vendar pa omenjeni avtorji podrobneje ločujejo šest osnovnih nalog tega sistema (Crane et al, 1995, str. 12-16):

- ◆ *zagotavljanje načinov za obračun plačil in poravnavo računov in s tem pospeševanje izmenjave dobrin, storitev in premoženja,*
- ◆ *zagotavljanje mehanizma za združevanje finančnih virov za velike posle ali za delitev teh virov med različna podjetja in s tem omogočanje razpršitve naložb,*
- ◆ *omogočanje prenosa gospodarskih finančnih virov skozi čas, prek mej in med industrijami,*
- ◆ *zagotavljanje načinov za upravljanje in nadzor tveganja,*
- ◆ *zagotavljanje cenovnih informacij¹ in s tem prispevanje h koordinaciji decentraliziranega odločanja v različnih gospodarskih sektorjih,*
- ◆ *omogočanje reševanja težav, ki nastanejo zaradi asimetričnosti informacij transakcije ali če ena stran igra agenta za drugo.*

¹ Finančni sistem naj bi s pomočjo trga kapitala omogočil vrednotenje pričakovanih dobičkov od podjetniških dejavnosti in s tem boljše investicijske odločitve (Senjur, 1995, str. 11).

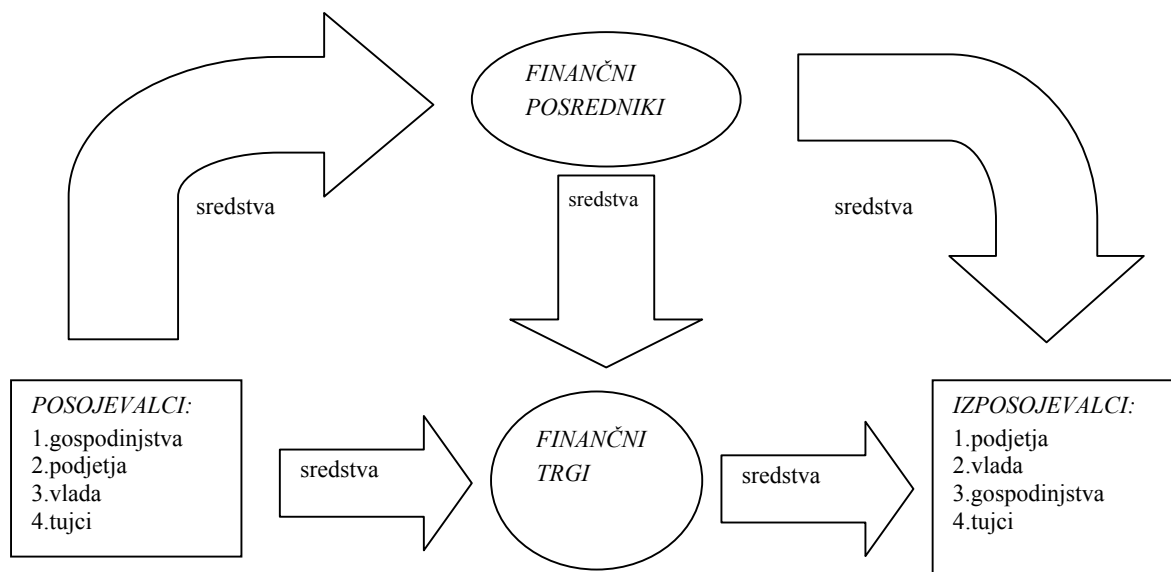
Senjur (1995, str. 11) temu dodaja, da "finančni sistem daje skupek instrumentov za vodenje politike stabilizacije gospodarske aktivnosti... Ta sistem je tako tudi medij, s katerim država vpliva na gospodarstvo". Osnovne funkcije finančnega sistema skozi čas in prostor ostajajo enake, se pa spreminjajo načini, kako jih opravlja (Crane et al, 1995, str. 263). Na te načine vplivajo različni dejavniki, kot so pravila delovanja, tehnološka raven ipd.

Finančni sistem sestavljajo institucije denarnega sistema, finančni posredniki in institucije trga vrednostnih papirjev (Senjur, 1995, str. 10). V središču finančnega sistema je v večini držav centralna banka. Ta nadzoruje količino denarja v obtoku in bdi nad finančno dejavnostjo v državi². Crane in drugi (1995, str. 9) poudarjajo, da finančni sistem obsega širši splet institucij, ne le finančnih trgov in posrednikov. Pomembno vlogo igrajo tudi vlada in družine.

1.2. FINANČNI TRGI IN FINANČNE INSTITUCIJE

Pri pretakanju sredstev med gospodarskimi celicami igrajo ključno vlogo finančni posredniki in finančni trgi. To je razvidno tudi iz *slike 1*, ki ponazarja tok sredstev skozi finančni sistem. "Finančne institucije³ tako z opravljanjem ključne posredniške in distribucijske naloge omogočajo gospodarsko rast v sodobni družbi" (Johnson, 2000, str. 2).

Slika 1: Tok sredstev v finančnem sistemu



Vir: Mishkin, F.S.: The Economics of Money, Banking and Financial Markets, 5th ed., Haper Collins, 1997, str. 22

² Centralna banka poleg politike denarnega trga običajno vodi tudi politiko deviznega tečaja.

³ Pojmov finančne institucije in finančni posredniki ne smemo povsem enačiti, saj ima prvi širši pomen. Finančne institucije se ukvarjajo s finančnimi posli v najširšem smislu. Običajno jih delimo na finančne posrednike in druge agentske finančne institucije, kot so investicijske banke in borzno posredniške hiše. Pomembna razlika med prvimi in drugimi je po Ribnikarju (1996, str. 43-44), da se pri finančnih posrednikih sredstva pretakajo prek njihove premoženjske bilance, pri agentskih finančnih institucijah pa ne.

1.2.1. Finančni trgi

Po Mishkinu (1997, str. 21) finančni trgi opravljajo gospodarsko nalogo kanaliziranja sredstev od ljudi s presežkom sredstev, ker so porabili manj od svojega dohodka, k ljudem, ki jim sredstev primanjkuje, ker želijo porabiti več od svojega dohodka. Finančni trgi predstavljajo t.i. neposredne finance, kar pomeni, da si izposojevalci sredstva od posojevalcev sposodijo neposredno z nakupom finančnih instrumentov, ki predstavljajo terjatev do izposojevalčevega dohodka ali premoženja. S tem "finančni trgi prispevajo k večji produktivnosti in učinkovitosti celotnega gospodarstva" (Mishkin, 1997, str. 23).

Finančne trge lahko delimo na različne načine. Po ročnosti finančnih instrumentov jih lahko ločimo na denarne in kapitalske trge. Med prve po Johnsonu (2000, str. 45) uvrščamo tiste, na katerih se trguje s finančnimi instrumenti z ročnostjo do enega leta, drugi pa so trgi, kjer se trguje s finančnimi instrumenti z ročnostjo nad enim letom. Mishkin (1997, str. 26) podobno ugotavlja, da so denarni trgi tisti, na katerih se trguje s kratkoročnimi dolžniškimi instrumenti, kapitalski pa trgi, na katerih se trguje z dolgoročnimi dolžniškimi (z ročnostjo nad enim letom) in lastniškimi instrumenti. Zysman (1987, str. 60-61) poleg kapitalskega in denarnega trga ločuje še trg posojil. Ob tem finančne trge ločimo na primarne in sekundarne. Primarni trgi so tisti, na katerih izdajatelji – podjetja ali vlade na novo izdane vrednostne papirje (obveznice ali delnice) prodajo prvemu kupcu, na sekundarnih trgih pa je mogoče te vrednostne papirje ponovno prodati (Mishkin, 1997, str. 24). Finančne trge lahko delimo tudi na domače in mednarodne, te pa nadalje na tuje finančne trge in evrofinančne trge.

Johnson (2000, str. 47) našteva šest instrumentov denarnega trga, s katerimi se najpogosteje trguje v ZDA, ki ima nedvomno najrazvitejši finančni trg. To so državne zakladne menice (*United States treasury bills*), federalni papirji, komercialni papirji (*commercial papers*), bančni akcepti (*banker`s acceptances*), prenosljivi depozitni certifikati (*certificates of deposits*) in pogodbe o ponovnem odkupu (*repurchase agreements*). Enake instrumente navaja tudi Mishkin (1997, str. 27-30), ki pa kot posebno obliko omenja še evrodolarje, to je dolarske depozite v bankah izven ZDA.

Med instrumente kapitalskega trga oba avtorja (Johnson, 2000, str. 79; Mishkin, 1997, str. 30-33) prištevata delnice (*stocks*), državne vrednostne papirje (*government securities*), zvezne in lokalne državne obveznice (*state and local government bonds*), obveznice podjetij (*corporate bonds*), hipoteke (*mortgages*). Mishkin k temu dodaja še potrošniška in bančna komercialna posojila, s katerimi se prav tako trguje na sekundarnem trgu. K finančnim trgom štejemo tudi t.i. izvedene finančne instrumente, kot so finančne terminske pogodbe (*futures*), valutni terminski posli (*forwards*), opcije (*options*) in zamenjave (*swaps*). Ribnikar (1995, str. 39) opozarja, da k finančnemu trgu sodijo le tisti izvedeni finančni instrumenti, ki se glasijo na finančno premoženje ali na kakšen finančni kazalnik (obrestno mero, borzni indeks, devizni tečaj).

Tabela 1 prikazuje tržno kapitalizacijo obvezniškega in delniškega trga v razmerju z bruto domačim proizvodom (BDP) po posameznih državah v letu 1997. Kot je mogoče ugotoviti, se to razmerje med izbranimi državami zelo razlikuje. Največjo tržno kapitalizacijo delniškega trga v primerjavi z BDP je v tem letu imela Velika Britanija, najmanjšo pa Nemčija. Na trgu obveznic so najvišje razmerje dosegle Združene države Amerike in najnižje Velika Britanija. Približno enako uporabo obveznic in delnic je mogoče opaziti v ZDA in Franciji, v ostalih treh državah pa eden od teh dveh finančnih instrumentov močno prevladuje.

Tabela 1: Tržna kapitalizacija trga obveznic in delnic kot delež BDP v letu 1997

<i>Država</i>	<i>Trg obveznic (% GDP)</i>	<i>Delniški trg (% GDP)</i>
Velika Britanija	35	155
Nemčija	81	39
Francija	42	42
Japonska	90	48
ZDA	117	129

Vir: Haslam C., Neale A., Johal S.: *Economics in a Business Context*, Third edition, London: Business Press, 2000, str. 59

1.2.2. Finančne institucije

Med posojevalce (varčevalce) in izposojevalce (potrošnike) se pogosto vrivajo finančne institucije, ki pomagajo prenašati sredstva od enih k drugim. Finančne institucije so podjetja, ki se ukvarjajo s finančnimi posli v najširšem smislu prodajajo finančne oblike in/ali storitve (Ribnikar, 1996b, str. 43). Od nefinančnih podjetij se razlikujejo po tem, da imajo med aktivo svoje premoženjske bilance predvsem finančno premoženje, med pasivo pa dolgove. Kot smo že omenili, finančne institucije običajno delimo na finančne posrednike in na druge ali agentske finančne institucije.

Finančni posrednik svojo posredniško vlogo opravlja tako, da si sredstva izposodi od posojevalca in jih nato posodi izposojevalcu (Mishkin, 1997, str. 33). Sredstva se od končnih kreditodajalcev h končnim kreditojemalcem tako pretakajo prek njihove premoženjske bilance. Kot ugotavlja Ribnikar (1996, str. 43), finančni posredniki svojim upnikom dajejo drugačna, zelena finančna aktiva, kot so tista, ki jih kupujejo. Obseg njihovega finančnega posredništva se zato kaže prek velikosti njihove premoženjske bilance. Finančni posredniki predstavljajo drugi tok v finančnem sistemu, torej posredne finance. Zysman (1987, str. 59) opozarja, da je pomembno razlikovati še med bančnimi in nebančnimi finančnimi institucijami, ločujejo se namreč po tem, da prve ustvarjajo denar, druge pa ne.

Najpomembnejši in tudi najstarejši finančni posredniki so običajno banke, vendar že dolgo ne več edini. Saunders (2000, str. 3-18) loči depozitarne institucije (komercialne banke, hranilnice

in posojilnice, kreditna združenja), zavarovalnice, pokojninske sklade, vzajemne sklade in finančne družbe. Mishkin (1997, str. 38) pa posrednike deli na:

- ◆ depozitarne institucije (komercialne banke, hranilnice in posojilnice, vzajemne varčevalne banke, kreditna združenja)
- ◆ pogodbene varčevalne institucije (življenjske zavarovalnice, požarne in premoženjske zavarovalnice, pokojninski skladi)
- ◆ investicijske posrednike (finančne družbe, vzajemni skladi, vzajemni skladi denarnega trga).

V tabeli 2 prikazujemo podrobnejšo delitev teh institucij in oblike njihovih primarnih obveznosti in terjatev.

Tabela 2: Oblike obveznosti in terjatev finančnih posrednikov

FINANČNI POSREDNIK	PRIMARNE OBVEZNOSTI (VIRI SREDSTEV)	PRIMARNE TERJATVE (PORABA SREDSTEV)
Depozitarne institucije		
Komercialne banke	depoziti	poslovna in potrošniška posojila, hipoteke, državni vrednostni papirji in občinske obveznice
Hranilnice in posojilnice	depoziti	hipoteke
Vzajemne varčevalne banke	depoziti	hipoteke
Kreditna združenja	depoziti	potrošniška posojila
Pogodbene varčevalne institucije		
Življenjske zavarovalnice	premije iz polic	obveznice podjetij in hipotek
Požarne in premoženjske zavarovalnice	premije iz polic	občinske obveznice, obveznice in delnice podjetij, državni vrednostni papirji
Pokojninski skladi, vladni pokojninski skladi	prispevki zaposlenih in delodajalcev	obveznice in delnice podjetij
Investicijski posredniki		
Finančne družbe	komercialni papirji, delnice, obveznice	potrošniška in poslovna posojila
Vzajemni skladi	delnice	delnice, obveznice
Denarni vzajemni skladi	delnice	instrumenti denarnega trga

Vir: Mishkin, F.S.: The Economics of Money, Banking and Financial Markets, Harper Collins, 1997, 5th ed., str. 38

Druge ali agentske finančne institucije, kot so borzno posredniške hiše in investicijske banke, se od finančnih posrednikov razlikujejo po tem, da obseg njihovega posredništva ni viden iz premoženjske bilance. Te institucije namreč poslujejo v imenu ali za račun drugih (Ribnikar, 1996b, str. 44). Njihova naloga je, da posojilodajalcem in posojilojemalcem omogočajo, da se najdejo. Sredstva se nato med viri in uporabniki sredstev pretakajo neposredno, zato ta tok, kot meni Ribnikar (1996b, str. 44), štejemo k neposrednim financam. Pomen teh agentskih institucij so predvsem informacije, ki jih imajo. Sicer pa njihove dejavnosti vključujejo vpisovanje novih izdaj vrednostnih papirjev, ukvarjanje s temi papirji, zagotavljanje posredniških storitev, opravljanje raziskav o izdajateljih, trgih in makroekonomskem razvoju

ter ponujanje storitev upravljanja s tveganji izdajateljem in vlagateljem (Story, Walter, 1997, str. 118).

Z razvojem finančnega posredovanja v škodo komercialnih bank tržne deleže vse bolj pridobivajo drugi finančni posredniki. Banke so, da bi postale konkurenčnejše, svoje dejavnosti postopno začele širiti na druga področja finančnega posredništva, kakršno je zavarovalništvo, izdajanje vrednostnih papirjev. V večini držav se je razvila t.i. univerzalna banka (*universal bank*), ki ni več zgolj depozitarna institucija, ampak ponuja tudi storitve povezane z vrednostnimi papirji, zavarovalniške storitve, hipotekarno bančništvo ipd.⁴

"Finančne institucije se s časom spreminjajo" (Crane et al, 1995, str. 3), njihova razvitost pa se med državami razlikuje in je v veliki meri odvisna od gospodarske razvitosti države. "Institucije finančnega sistema so nekakšna finančna infrastruktura razvoja. Njihova razvitost in učinkovitost je bistvena za dobro delovanje gospodarstva" (Senjur, 1995, str. 10).

1.2.3. Inovacijska spirala

Razvoj finančnega sistema bi lahko opisali tudi kot *inovacijsko spiralo*, v kateri organizirani trgi in posredniki med sabo v statičnem smislu tekmujejo, v dinamičnem pa se dopolnjujejo (Crane et al, 1995, str. 20). Razvoj likvidnih trgov za denarne instrumente, kakršni so komercialni papirji, je denimo denarnim vzajemnim skladom omogočil, da lahko z bankami in hranilnicami tekmujejo za prihranke gospodinjstev. "Finančni posredniki spodbujajo rast trgov z oblikovanjem novih produktov, ki tvorijo osnovo za nove trge, in s povečevanjem obsega trgovanja na obstoječih trgih. V zameno trgi z zniževanjem proizvodnih stroškov teh izdelkov pomagajo posrednikom pri razvoju novih izdelkov za stranke" (Crane et al, 1995, str. 22). Trgi in posredniki se torej kljub temu, da so tekmeči, tudi dopolnjujejo.

1.3. PROCES FINANČNEGA POSREDOVANJA

Kot smo ugotovili, pretakanje sredstev od končnih posojilodajalcev h končnim posojilojemalcem vključuje različne načine finančnega posredovanja oziroma sklepanja pogodb med subjekti, ki so vključeni v finančne transakcije, vendar je pri proučevanju toka sredstev med različnimi sektorji nacionalnega ali mednarodnega gospodarstva treba upoštevati tudi dejavnike okolja in predpisov ter potrebne storitve finančne infrastrukture, kot so informacijska in transakcijska infrastruktura. Ob tem so pomembne tudi stroškovne prednosti ali zmogljivosti, ki so potrebne za dodajanje vrednosti in doseganje dobička iz treh primarnih medsektorskih povezav: finančno posredništvo, investicijsko bančništvo in posredovanje vrednostnih papirjev ter različne oblike neposrednih povezav med posojevalci in izposojevalci

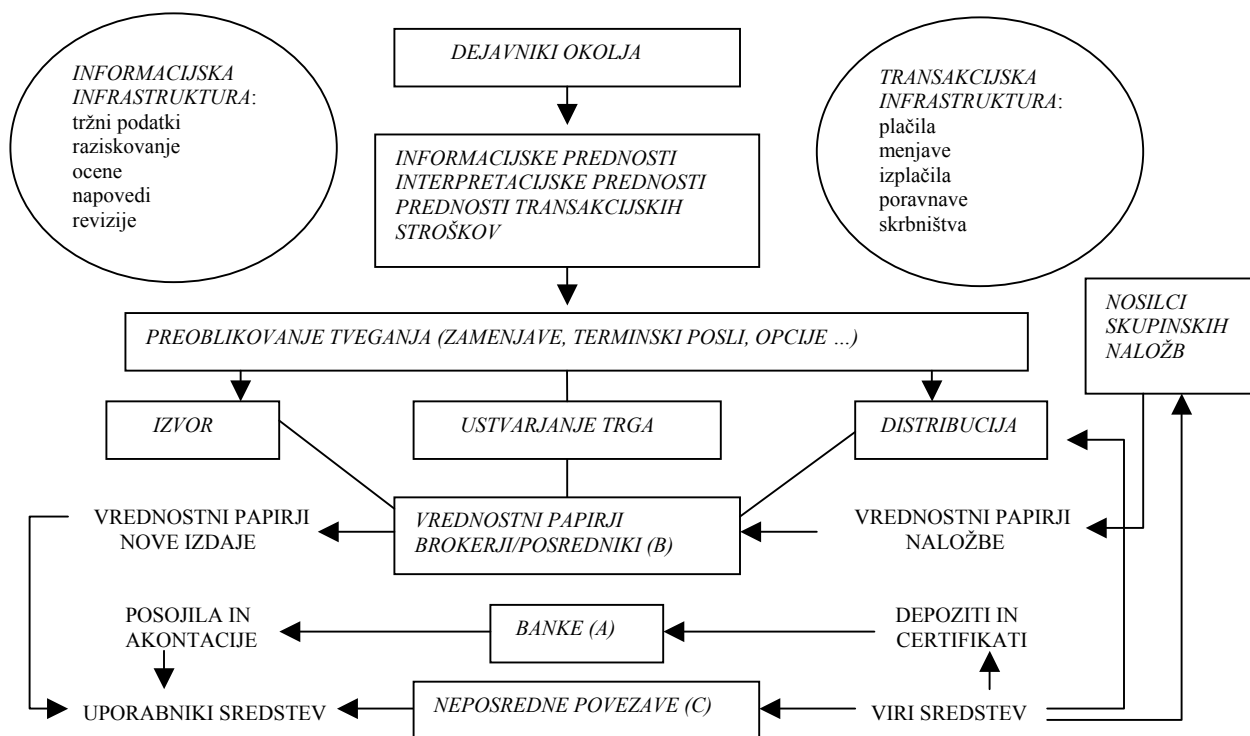
⁴ Organizacijske strukture univerzalnih bank po svetu so različne, od holdinške do popolnoma integrirane. Glej npr. Story, Walter, (1997, str. 123).

(Story, Walter, 1997, str. 108). Dinamiko pretakanja finančnih sredstev med različnimi sektorji prikazujemo v *sliki 2*.

Viri sredstev za finančne posrednike so gospodinjstva (odložena poraba ali prihranki), podjetja (zadržani dobički ali prihranki) in vladni sektor (proračunski presežki in zunanje rezerve za povečevanje rasti) (Story, Walter, 1997, str. 108). Mishkin (glej *sliko 1*) kot poseben segment obravnava še tujce⁵.

Pri načinu finančnega posredovanja (tok A) so prihranki v obliki depozitov ali drugih terjatev, ki jih izdajo finančni posredniki. Ti nato ta sredstva uporabijo za nakup domačega in mednarodnega premoženja nefinančnih institucij ali fizičnih oseb. Tok B predstavlja neposredno ali posredno (prek skupinskih investicijskih mehanizmov) vlaganje prihrankov v nakup javno izdanih dolžniških ali lastniških instrumentov, ki jih izdajajo vladne in zasebne organizacije. Pri toku C pa se prihranki, zbrani v skupinskih investicijskih mehanizmih, pretakajo neposredno h kreditorejalcu prek različnih oblik zasebnih ponudb vrednostnih papirjev in drugih neposrednih prodajnih mehanizmov.

Slika 2: Dinamika finančnega posredovanja



Vir: prirejeno po Story J., Walter I.: The Political economy of financial integration in Europe, first ed., Manchester: Manchester University Press, 1997, str. 109

⁵ Mi se ob tem sektorju ne bomo posebej ustavljali ne na strani varčevalcev ne na strani investorjev. Delno zato, ker nas zanima predvsem učinkovit pretok kapitala znotraj gospodarstva, predvsem pa zato, ker lahko tudi tujce uvrstimo med prve tri sektorje.

Končni porabniki sredstev so, kot ugotavlja Walter (1992, str. 3), isti trije segmenti gospodarstva – gospodinjstva, podjetja in vlada. Mishkin tudi tukaj kot posebno kategorijo obravnava tujce. Potrošniki lahko svoje nakupe financirajo z bančnimi posojili ali s posojili, zavarovanimi s premoženjem. Podjetja si lahko sredstva sposojajo od bank prek različnih posojil ali prek prodaje dolžniških finančnih instrumentov. V nasprotju s posamezniki imajo izposojevalci, kot so podjetja in vlade, možnost zasebnega izdajanja svojih obveznosti prek institucionalnih investitorjev, s čimer zaobidejo kreditne institucije in javne trge dolžniških in lastniških instrumentov (Story, Walter, 1997, str. 110).

Story in Walter (1997, str. 112-114) ločujeta dve učinkovitosti procesa finančnega posredovanja:

- ◆ *statična učinkovitost* – povprečna tehtana razlika med stopnjo donosa za končnega varčevalca in stroški financiranja za končnega uporabnika sredstev. Ta razlika kaže stroške določenega načina financiranja. Značilnost statično neučinkovitega financiranja je velik razmik (*spread*) zaradi previsokih fiksnih stroškov, velikih izgub, vstopnih ovir ipd., kar prizadene tako porabnike finančnih storitev kot posrednike in alokacijo kapitala v gospodarstvu.
- ◆ *dinamična učinkovitost* – ta se kaže skozi inovacijsko stopnjo finančnih proizvodov in procesov. Inovacija proizvodov običajno vključuje oblikovanje novih finančnih instrumentov in možnost ponavljanja nekaterih instrumentov z združevanjem obstoječih. Inovacija procesov pa se nanaša na oblikovanje pogodb, načine obračunavanja, poravnave in trgovanja, tehnike za učinkovito izračunavanje marž, ipd. Dinamična učinkovitost vpliva na porabnike, posrednike, alokacijo kapitala, inovacije in gospodarsko rast. Coates in soavtorji (1995, str. 22-26) menijo, da se bo tekmovalnost pri oblikovanju novih finančnih proizvodov in storitev še zaostрила in da se bodo finančne institucije vse bolj usmerjale na oblikovanje individualnih rešitev za svoje stranke.

Obe učinkovitosti sta zelo pomembni z vidika nacionalne in globalne alokacije virov, ne samo znotraj industrije finančnih storitev, ampak tudi za uporabnike finančnih storitev (Walter, 1992, str. 7). Ker lahko finančne storitve obravnavamo kot vložek v proizvodnem procesu, sta nacionalni proizvod in dohodek po Walterju (1992, str. 7) neposredno ali posredno odvisna od statične in dinamične učinkovitosti finančnega sistema. *Zaostal* sektor finančnih storitev lahko zato po avtorjevem mnenju predstavlja resno oviro za realno gospodarsko rast.

1.4. POMEN SODOBNE FINANČNE INFRASTRUKTURE

Za končne varčevalce in vlagatelje v procesu financiranja je, kot ugotavljata Story in Walter (1997, str. 111), pomembno predvsem troje: donosnost, varnost in likvidnost naložbe. Končni uporabniki sredstev po njunem mnenju pri svojem odločanju upoštevajo stroške financiranja, transakcijske stroške, fleksibilnost in likvidnost.

Finančne institucije tako varčevalcem kot porabnikom sredstev pomagajo dosegati omenjene cilje in s tem prispevajo k učinkovitejši alokaciji sredstev v gospodarstvu. Saunders (2000, str. 86) med ključne prednosti posrednih financ šteje lažji izbor kreditojemalca in nadzor nad njim, kar zmanjšuje tako problem nepravilne izbire (*adverse selection*) kot problema moralnega tveganja (*moral hazard*). Do obeh problemov prihaja zaradi asimetričnosti informacij, kar pomeni, da ima ena stran premalo informacij o drugi strani, ki je prav tako vpletena v transakcijo. "Napačna izbira je problem asimetričnosti informacij, ki se zgodi pred transakcijo" (Mishkin, 1997, str. 211). Slabi kreditojemalci oziroma porabniki sredstev si namreč najbolj prizadevajo prodati vrednostne papirje, še posebej če vedo, da jih ne bodo mogli odplačati. Nepravilna izbira povečuje možnost, da bo varčevalec sklenil slab kredit, zato se lahko varčevalec odloči, da sredstev ne bo posojal, tudi če gre za dobrega kreditojemalca (Mishkin, 1997, str. 211). Problem moralnega tveganja se pojavi po transakciji. Kreditodajalec prevzame tveganje, da se bo kreditojemalec zapletel v slabe posle, ki bi zmanjšale njegovo sposobnost poplačila obveznosti (Mishkin, 1997, str. 211). Finančni posredniki tako po Saundersu (2000, str. 87) prispevajo tudi k zmanjšanju informacijskih stroškov.

Njihova naslednja pomembna lastnost je zmanjševanje transakcijskih stroškov. Posredniki združujejo sredstva več vlagateljev in tako izkoriščajo ekonomijo obsega – "redukcija transakcijskih stroškov na dolar naložbe z velikostjo transakcije narašča" (Mishkin, 1997, str. 210). Ob tem se posredniki specializirajo na zniževanje stroškov, denimo z razvojem računalniškega sistema. Posredniki prispevajo k odpravljanju različnih interesov glede likvidnosti. Dolžniki si namreč želijo dolgoročnih sredstev, interes upnikov pa je kratkoročno posojanje, saj želijo biti likvidni. Posredniki s transformacijo ročnosti sredstev ta razkorak odpravljajo. Saunders (2000, str. 87-91) med pomembne dejavnosti posrednikov šteje še zmanjševanje cenovnega tveganja, prenos monetarne politike, alokacijo kreditov, časovno posredovanje, plačilni promet in zagotavljanje deljivosti.

Infrastrukturne storitve finančnih trgov opravljajo ključno nalogo v sodobni ekonomiji, saj z učinkovitim in prilagodljivim informacijskim, trgovalnim, plačilnim in skrbniškim sistemom zagotovo povečujejo razpoložljivost tveganega kapitala in znižujejo njegove stroške (Walter, Story, 1997, str. 116). Vlagatelj namreč zagotavljajo visoko stopnjo diverzifikacije portfelja in možnosti realokacije premoženja, pa tudi večjo likvidnost, kar pomeni, da bo vlagatelj bolj voljan investirati, kot če bi to počel sam in bi se bal tveganja in nelikvidnosti.

Zaradi svoje vloge in načina delovanja je finančni sistem v razvitih državah eden od najbolj nadzorovanih sektorjev. Kot ugotavlja Mishkin (1997, str. 42), vlade finančne trge nadzorujejo iz treh razlogov: da bi bilo vlagatelj na voljo več informacij, da bi zagotovile zdrav finančni sistem in da bi izboljšale nadzor nad monetarno politiko. Saunders (2000, str. 93) pa meni, da je nadzor nujen zaradi negativnih eksternalij v primeru propada finančnih posrednikov, ker finančno posredništvo temelji na zaupanju, in zaradi morebitne diskriminacije komitentov.

Asimetričnost informacij na finančnih trgih lahko, kot smo že pojasnili, privede do problema napačne izbire ali problema moralnega tveganja, kar zmanjšuje učinkovitost finančnega sistema. Vlada lahko z nadzorom zmanjša omenjena problema in poveča učinkovitost sistema s povečanjem dostopnosti informacij za vlagatelje. To vključuje tudi preprečevanje zlorabljanja notranjih informacij. Asimetričnost informacij lahko prav tako povzroči propad finančnih posrednikov, če pride do t.i. pojava finančne panike. Ker varčevalci niso sposobni oceniti, ali so finančni posredniki zdravi ali ne, lahko ob morebitnem dvomu dvignejo sredstva tako iz zdravih kot nezdravih posrednikov (Mishkin, 1997, str. 43). To lahko vodi v propad posrednikov. Tako lahko propad bank uniči prihranke gospodinjstev in sočasno omeji dostop podjetij do posojil (Saunders, 2000, str. 93). Možen izid finančne panike torej povzroča izgube javnosti in povzroča škodo gospodarstvu. Seveda je treba na tem mestu opozoriti, da lahko zaradi medsebojne povezanosti realnega in finančnega sektorja pride do reakcije v nasprotni smeri. Večji del realnega sektorja lahko na primer zaide v težave in zato ne more odplačevati bančnih dolgov. V bankah se zaradi slabih posojil pojavijo izgube, zaradi česar lahko celo propadejo. Da bi preprečile pojav finančne panike, so vlade sprejele različne oblike nadzora. Med ukrepe ameriške vlade na primer sodijo obvezne rezerve za depozitarne institucije, zahteva po razkrivanju informacij in preprečevanje trgovanja z notranjimi podatki, zavarovanje varčevalcev do določene vsote, nadzor vodenja knjig ... (Mishkin, 1997, str. 44). Saunders (2000, str. 93) govori o šestih področjih nadzora: varnosti poslovanja, denarne politike, naložbene politike, zaščite potrošnikov, zaščite vlagateljev ter izdajanja licenc in vstopa v panogo. Mrak (2002, str. 645) opozarja, da "globalizacija finančnih tokov in vse večje prepletanje dejavnosti na področjih bančništva, zavarovalništva in vrednostnih papirjev zahtevata povečano stopnjo koordinacije institucij, ki so zadolžene za nadzor". V posameznih državah je zato, kot navaja avtor, že mogoče opaziti okrepljeno sodelovanje med nadzornimi institucijami za posamezne dele finančnega sektorja, pa tudi njihovo združevanje.

1.5. PODJETJA KOT IZPOSOJEVALCI

Ker nam bo v pričujočem delu pomemben odnos med finančnim sistemom in industrijo, se bomo na kratko zadržali ob nefinančnih podjetjih. Ta lahko nastopajo kot kreditorejmalci ali kot varčevalci, vendar nas bodo zanimala predvsem v prvi vlogi.

Financiranje podjetja je ena najpomembnejših nalog tako pri nastanku kot pri kasnejšem razvoju in rasti podjetja. Podjetja oziroma podjetniki precej sredstev zagotovijo iz lastnih virov, vendar večino let potrebujejo več denarja, ki ga pridobivajo iz zunanjih virov. Podjetje se lahko financira dolžniško. V tem primeru si denar izposoja pri drugih ekonomskih subjektih, s katerimi stopa v upniško - dolžniško razmerje. Osnovne oblike dolžniškega financiranja so obveznice, terminski krediti, kratkoročni bančni krediti, zakup in obveznosti do dobaviteljev (Mramor, 1993, str. 116). Druga možnost je lastniško financiranje. Viri so lahko lastna sredstva ustanovitelja in drugih družbenikov, zadržani dobički, zaprta ali javna prodaja delnic, tvegani kapital (Žugelj et al, 2001, str. 31), vlagatelji pa s takšno naložbo dobijo pravico do lastniškega

deleža v podjetju. Glavne oblike lastniških naložb so delnice, deleži družbenikov in naložba samostojnega podjetnika (Mramor, 1993, str. 114). Podjetja lahko v postranske dolgove vstopajo tudi prek izvedenih instrumentov (Brealey, Myers, 2000, str. 389).

Med katerimi oblikami financiranja lahko gospodarski subjekti izbirajo, je močno odvisno od nacionalnega finančnega sistema (Marklew, 1995, str.180). "Za kakšen način pridobivanja zunanjih sredstev se bo podjetje odločilo, pa je odvisno od cene denarja v različnih oblikah, od tega, ali ima družba raje dolžniške finančne instrumente ali delnice, in od preferenc trga za ravnotežje med dolžniškimi in delniškimi naložbami v podjetje" (Zysman, 1987, str. 62) Pomemben dejavnik je tudi namen sredstev. Kot ugotavlja Zysman (1987, str. 62), bo podjetje za poplačilo dobaviteljev, medtem ko čaka na plačilo kupcev, najelo kratkoročno premostitveno posojilo. Za financiranje večje naložbe pa bodo zanj zanimivejši bolj dolgoročni finančni instrumenti. Vir financiranja je tako v veliki meri določen s količino sredstev, ki jih podjetje potrebuje, kdaj jih rabi in v kakšni obliki - dolžniški ali lastniški (Žugelj et al, 2001, str. 37). Pomemben dejavnik je tudi velikost podjetja. Za javno prodajo svojih delnic se običajno odločajo velika in dobro znana podjetja. Manjša podjetja, če sploh, pa svoje delnice prodajajo prek zaprtih prodaj, največkrat finančnim družbam, ki s podjetjem že sodelujejo.

Crane in drugi (1995, str. 26) ugotavljajo, da naloga, podjetij, ki ponujajo finančne storitve, ni več le zagotavljanje dodatnega kapitala za gospodarske družbe, temveč tudi obvladovanje tveganj, ki so jim te izpostavljene. Marklewjeva (1995, str. 222) ob tem poudarja, da kapital ni nevtralen. Finančna struktura podjetja in s tem povezano vladanje podjetjem sta še posebej pomembna, kadar se podjetja znajdejo v težavah oziroma razmere na trgu zahtevajo njegovo prestrukturiranje. Marklewjeva (1995, str. 180) meni, da na proces kriznega menedžmenta pomembneje vplivajo trije dejavniki: oblike financiranja, ki so na voljo, stroški teh različnih finančnih instrumentov in vpliv oziroma odnos vlagateljev do podjetja⁶. O'Rourke (2000, str. 1) poudarja, da mora biti financiranje podjetja prožno, prilagojeno vsakemu podjetju posebej, rezultate pa je treba skrbno zasledovati in ocenjevati.

Način financiranja podjetij se med državami razlikuje, spreminja pa se tudi skozi čas. Tako so sredi 80. let podjetja v ZDA na kapitalski trgih pridobila tretjino zunanjih sredstev, skoraj dve tretjini tega denarja pa so predstavljala posojila pri različnih finančnih posrednikih (Mishkin, 1997, str. 206). Konec devetdesetih delež financiranja prek kapitalskih trgov dosega že dve tretjini (Ribnikar, 2001, str. 51) zunanjih virov. "Velike korporacije se seveda zunanje financirajo v celoti mimo bank" (Ribnikar, 2001, str. 51). Spremembe so opazne tudi v Evropi. Kot navaja Ribnikar (2001, str. 51), so se evropska podjetja še pred desetimi leti skoraj v celoti financirala prek bank, v zadnjih desetih letih pa je postalo pomembno financiranje prek kapitalskih trgov, ki dosega že približno tretjino zunanjega financiranja. Podoba se nekoliko

⁶ Vlagatelj, ki financira prestrukturiranje podjetja, mora imeti vsaj eno ali več naslednjih lastnosti: potrpežljivost in pripravljenost na minimalen kratkoročen dobiček, zmožnost prevzemanja vloge vodilnega delničarja, podpiranje strategije prestrukturiranja in prilagajanja in pripravljenost zagotavljanja sredstev v kritičnih trenutkih (Marklew, 1995, str. 187).

spremeni, če opazujemo le mala in srednje velika podjetja. Ta v Evropski uniji z zadolževanjem pridobijo kar 70 odstotkov sredstev, v ZDA pa le slabo tretjino (O'Rourke, 2000, str. 1).

1.6. DELITEV FINANČNIH SISTEMOV

Finančne sisteme lahko delimo po različnih merilih - po načinu financiranja podjetij, po oblikovanju cen na trgu, glede na odnose med podjetji in finančnimi institucijami, ipd. Najpogostejša je delitev po načinu financiranja podjetij. Zysman (1987, str. 70-72) tako ločuje tri vrste finančnih sistemov: sistem, ki temelji na kapitalskih trgih, in dva sistema, ki temeljita na financiranju s krediti.

- ◆ **Na kapitalskih trgih zasnovan finančni sistem** – V takšnem sistemu se podjetja financirajo predvsem z instrumenti kapitalskega trga, torej z delnicami in obveznicami. Ti sistemi imajo dobro razvite delniške in obvezniške trge, na katerih lahko podjetja pridobivajo dolgoročna sredstva in niso odvisna od bančnih kreditov. Banke se v takšnih sistemih zato bolj specializirajo za kratkoročno kot za dolgoročno posojanje in ne vstopajo na kapitalske trge (Zysman, 1987, str. 63). Cene se na različnih trgih oblikujejo pod konkurenčnimi pogoji, zato je na voljo veliko različnih instrumentov kapitalskega in denarnega trga in veliko število specializiranih finančnih institucij. V takšnem sistemu je prva naloga centralne banke nadzor monetarnih agregatov, naj gre za ponudbo denarja ali za obrestne mere. Njena skrb za alokacijo sredstev med konkurenčnimi uporabniki je, če sploh, drugotnega pomena. Centralna banka in komercialne banke med sabo vzdržujejo nevtralen odnos. Centralna banka sicer lahko ima vlogo posojilodajalca v sili, vendar le v izjemnih primerih. Tudi odnosi med finančnimi institucijami in podjetji so praviloma nevtralni in temeljijo le na poslih prek kapitalskih trgov in ali na omejenih kratkoročnih posojilih. Ta model teži k omejevanju vpliva finančnih institucij na nefinančna podjetja in vpliva vlade na bančne kreditne posle. Hkrati po Zysmanovih ugotovitvah zmanjšuje možnosti vlade za vplivanje na kapitalske tokove. Vlada lahko namreč na finančne posle vpliva, le če je za to zakonsko pooblaščen, zato takšen poseg predstavlja tudi političen napor. V ta model finančnega sistema sodita Velika Britanija in ZDA.
- ◆ **Na kreditih zasnovan finančni sistem, z vodenimi cenami** – Podjetja se v takšen sistemu financirajo predvsem s posojili, na tržne odnose pa vpliva vladno določanje cen. Kapitalski trgi so slabo razviti, zato si podjetja večinoma izposojajo od bank in drugih kreditodajalcev. Vlada v takšnem sistemu podpira banke pri posojanju sredstev in zagotavlja ustvarjanje denarja. Hkrati vlada določa cene na pomembnih trgih. Tako po mnenju teoretikov vlada nadomešča slabosti v obstoječem zasebnem finančnem sistemu. Banke v tem sistemu lahko služijo kot ključna pot do kapitalskih trgov in lahko imajo večje lastniške ali glasovalne deleže v podjetjih. Zaradi omejenih zmožnosti sekundarnega trga izstop bank ni preprost,

finančne institucije nadzirajo vodstvo podjetja in uveljavljajo svoje glasovalne pravice. Med takšne sisteme bi lahko uvrstili francoskega.

- ◆ **Na kreditih zasnovan finančni sistem, s prevladujočimi finančnimi institucijami** – Tudi v tem sistemu se podjetja financirajo predvsem s posojili, vendar pa finančne institucije niso odvisne od države. Cene določa trg, a je gibanje cen običajno odraz koncentracije finančne moči. Država v takšnem sistemu bolj sledi agregatnim kot alokacijskim ciljem. Finančne institucije v takšnem sistemu prek svoje tržne moči pri posojanju denarja in prevladi pri dostopu do kapitalskih trgov vplivajo na posle podjetja. Omejen sekundarni trg in dolgoročnost posojil v tem sistemu silita podjetja in finančne institucije (ki tem podjetjem posojajo in so hkrati njihovi lastniki) v *intimne* odnose (Zysman, 1987, str. 64). Takšen sistem se je na primer oblikoval v Nemčiji.

1.7. FINANČNA STRUKTURA IN VLADANJE PODJETJEM

Kot opažajo nekateri teoretiki, je vloga finančnih institucij poleg učinkovite alokacije zbranih sredstev tudi izvajanje nadzora nad porabo sredstev, predvsem pri podjetjih. Walter in Story (1997, str. 136) ugotavljata, da struktura finančnega sistema prek nadzora v podjetjih pomembno vpliva na alokacijo kapitala in s tem na domačo in mednarodno gospodarsko rast. Hkrati poudarjata, da so vsi finančni sistemi tesno vpeti v politične strukture in odnose. Že znotraj EU najdemo različne oblike vladanja podjetjem (*corporate governance*), ki se razlikujejo po viru dolžniškega in lastniškega financiranja v podjetjih, po vlogi finančnih institucij in nadziranju podjetij ter po vlogi države kot ponudnika kapitala in njenem vladanju v podjetjih (Walter, Smith, 2000, str. 219). Walter in Story (1997, str. 139-144) navajata štiri različne strukture nadzora v podjetjih, ki so po našem mnenju pomembne za razumevanje odnosov med subjekti v finančnem sistemu, saj kažejo na različne vloge finančnih institucij, zato jih bomo v nadaljevanju podrobneje osvetlili .

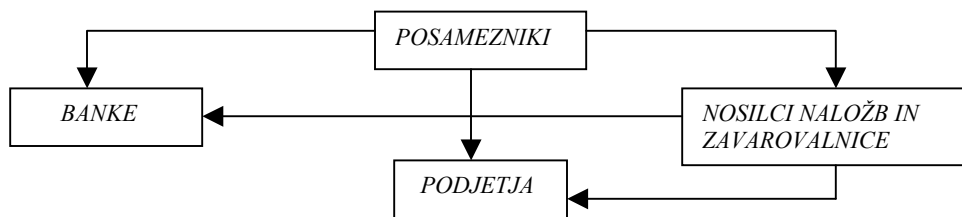
◆ **Sistem delniškega trga**

Sistem delniškega trga je značilen za anglo-ameriški trg. Posredniške naloge so običajno razdeljene med komercialne banke in druge institucije finančnega trga. Prve podjetjem zagotavljajo kratkoročno financiranje, vendar gospodarske družbe večino zunanjih sredstev pridobivajo na kapitalskih trgih. Strukturo tega sistema ponazarja slika 3.

Javnost kupuje delnice podjetij neposredno ali prek institucionalnih nosilcev, kot so skladi, ki jih upravljajo zavarovalnice, vzajemni in pokojninski skladi. Z delnicami se na trgu tudi aktivno trguje. Prestrukturiranje v podjetjih je vodeno z izkoriščanjem kontrolne premije med obstoječo tržno kapitalizacijo podjetja in tisto, ki jo vidi morebitni kupec. Bojazen pred

prevzemi spodbuja vodstvo podjetja, da deluje v interesu delničarjev. Nadzor v tem sistemu je torej zunanji.

Slika 3: Sistem delniškega trga



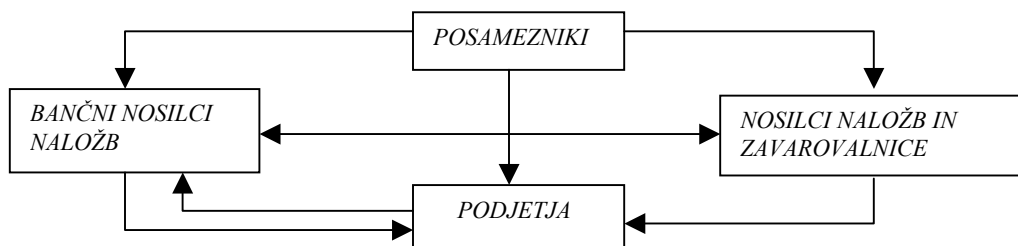
Vir : Story J., Walter I.: The Political economy of financial integration in Europe, Manchester: Manchester University Press, 1997, first ed., str. 139

Takšen sistem, ki predvideva svobodne trge, naj bi veljal za najbolj demokratičnega. Če finančni trgi svobodno alocirajo prihranke k najbolj učinkovitim in ne k najbolj politično vplivnim uporabnikom kapitala, potem naj bi bili donosi varčevalcev višji. Naloga države v takšnem sistemu je zagotoviti nadzor in zakonsko podlago, v okviru katere lahko odprti kapitalski trgi delujejo. Štiblar (2001, str. 30) navaja La Porta in sodelavce, ki ugotavljajo, da je v zadnjem desetletju v razpravah o vladanju podjetjem opazno vsiljevanje anglo-ameriškega modela, po katerem je prava rešitev pravna zaščita malih delničarjev, kar omogoča razvoj kapitalskega trga in njegovo likvidnost. Kot menijo, se je takšen način eksternega financiranja zaradi hitrejše gospodarske rasti anglosaških držav, predvsem ZDA, v primerjavi z drugimi državami izkazal za superiornega.

◆ Bančni sistem

Banke so v takšnem sistemu že tradicionalno imele možnost sprejemanja depozitov, dodeljevanja posojil podjetjem in izdajanja vrednostnih papirjev na kapitalskih trgih. Za svoje stranke zato opravljajo tako naloge komercialnega in kot tudi investicijskega bančništva (Walter, Story, 1997, str. 141). Banke ali investicijske družbe, ki jih upravljajo banke oziroma so te njihovi lastniki, imajo v nefinančnih podjetjih pomembne lastniške deleže. Banke na ta način aktivno nadzorujejo vodenje podjetij, kar vključuje tudi udeležbo v nadzornih svetih in uporabo notranjih informacij. Nadzor v takšnem sistemu naj bi bil zato notranji. Posamezniki so lastniki tako podjetij kot bank, vendar pogosto svoje glasovalne pravice odstopijo bankam, saj menijo, da lahko banke boljše odločajo o poslovanju podjetja. Navedene odnose ponazarja tudi *slika 4*.

Slika 4: Bančni sistem



Vir : Story J., Walter I.: The Political economy of financial integration in Europe, Manchester: Manchester University Press, 1997, first ed., str. 139

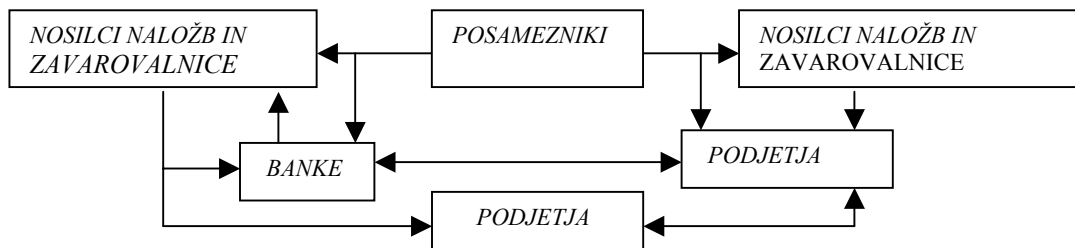
Trg delnic in obveznic podjetij je v takšnem sistemu običajno slabo razvit, vlagatelji pa imajo razmeroma veliko javnih obveznic. Tudi delež delnic, ki so prosto dosegljive na trgu je majhen, zato so delniški trgi pogosto plitvi in volatilni (Walter, Story, 1997, str. 141).

Zakonski okvir tako regulatorjem kot borznim posrednikom omogoča prilagajanje spreminjajočim se okoliščinam in tržnim procesom. Centralna banka sicer prvotno skrbi za devizni tečaj, hkrati pa v veliki meri upravlja finančni sistem - z določanjem obveznih rezerv bank, z zahtevo po kritjih in kapitalskih rezervah finančnih institucij ter z določanjem omejitev na kreditno tveganje. Čeprav banke v tem sistemu opravljajo kar nekaj nalog, ki jih sicer lahko opravljajo kapitalski trgi, pa te vloge ne izvajajo same, temveč jo delijo z institucijami, kot so sindikati, lokalni in vladni uradniki ali menedžerji... Primer bančnega sistema najdemo v Nemčiji in nekaterih drugih germanskih državah.

◆ **Bančno - industrijski navzkrižni sistem**

Bančno - industrijski navzkrižni sistem temelji na tesnem sodelovanju med vladno birokracijo, menedžerji v podjetjih in političnimi strankami, njihov skupni cilj pa je doseganje hitre gospodarske rasti (Story, Walter, 1997, str. 142). Podjetja, ki se razvijajo v takšnem sistemu, iščejo stabilne in potrpežljive lastnike. Tako imajo za lastnike raje podjetja kot banke, saj naj bi ta boljše njihove težave razumela bolje od bank, ki naj bi si predvsem želele prihodkov.

Slika 5: Bančno - industrijski navzkrižni sistem



Vir : Story J., Walter I.: The Political economy of financial integration in Europe, Manchester: Manchester

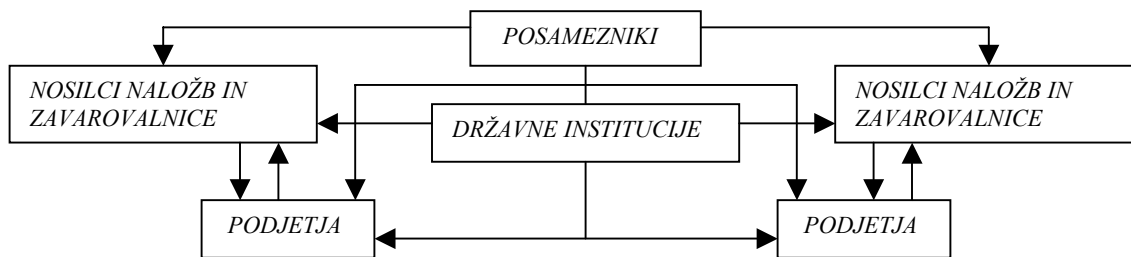
Najznačilnejši predstavnik bančno - industrijskega navzkrižnega sistema je Japonska, kjer imajo nefinančne družbe in banke druge v drugi pomembne lastniške deleže in sedeže v nadzornih svetih. Ta prepletenost je razvidna tudi na *sliki 5*. Ključen paradoks takšnih sistemov je, da se poskušajo izogniti tujemu lastništvu in vstopu tujcev na domači trg, medtem ko sami zahtevajo prost dostop do tujih trgov in premoženja v drugih državah (Story, Walter, 1997, str. 142).

◆ Državno voden sistem finančnih trgov

V državno vodenem finančnem sistemu depozitarne institucije usmerijo presežek sredstev na kapitalske trge, kjer jih prevzamejo javne institucije, ki jih nato preusmerijo v posamezne industrije, gospodarstva, kmetijstvo, jedrsko energijo... (Story, Walter, 1997, str. 143). Javni uslužbenci v takšnem sistemu običajno uživajo precejšen ugled, vendar pa zaradi omejenih zmogljivosti (število osebja, časovna omejenost) v prerazporeditvi sredstev povzročajo zastoj. Hkrati zaradi večjega političnega vpliva in lobističnih sposobnosti denar v takšnem sistemu dobijo predvsem velika podjetja, medtem ko so manjša in srednja podjetja potisnjena ob stran.

Država nima ključne vloge le pri razporejanju denarja, ampak nadzoruje tudi vodenje podjetij – javnih in zasebnih (Story, Walter, 1997, str. 143). Povezave med subjekti sistema prikazuje slika 6. Državno voden sistem finančnih trgov se je po drugi svetovni vojni oblikoval v Franciji.

Slika 6: Državno voden sistem



Vir : Story J., Walter I.: The Political economy of financial integration in Europe, Manchester: Manchester University Press, 1997, first ed., str. 139

1.8. NACIONALNI FINANČNI SISTEMI V PRIHODNOSTI

Finančni sistem se od države do države razlikuje. Kot smo videli, se te razlike nanašajo predvsem na način nadzora, vladanje v podjetjih in na odnose med bankami oziroma

institucionalnimi vlagatelji in industrijo ter na vlogo države. Optimalnega modela finančnega sistema, ki bi omogočal najučinkovitejše razporejanje kapitala in bi ga lahko po tekočem traku uvajale vse države, ni. Po našem vedenju prav tako ne obstajajo empirične ocene, ki bi primerjale dosežke različnih modelov odnosov med vlado, industrijo in finančnim sektorjem. Kot ugotavljajo teoretiki, bi bilo izračunavanje takšnih ocen zaradi kompleksnosti modelov zelo težavno. Prav tako se tudi finančni sistemi nenehno spreminjajo. Ob tem se ob vse večji vpetosti držav v mednarodne finančne tokove seveda upravičeno poraja vprašanje o pomenu nacionalnih finančnih sistemov v prihodnosti.

Z globalizacijo podjetja niso več odvisna le od nacionalnega finančnega sistema in domačih virov. Prednosti, ki so izhajale iz določene lokacije ali predpisov in so bile na voljo le nekaterim finančnim institucijam, se bodo zmanjšale, saj bo vse več družb sposobnih ponuditi široko ponudbo finančnih produktov in tako servisirati širše geografsko omočje (Crane et al, 1995, str. 26). Velike gospodarske družbe se povsod po svetu srečujejo z rastočimi globalnimi finančnimi trgi, kar prinaša tako nove priložnosti kot izzive (Marklew, 1994, str. 214). Mrak (2002, str. 561) ugotavlja, da se je v devetdesetih letih zelo povečal tudi obseg kapitalskih tokov v manj razvite države⁷. A mednarodni finančni trgi so dostopni predvsem velikim korporacijam, medtem ko so majhna in srednja podjetja še vedno zelo odvisna od domačih virov.

Z globalizacijo in internacionalizacijo poslov sistem financiranja in zavarovanja mednarodnih poslov postaja še pomembnejši. Podjetja bodo tako morala vse bolj uporabljati tehnike in instrumente celovitega upravljanja s tveganji ter jih v večji meri prenašati na specializirane finančne institucije. Te bodo zato morale ponujati veliko izbiro bančnih in zavarovalniških produktov. Ob tem se tehnološki napredek tudi na področju finančnih storitev pojavlja kot pomemben spodbujevalec strukturnih sprememb in dejavnik konkurenčnosti. Finančne institucije, ki se bodo želele vključiti v mednarodne kapitalske tokove, bodo morale temu razvoju slediti.

Podatki kažejo, da tudi v tradicionalno bančnih finančnih sistemih postaja priljubljeno financiranje prek kapitalskih trgov. "Širjenje organiziranih trgov, zniževanje transakcijskih stroškov in nenehno izboljševanje komunikacijskih procesov in telekomunikacijske tehnologije bodo vse več podjetjem omogočili, da bi služila nalogam finančnih storitev. Isti faktorji bodo izboljšali tudi pogoje za širjenje financiranja prek lastniškega kapitala" (Crane et al, 1995, str. 25). Takšna gibanja je opaziti celo v razvijajočih se državah. Štiblar (2001, str. 30) opaža, da globalizacijske tendence tudi na področju vladanja in upravljanja s podjetji zagovarjajo širjenje ameriškega modela, ki za osnovni cilj postavlja povečevanje enote premoženja delničarjev. Tako kljub nasprotovanju nekaterih teoretikov, ki menijo, da bo to le še poglobilo neenakopravnost v svetu, tudi druge (evropske) države v vse bolj zapuščajo tradicionalne

⁷ Po podatkih, ki jih navaja Mrak (2002, str. 561), so v letu 1991 zasebni viri predstavljali približno 50 odstotkov leta 1998 pa že več kot 80 odstotkov neto toka kapitala v manj razvite države.

rešitve vladanja podjetjem in prevzemajo ameriški model (Štiblar, 2001, str. 30). Vendar pa po mnenju teoretikov ni pričakovati, da bi se vsi nacionalni sistemi poenotili z anglo-ameriškim modelom. "Čeprav se nacionalne razlike z internacionalizacijo kapitala zmanjšujejo, nemški kreditni trg še vedno deluje drugače od britanskega ali ameriškega ter drugačne od dolžniških trgov v Franciji in Japonski" (Marklew, 1994, str. 213).

Tabela 3: Lastništvo delnic v letu 1995 (v % od vseh izdanih delnic)

<i>Lastniki delnic</i>	<i>ZDA</i>	<i>Velika Britanija</i>	<i>Japonska</i>	<i>Francija</i>	<i>Nemčija</i>
Posamezniki	36,4	29,6	22,2	19,4	14,6
Finančne institucije	44,4	52,4	35,8	8,0	42,1
Nefinančne družbe	15,0	4,1	31,2	58,0	30,3
Država	0,0	0,2	0,5	3,4	4,3
Tujci	4,2	13,7	10,3	11,2	8,7

Vir: Ribnikar I.: Lastniki bank (v EU in Sloveniji), BV, št. 12, 2001, str. 50

Iz podatkov o lastništvu delnic (glej *tabelo 3*) lahko razberemo, da med državami še vedno ostajajo precejšnje razlike. Marklewjeva (1994, str. 190) meni, da kljub globalnemu in štiridvajseturnemu trgovanju in investiranju, delniški kapital še ohranja nacionalne značilnosti. Vzrok naj bi bil v različnih knjigovodskih postopkih, obdavčitvah, zakonih o razkrivanju informacij in omejitvah pri nakupu tujih delnic. Walter in Smith (2000, str. 220) celo napovedujeta, da je v odnosih med industrijo in finančnim sistemom postopno pričakovati konvergenco med anglo-ameriškim in nemško-japonskim modelom. Izidi takšne konvergence so po njunem mnenju lahko različni. Nemčija, denimo, bi se lahko oddaljila od bančnega sistema in se usmerila v sistem, zasnovan na kapitalstkih trgih. "Velika podjetja bi se lahko hitro premaknila v model, zasnovan na kapitalstkih trgih, in s tem spremenila naravo in način financiranja ter vladanja v nemški podjetniški skupnosti, čeprav bi za mala in srednja podjetja še vedno veljal bančni sistem" (Walter, Smith, 2000, str. 220). Podobno razmišlja Marklewjeva. Meni (1994, str. 223), da bo Deutsche Bank mogoče izgubila nekaj svojega znamenitega nagnjenja imeti v lasti velike lastniške deleže svojih industrijskih strank. Na drugi strani pa bo oblikovanje enotnega trga EU za dobrine, storitve in kapital morebiti britanskim podjetjem omogočilo dostop do vlagateljev, ki se po svojem odnosu precej razlikujejo od investitorjev na mednarodni londonski borzi. Podobne so napovedi za Francijo, za katero se omenja tudi možnost razvoja v smeri japonskega sistema, medtem ko za anglo-ameriški sistem analitiki dopuščajo možnost premika proti bančnem sistemu. Oblasti v ZDA in Veliki Britaniji so že odpravile nekatere omejitve bančnih dejavnosti in jim tako dovolile, da igrajo večjo vlogo pri prestrukturiranju podjetij in izkoriščajo prednosti, ki jih imajo kot posojevalci (Story, Walter, 1997, str. 158). Kako hitro in kako sploh se bodo nacionalni finančni sistemi spreminjali, pa bo odvisno od nacionalnih vlad in odzivov največjih podjetij (Marklew, 1994, str. 224).

Pri tem je še posebej zanimiva usoda nacionalnih finančnih sistemov v državah EU. Te so na začetku devetdesetih let dokončno odpravile vse omejitve na kapitalstke tokove, leta 1999 pa je

enajst (kasneje se jim je pridružila še ena država) članic oblikovalo še monetarno unijo s skupno valuto evro. Na poenotenje ali vsaj približevanje posameznih delov finančnih sistemov evropskih držav vplivajo tudi evropske direktive, ki, denimo, uvajajo tip univerzalnega bančništva, skupna merila za poslovanje investicijskih družb ... Story in Walter (1997, str. 315) menita, da bodo finančni sistemi v EU vsaj srednjeročno ostali različni, vendar dinamični, saj se bodo morali odzivati na podobne spremembe na trgu in v družbi, kakršna je na primer staranje prebivalstva. "Bolj verjetno je, da se bodo v prihajajočih desetletjih finančni sistemi in praksa v podjetjih zblíževali zaradi pritiska konkurence na svetovnih trgih in prek implementacije zakonodaje evropskega finančnega področja.⁸ To dolgotrajno zblíževanje bo verjetno zelo turbulentno, ob domnevi, da bo socialna politika EU nacionalna in ne nadnacionalna" (Story, Walter, 1997, str. 314).

Čeprav se na prvi pogled morebiti zdi, da z internacionalizacijo kapitalskih trgov pomen nacionalnih finančnih sistemov slabi, pa izkušnje kažejo, da je ravno zaradi vse večje liberalizacije kapitalskih tokov trdnost domačega finančnega sistema nujna za uspešno vključevanje v te tokove. "Izkušnje zadnjega desetletja so nedvomno pokazale, da šibki finančni sistemi v manj razvitih državah, povezani z liberalizacijo mednarodnih tokov kapitala, ustvarjajo kombinacijo dejavnikov, ki je pogosto odločilno prispevala k izbruhu finančnih kriz v teh državah" (Mrak, 2002, str. 644). Finančne krize sredi devetdesetih so na primer najbolj prizadele države s šibkim finančnim sistemom, kot so Mehika, Rusija, Tajsko, Koreja, Brazilija.⁹ Ob tem Marklewjeva (1995, str. 214) meni, da sta v devetdesetih letih nacionalni finančni sistem in sistem vladanja podjetjem za evropska podjetja postala posebej pomembna, ne le zaradi kriz, v katere so zašle nekatere industrije, in vse večjih konkurenčnih pritiskov, temveč tudi zato, ker odkritih in velikih državnih pomoči kot v 70. in 80. letih ni več¹⁰.

1.9. SKLEP

Povzamemo lahko, da je finančni sistem eden od najpomembnejših mehanizmov narodnega gospodarstva, njegovo delovanje pa ključnega pomena za doseganje konkurenčnosti gospodarstva in rasti. Osnovna naloga finančnega sistema je pretakanje finančnih virov od celic, ki imajo presežek sredstev, k celicam, ki jim teh sredstev primanjkuje. To je še posebej pomembno za podjetja. Ta namreč dodatne finančne vire potrebujejo za svojo nadaljnjo rast, pa tudi za ustanavljanje novih družb. V večini držav podjetja še vedno večino potrebnih zunanjih sredstev pridobivajo prek posojil, vendar v zadnjem času analitiki tudi v teh deželah opažajo vse več financiranja prek kapitalskih trgov.

⁸ Teoretično bi takšno zblíževanje lahko pospešili s poenotenjem različnih davčnih stopenj (Marklew, 1995, str. 217).

⁹ Glej npr. Mrak (2002).

¹⁰ Pravila EU so močno omejila dodeljevanje državnih moči in jih dopuščajo le v izjemnih primerih.

Pojasnili smo, da finančni sistem pomaga premagovati številne ovire, ki se sicer vrivajo med vlagatelje in investitorje, ter zavirajo učinkovit pretok kapitala med celicami v narodnem gospodarstvu, hkrati pa pomembno vpliva tudi na oblikovanje odnosov med finančnim in realnim sektorjem. Ta dva sta ne glede na odnose vselej tesno povezana, zato, kot smo ugotvili, lahko šibek in neučinkovit finančni sektor poslabša poslovanje realnega sektorja in obratno.

Finančni sistem se od države do države razlikuje. Videli smo, da se te razlike nanašajo predvsem na način nadzora, na vladanje v podjetjih in na odnose med bankami oziroma institucionalnimi vlagatelji in industrijo ter na vlogo države.

2. INDUSTRIJSKA POLITIKA

V prejšnjem poglavju smo se seznanili s finančnim sistemom in njegovim pomenom za gospodarske celice, v tem pa bomo razpravo usmerili v iskanje povezave med industrijsko politiko in finančnim sistemom. Ta je, kot bomo videli, večplastna.

Naj uvodoma opozorimo, da čeprav v dvajsetem stoletju tako rekoč ni bilo razvite države, ki bi ne izvajala industrijske politike, ta ostaja eno najbolj kontroverznih področij ekonomske politike. V literaturi tako ni enotnosti niti o opredelitvi industrijske politike niti o gospodarskem področju, ki ga uravnava, niti glede instrumentov, ki jih uporablja. Hkrati pa si akademski krogi niso enotni niti o tem, ali je industrijska politika sploh potrebna ali ne¹¹, vendar v pričujočem delu razprave o tem vprašanju ne bomo načenjali.

2.1. OPREDELITEV POJMA

Opredelitev pojma industrijska politika je, kot ugotavlja Jaklič (1994, str. 17), še vedno povezana z mnogimi nejasnostmi in dvomi, ki izhajajo iz ekonomske teorije in prakse. Dmitrovičeva (1998, str. 21) industrijsko politiko opredeljuje kot ukrepe države, ki z uporabo različnih instrumentov posegajo na makro- in mikroekonomsko področje ter posredno vodijo v povečanje dinamične notranje in alokacijske učinkovitosti v narodnem gospodarstvu. S tem vplivajo na rast konkurenčnosti domačih podjetij na mednarodnih trgih in na povečevanje meje proizvodnih možnosti. Blais (1986, str. 4) industrijsko politiko obravnava kot "skupek selektivnih državnih ukrepov za spremembo industrijske organizacije". Jacqueminova (1984, str. 1) pa to politiko vidi predvsem kot skupek orodij, s katerimi je mogoče vplivati na hitrost alokacije virov med industrijskimi sektorji. Strobel (1985, str. 542) podobno meni, da je primarna naloga vladne industrijske politike zagotavljati posameznim industrijam večji obseg virov, kot bi ga dobile prek tržnega sistema. Chang (1994, str. 60), ki opozarja, da ta pojem ne sme biti opredeljen preširoko, predlaga razumevanje industrijske politike kot politike, ki je usmerjena na posamezne sektorje (in na podjetja kot sestavni del) za povečevanje učinkovitosti narodnega gospodarstva. Genovese (1988, str. 442) jo nasprotno pojmuje veliko širše, saj poudarja, da skrb te politike ne sme biti le industrija, temveč in predvsem dvigovanje življenjskega standarda ljudi.

Videli smo, da so same opredelitve precej različne, pri nas pa se srečamo še z jezikovno zadrego. Izraz *industrija*, ki je prevod angleške besede *industry*, po mnenju Dmitrovičeve

¹¹ Zagovorniki industrijske politike kot argument za poseganje države v gospodarstvo najpogosteje navajajo tržno neučinkovitost. Jaklič (1994, str. 37) k temu dodaja še argumente mednarodne trgovine in konkurenčnosti, doseganja gospodarske rasti in pomena strateškega menedžmenta ter mreženja podjetij za gospodarski razvoj. Med nasprotnike industrijske politike na drugi strani sodijo predvsem zagovorniki neoklasičnega modela, vendar ker tudi empirične raziskave o koristnosti ali škodljivosti industrijske politike dajejo različne rezultate, o tem podrobneje ne bomo razpravljali.

(1998, str. 13) ne smemo razumeti zgolj kot predelovalno dejavnost, temveč širše. Industrijska politika se, kot poudarja avtorica, ne omejuje le na področje predelovalne industrije, temveč se nanaša tudi na druga področja, ki niso nujno povezana z industrijsko proizvodnjo, na primer turizem. V primeru držav na višji stopnji gospodarskega razvoja, kamor sodijo tudi države Srednje Evrope, ločevanje med industrijsko proizvodnjo in storitvenimi sektorji ni smiselno (Dmitrović, 1998, str. 14). Tudi Jaklič (1994, str. 19) v področje industrijske politike šteje tako industrijske kot storitvene sektorje. O tem, kaj razumeti pod pojmom industrija, ko govorimo o industrijski politiki, se sprašujejo tudi Coates in soavtorji (1995, str. 16). Kot ugotavljajo (1995, str.19), se pojem industrija v tem primeru ne nanaša le na proizvodne dejavnosti ali celo sektor z ročno proizvodnjo, temveč na vse dejavnosti, ki povečujejo mednarodno konkurenčnost gospodarstva.¹² V tem širšem pomenu bomo pojem industrija oziroma področje industrijske politike razumeli tudi v pričujočem delu.

Industrijska politika je lahko pozitivna ali negativna. "Pozitivna industrijska politika pomeni vključitev ciljno naravnane strateškega razmišljanja v ekonomsko politiko¹³. S takšno industrijsko politiko poskuša vlada doseči več, kot lahko stori z agregatno usmerjeno monetarno in fiskalno politiko." (Jaklič, 1994, str. 17-18) O negativni industrijski politiki pa po Jakličevem (1994, str. 17) mnenju govorimo, ko ta s pospeševanjem ali zaviranjem določenega segmenta gospodarstva na račun drugih delov povzroča izkrivljenost gospodarske strukture.

Pristopi k industrijski politiki so različni. Dmitrovićeva (1998, str. 45-54) opozarja na neoklasičen pristop, pristope tržne neučinkovitosti, vladne neučinkovitosti, nove institucionalne teorije in razvojne ekonomike, sama pa se zavzema za strateški pristop. Ta predvideva, da država ne nadomešča trga, temveč oblikuje in spodbuja delovanje tržnih sil. Hkrati pa poskuša doseči sodelovanje med podjetji kot tudi ustvariti dialog med podjetji, državnimi službami in različnimi agencijami. Ta pristop vidi učinkovitost industrijske politike v povezavi z institucionalno ureditvijo. Za strateško usmerjanje gospodarstva se zavzema tudi Jaklič (1994, str. 36), medtem ko Blais (1986, str. 205- 206) govori o situacijskem, realokacijskem in strukturnem pristopu.

Petrinova (1995, str. 4-5) ugotavlja, da se v državah v prehodu pojavljajo trije različni pristopi k industrijski politiki – neoliberalen, pristop tržne neučinkovitosti in strateški pristop. Prvi pristop, značilen predvsem za zgodnjo stopnjo tranzicije, poudarja pasivno vlogo države v mikrogospodarskih poslih, ker bi industrijska politika lahko ogrozila makrogospodarsko stabilizacijo, prizadela tržne sile, zadušila podjetniške aktivnosti in ustvarila novo strukturno neravnovesje. Pristop tržne učinkovitosti temelji na ortodoksni gospodarski sestavi, ki verjame, da mora industrijska politika po potrebi popraviti nepravilnosti, ki se na trgu pojavijo zaradi eksternalij, ekonomij obsega, informacijskih težav ali nepopolnega kapitalnega trga.

¹² Seveda pa v literaturi naletimo tudi na omejevanje industrijske politike zgolj na predelovalne dejavnosti (glej npr. Blais, 1986, pogl. 1).

¹³ Ekonomska politika je širši pojem od industrijske, saj "zajema celotno makroekonomsko politiko in vse tiste mikroekonomske politike, ki jih sooblikuje državna uprava" (Dmitrović, 1998, str. 22).

Industrijska politika je v tem primeru obravnavana kot instrument, s katerim lahko vlada zagotovi ali poveča konkurenčnost in prek tega vzpodbudi prestrukturiranje realnega sektorja. Tretji in v državah v prehodu najmanj pogost pristop je strateški, ki je usmerjen v izboljšanje produktivne učinkovitosti. Ta pristop, kot smo že omenili, namreč temelji na ugotovitvi, da alokacija virov ni odvisna le od trgov temveč tudi od upravljalvskega sistema in povezovanja podjetij v mreže. Ideja strateške industrijske politike je tako usmerjena predvsem v oblikovanje zmogljivosti za uspešno prestrukturiranje realnega sektorja in vzpodbudnega poslovnega okolja. Vzpodbujati mora tudi institucionalne spremembe tako znotraj kot izven podjetij. In ravno za uveljavitev tega tretjega pristopa, ki ga zagovarjamo, bi si po našem mnenju morale prizadevati tudi države v prehodu.

2.2. INDUSTRIJSKA IN DRUGE POLITIKE

Pri opredeljevanju industrijske politike in njenega področja se poraja vprašanje razmejevanja med makroekonomskimi politikami in industrijsko politiko, slednja je namreč lahko usmerjena na makro- in/ali mikroraven.

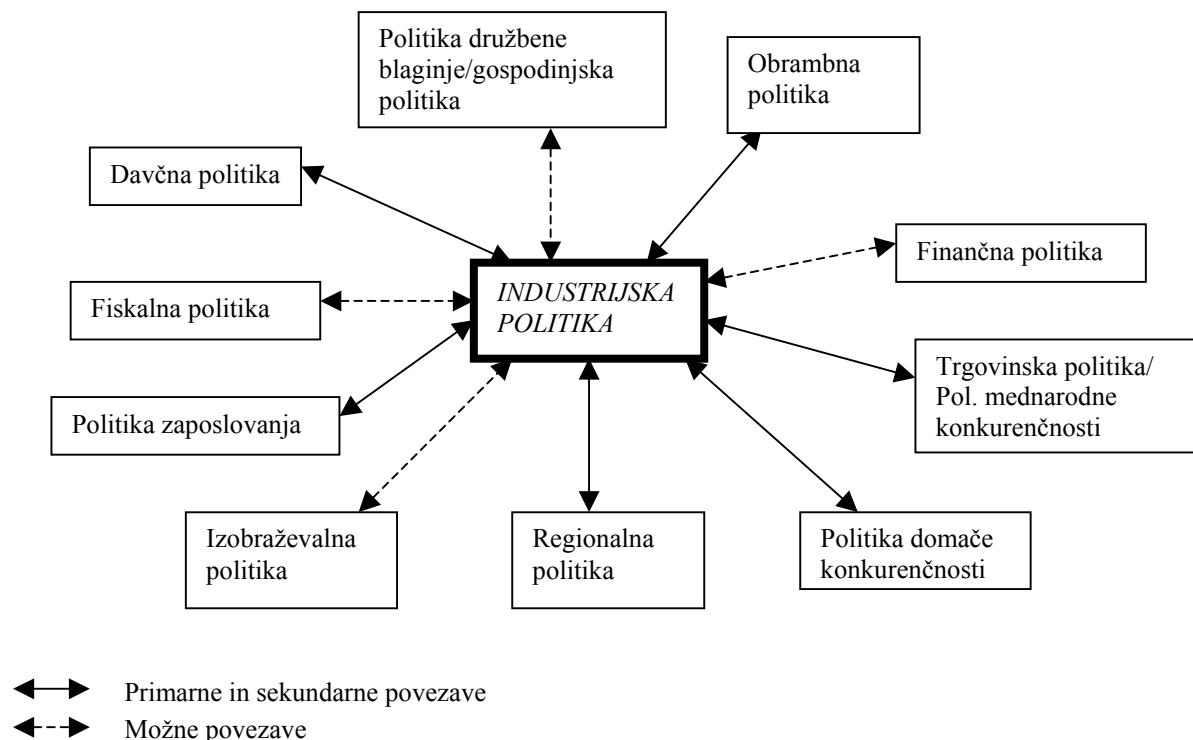
Jacqueminova (1984, str. 4-5) ločuje tri ravni te politike. Prva je makro raven, ki tržnim silam pušča proste roke, njen namen pa je uravnati okolje podjetij za pospeševanje samodejnega industrijskega prilagajanja. Druga raven je sektorska. Ta je specifična in je namenjena posameznim sektorjem z izrazitimi tržnimi neučinkovitostmi in eksternalijami. Tretja raven industrijske politike je usmerjena na posamezna podjetja ali industrijske skupine. Tudi definicija Dmitrovičeve vsebuje tako makro- kot mikroekonomsko raven. Prva ustvarja splošne pogoje za rast in razvoj podjetij ter povečevanje njihove konkurenčnosti in donosnosti, druga pa je selektivna in posega v delovanje podjetij (Dmitrović, 1998, str. 22). Opredelitvam industrijske politike, ki vsebujejo tako makro kot mikro raven, bomo sledili tudi v pričujočem delu.

Prepletanju med industrijsko in drugimi politikami se seveda ni mogoče izogniti. Na *sliki 7* vidimo povezanost industrijske politike s številnimi drugimi nacionalnimi politikami. Monetarna in industrijska politika se prekrivata na področju deviznega tečaja in obrestnih mer, fiskalna in industrijska pa na področju različnih oblik subvencioniranja, finančnih transferjev, davčnih olajšav in drugih ukrepov, ki vplivajo na prihodke in odhodke proračuna (Dmitrović, 1998, str. 24).

Cilji industrijske politike morajo biti usklajeni z makroekonomsko politiko in naj ne bi bili v medsebojnem nasprotju (Jaklič, 1994, str. 19). Ukrepi industrijske politike lahko namreč vplivajo na makroekonomski položaj države¹⁴. Da bi dosegli usklajenost različnih politik, je po našem mnenju treba oblikovati dvoje: strategijo, ki opredeljuje dolgoročne cilje gospodarstva,

in širše družbeno soglasje o teh ciljih. To velja tudi za razvoj finančnega sistema in finančnega sektorja.

Slika 7: Industrijska in druge politike



Vir: prirejeno po Coates D. et al.: *Industrial Policy in Britain* Houndmills: Macmillan Press Ltd, 1996, str. 25

2.3. INDUSTRIJSKA POLITIKA IN FINANČNI SISTEM

Splošnega modela industrijske politike, ki bi bil veljaven za vse države, ni. Ta se tako od države do države razlikuje in je v veliki meri odvisen tudi od zastavljenih ciljev. Mednje mora po našem mnenju soditi tudi skrb za trdnost in učinkovitost finančnega sistema. Država je vedno vpletena v financiranje industrije; njena vloga pri tem je ključna in neizogibna (Marklew, 1995, str. 190). Kot meni Senjur (1995, str. 11), je finančni sistem področje, na katerega država močno vpliva, pozitivno ali negativno.

Osnovne naloge finančnega sistema smo osvetlili že v prvem poglavju te naloge. Med drugim smo opozorili tudi na pomen učinkovitosti finančnega sistema za konkurenčnost gospodarstva in vzdržno gospodarsko rast. Kapital je namreč eden najpomembnejših produkcijskih faktorjev in "gospodarski napredek zahteva razpoložljiv kapital po nizki realni ceni, ki naj bo učinkovito alociran skozi bančni sistem in kapitalske trge v visoko produktivne naložbe" (Jaklič, 1994, str. 137). Če nekoliko parafraziramo Walterja in Smitha (1992, str. 2), morajo nadzorniki

¹⁴ Uvozno nadomeščanje na primer negativno vpliva na saldo tekočega dela plačilne bilance, ta pa nato na številne

gospodarstvu zagotoviti varnost in trdnost finančnega sistema ter hkrati v procesu alokacije kapitala z zagotavljanjem pogojev, ki vodijo h konkurenci med različnimi kanali finančnega posredništva, vzpodbujati njegovo statično in dinamično učinkovitost. Pomembno je tudi, da finančni sistem po stopnji razvitosti dohaja gospodarstvo. Marklewjeva (1995, str. 222) navaja Zukina, ki pravi, da se v naprednejših industrijskih državah vloga države odmika od posrednika med domačimi interesi k posredniku med nacionalnimi industrijami in tujimi tekmeci. Ključen vidik tega posredovanja pa bo po avtorjevem mnenju zagotavljati podjetjem dostop do zadostnega kapitala za financiranje raziskovalnih in naložbenih potreb. Strobel (1985, str. 542) zagotavljanje dolgoročnih virov kapitala izbranim industrijam navaja celo kot primarno nalogo industrijske politike. Dva od treh ključnih elementov proaktivne industrijske politike sta po njegovem prepričanju zagotavljanje potrebnega dolgoročnega kapitala vzhajajočim industrijam in zagotavljanje potrebnega kapitala za vitalne industrije, ki se morajo modernizirati oziroma preoblikovati.

Konkurenčnost in strategije podjetij so zelo odvisne od vrste oziroma od oblike kapitala, ki jim je na voljo, in od odnosov, ki jih določa nacionalni finančni sistem. Nekateri teoretiki poudarjajo¹⁵, da je še posebej v razvijajočih se gospodarstvih eno pomembnejših vprašanj ravno povezava med finančnimi institucijami in nefinančnimi podjetji, ki med drugim vpliva tudi na vladanje podjetjem. Država lahko po našem mnenju pomembno vpliva na oblikovanje teh razmerij. Vladna vloga podpiranja infrastrukture finančnega sistema je ključna in obsega vzpostavljanje in uveljavljanje lastniških pravic in drugih zakonov kot tudi urejanje delovanja finančnih trgov in posrednikov (Crane et al, 1995, str. 9).

Vlada lahko z ohranjanjem ali spreminjanjem finančnega sistema tudi prispeva k prilagajanju in prestrukturiranju industrij in s tem k njihovu preživetju. Po Marklewjevi (1995, str. 180) naloga države ni igrati potrpežljivega bančnika ali industrijskega intervencionista oziroma ujetnika večjih tovarn, kar je najbolj opazen vidik današnjih odnosov med vlado in industrijo, temveč je naloga države, predvsem vlade, postavitve meja nacionalnega finančnega sistema. Te namreč po mnenju avtorice pomembno vplivajo na industrijo in predvsem na vrsto kapitala, ki je podjetjem na voljo. Obravnava sodobnih odnosov med vlado in industrijo mora vključevati vlogo države v določanju in nadzoru nacionalnega finančnega sistema ter analizo financiranja podjetij, da bi s tem odkrili razlike med nacionalnim finančnim sistemom, industrijskimi financami in vladanjem podjetjem (Marklew, 1995, str. 223).

Pomen malih in srednje velikih podjetij v razvitem tržnem gospodarstvu narašča, zato postaja vse pomembnejše tudi vprašanje financiranja teh podjetij (Žugelj, 2001, str. 21). Zagotavljanje potrebnih virov za ta podjetja, še posebej pa tveganega kapitala, je tudi ena ključnih nalog, ki so si jo zastavile tudi države članice EU. Država naj bi zato z ustrezno zakonodajo, davčnimi

makroekonomske agregate (Dmitrović, 1988, str. 24).

¹⁵ Glej npr. Walter, Smith (1992, str. 2).

vzpodbudami, pa tudi z zagotavljanjem posameznih kapitalskih oblik pospešila razvoj potrebnih oblik financiranja.

Finančni sistem po mnenju nekaterih teoretikov vpliva na vladno industrijsko politiko. Vladna telesa z zagotavljanjem denarnih posojil, subvencioniranih obrestnih mer in posojilnih jamstev pogosto tudi nadomeščajo ali dopolnjujejo zasebni sektor finančnih posrednikov (Crane et al, 1995, str. 9). Kot pravi Zysman (1987, str. 80), struktura nacionalnega finančnega sistema vpliva na zmogljivosti političnih vršilcev pri poseganju v industrijo. Podobno meni tudi Senjur (1995, str. 11), ki ugotavlja, da je finančni sistem medij, s katerim država vpliva na gospodarstvo, zato je od razvitosti teh institucij odvisno, kakšne instrumente razvojne politike ima država na voljo. Ker finančni sistem omejuje dejanja in vpliva na razmerja moči v gospodarstvu, je tudi element, ki oblikuje areno za industrijsko in ekonomsko politiko (Zysman, 1987, str. 80). Za državo naj bi bila struktura in učinkovitost finančnega sistema torej pomembna tudi z vidika njenih zmogljivosti pri izvajanju industrijske politike. Struktura finančnega sistema omejuje tako tržne možnosti podjetij kot administrativne ukrepe, ki jih izbira vlada. "Slabše je finančni sistem razvit, tem manj možnosti ima država na voljo in tem bolj grobe in neposredne ukrepe mora uporabljati, če hoče vplivati na razvoj" (Senjur, 1995, str. 11). Finančni trgi so zato po Zysmanu (1987, str. 16) v vsaki državi tudi element, ki določa načine sodelovanja med podjetji (gospodarstvom) in državo. Blais (1986, str. 19) se z Zysmanovimi ugotovitvami, da razlike v finančnih sistemih vplivajo na način državnega poseganja v gospodarstvo, ne strinja in meni, da je treba vzroke za razlike v industrijskih politikah iskati drugje.

Industrija finančnih storitev ni bila še nikoli tako močna in raznolika kot danes. Čeprav ekonomska teorija tradicionalno strogo ločuje finančna in nefinančna podjetja, menimo, da lahko finančne storitve že obravnavamo kot sektor v narodnem gospodarstvu, ki je lahko sam po sebi cilj industrijske politike. Senjur (1995, str. 10) na finančni sektor gleda kot na proizvodni sektor, ki proizvaja storitve: "Te storitve so del družbenega proizvoda in so v tem smislu sestavni del gospodarskega razvoja." Podobno menijo Coates in soavtorji (1995, str. 19), ki na primeru Velike Britanije ugotavljajo, da lahko tudi finančne storitve sodijo med sektorje, ki naj jih obravnava industrijska politika.

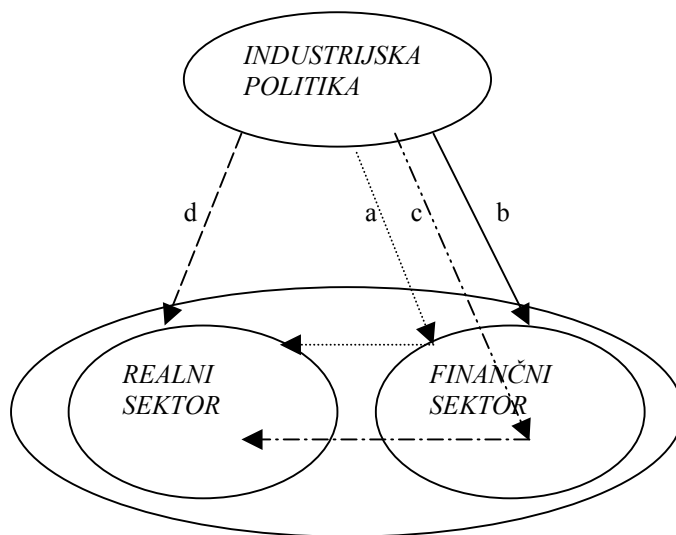
Navedli smo nekaj glavnih razlogov, zakaj industrijska politika ne sme ostati brezbržna do finančnega sistema, seveda pa velja, da je pri tem uspešna, "če prepozna, kdaj lahko vlada učinkovitost tega sistema izboljša in kdaj je *nedejanje* najboljša izbira" (Crane et al, 1995, str. 266).

Nacionalni finančni sistemi nihajo v treh smereh: po pomenu različnih trgov pri preusmerjanju virov od varčevalcev k vlagateljem, po načinu določanja cen in po vlogi, ki jo ima v finančnem sistemu država (Zysman, 1987, str. 69). O prvih dveh smo že govorili v prvem poglavju, zato se podrobneje posvetimo tretji. Zysman (1987, str. 68-69) navaja pet načinov, s katerimi država

vpliva na finančne trge. Najbolj očitno je vladno vplivanje na ustvarjanje denarja, s čimer želi doseči želeno obrestno mero ali ponudbo denarja. Ob tem država upravlja in nadzira finančni sistem ter s tem zagotavlja splošno stabilnost in solventnost posameznih institucij. Pri postavljanju pravil lahko daje vlada eni instituciji prednost pred drugimi. Država je tudi pomemben posojilodajalec kot posojilojemalec na različnih trgih. Nenazadnje pa lahko vlada bankam pomaga pri obvladovanju tveganj pri transformaciji kratkoročnih depozitov v dolgoročna posojila.

Dejavnosti industrijske politike v razmerju do finančnega sistema lahko strnemo v štiri sklope oziroma ravni, ki jih ponazarjamo v *sliki 8*. Država naj bi torej (tok a) s svojo industrijsko politiko podpirala in vzpodbujala razvoj ustreznih finančnih trgov, finančnih institucij in instrumentov ter tako realnemu sektorju zagotavljala potrebne finančne vire, produkte in storitve. Ker je finančni sistem mogoče razumeti tudi kot sektor, ki proizvaja storitve in tako prispeva k bruto domačemu proizvodu, naj bi bili ukrepi industrijske politike (tok b) namenjeni tudi za spodbujanje razvoja tega sektorja in povečevanje njegove konkurenčnosti. Tretja raven (tok c) dopušča možnost izrabe finančnega sistema kot instrumenta industrijske politike. Četrta raven (tok d) pa predstavlja ukrepe industrijske politike, ki so neposredno usmerjeni na realni sektor in s katerimi lahko država izboljša oziroma olajša financiranje podjetij. Ta raven lahko vključuje različne finančne ali nedenarne državne pomoči.¹⁶

Slika 8: Razmerja med industrijsko politiko in finančnim sektorjem



¹⁶ To lahko, denimo, vključuje svetovanje ali izobraževanje podjetij o možnostih in načinih financiranja.

2.4. INSTRUMENTI INDUSTRIJSKE POLITIKE

Tako kot industrijska politika so tudi njeni instrumenti lahko usmerjeni na makro ali mikro gospodarsko raven. S prvimi vlada ustvarja splošne pogoje za rast in razvoj podjetij ter povečevanje njihove konkurenčnosti in donosnosti, drugi pa so selektivni, torej ne vplivajo na vse gospodarske subjekte hkrati, in posegajo v delovanje podjetij. Poglejmo, kateri so ti instrumenti in kako je z njimi mogoče posegati v finančni sistem države.

Makroekonomski instrumenti industrijske politike, ki jih najdemo v literaturi¹⁷, so lahko:

- ◆ *Institucionalna organiziranost* – ta se pojavlja v obliki najrazličnejših razvojnih agencij, mrežnih organizacij..., ki prispevajo k ohranjanju in povečevanju konkurenčnosti podjetij na različnih ravneh. Sem lahko štejemo tudi različne pogajalske forume in strateške skupine, katerih naloga je doseganje soglasja o skupnih ciljih. Takšne institucije so pomembne tudi za finančne institucije. Ne le zaradi ohranjanja konkurenčnosti posamezne finančne dejavnosti, temveč tudi zaradi sodelovanja in doseganja soglasja z ostalimi finančnimi kot tudi nefinančnimi dejavnostmi, še posebej zato, ker so gibanja v finančnem sistemu zelo soodvisna in povezna.
- ◆ *Nadzor trgov* – država mora z ustrezno zakonodajo preprečiti nastanek monopolov in kakršnokoli omejevanje konkurence ter zagotoviti prost dostop na trg¹⁸. Že v prvem poglavju smo poudarili, da so finančni trgi in finančni posredniki eden najbolj nadzorovanih sektorjev. Finančni sistem poleg splošnih protimonopolnih zakonov običajno nadzorujejo še posebne institucije (centralna banka in različne nadzorne agencije), ki skrbijo za varnost in trdnost finančnega sistema. Vlada ima moč, da prek premikov v zakonodaji in predpisov spreminja strukturo finančnih trgov (Marklew, 1995, str. 190).
- ◆ *Pomoč brezposelnim* – ta je lahko materialna ali umerjena v prekvalifikacijo ali v prezaposlovanje posameznikov. To velja tudi za presežne delavce v finančnem sektorju.
- ◆ *Izobraževalni sistem* – naloga države je z različnimi spodbudami zagotoviti čim višjo raven izobrazbe in izobraževalni sistem prilagajati potrebam gospodarstva. To velja tudi za področje financ, kjer mora država s svojim izobraževalnim sistemom slediti stopnji razvoja finančnega sistema. Ustrezno raven finančnega znanja potrebujeta tako finančni kot realni sektor.
- ◆ *Zagotavljanje potrebne infrastrukture* – to so različne transportne povezave, komunikacijske mreže, energetske povezave ipd. Infrastruktura je pomembna tudi za

¹⁷ Glej npr. Jaklič (1994), Blais (1986), Dmitrović (1998).

¹⁸ Država lahko izjemoma v primeru, ko so prednosti nepopolne konkurence višje od stroškov, dovoli ohranjanje monopola oziroma dogovorov med podjetji. Ker gre običajno za posamezne panoge, takšen ukrep štejemo med mikroekonomske instrumente. Glej npr. Dmitrović (1998, str. 34).

finančni sektor. Finančno infrastrukturo sestavljajo zakonski in računovodski postopki, organizacija trgovanja, poravnalne zmogljivosti in predpisi, ki urejajo odnose med uporabniki finančnih storitev (Crane et al, 1995, str. 265). K temu je treba dodati še sodobne trgovalne in druge elektronske sisteme, ki se vse hitreje spreminjajo in razvijajo ter postajajo za doseganje mednarodne konkurenčnosti vse pomembnejši.

- ◆ *Davčne vzpodbude in omejitve* – gre za instrumente fiskalne politike, ki so zelo pomembni za spodbujanje gospodarske dejavnosti. Če so namenjeni le posameznim podjetjem, jih štejemo med mikroekonomske instrumente, sicer pa med makroekonomske. V finančnem sektorju lahko vlada s tem instrumentom vzpodbuja ali zavira razvoj finančnih posrednikov ali varčevanje in financiranje.

- ◆ *Devizni tečaj in obrestna mera* – oba instrumenta sicer sodita v domeno monetarne politike oziroma centralne banke. Ta je sicer v večini razvitih držav neodvisna¹⁹ od oblasti, vendar se odziva na zunanje pritiske, tako da jo je mogoče uporabiti tudi za doseganje ciljev industrijske politike. V primeru deviznega tečaja, na primer, ko gre za politiko uvoznega nadomeščanja ali za podcenjevanje domače valute in s tem povečevanje mednarodne cenovne konkurenčnosti podjetij. Pri obrestni meri pa je običajno cilj industrijske politike zniževanje obrestne mere in s tem povečevanje ravni investiranja. Vzroki visokih obrestnih mer v narodnem gospodarstvu so lahko različni, med drugim tudi monopolna tržna struktura na denarnem trgu ali negotovost na kapitalskem trgu²⁰. V takšnih razmerah je cilj industrijske politike znižati obrestno mero pod njeno tržno vrednost. Ker zeleni tečaj ali obrestna mera nista vedno v skladu z monetarno politiko, mora centralna banka marsikdaj posredovati na trgu ali celo poseči po administrativnih ukrepih. Hkrati mora biti država pri uporabi teh dveh instrumentov še posebej previdna, saj lahko posegi v ti dve gospodarski kategoriji po mnenju nekaterih ekonomistov zavirajo razvoj finančnega sistema.

Mikroekonomski instrumenti industrijske politike, ki se najpogosteje omenjajo in tudi uporabljajo, so:

- ◆ *Državne subvencije* – k tem praviloma prištevamo "denarna plačila javnega sektorja domačim podjetjem, ki niso plačila za kupljeno blago in storitve ter jih prejemniki obravnavajo kot prihodek svojega tekočega in ne investicijskega delovanja" (Rupnik, Stanovnik, 1995, str. 15). Kar zadeva finančni sistem, je najpogostejši tovrstni ukrep subvencioniranje obrestne mere za posojila podjetjem.

- ◆ *Trgovinska zaščita* – njen namen je zaščita domačih proizvajalcev in potrošnikov. Pri tem gre največkrat za zunanjetrgovinske politike, ki omejujejo uvoz blaga. V primeru

¹⁹ Glej npr. Ribnikar (1998, str. 67).

finančnega sistema je to lahko predvsem zaščita domačih finančnih storitev ponudnikov pred tujo konkurenco, in sicer s popolnim ali delnim omejevanjem dostopa tujih ponudnikov na domač trg. Sem lahko štejemo tudi prepoved iskanja virov ali nalaganja sredstev v tujini.

- ◆ *Selektivni davki* – namenjeni so posameznim skupinam podjetij in so lahko spodbujevalni, če gre, denimo, za davčne olajšave, ali omejevalni, posebni davki na primer. To je po našem mnenju eden najprimernejših instrumentov, s katerimi lahko država vzpodbuja razvoj in rast posameznih finančnih sektorjev. V finančnem sektorju lahko vlada s tem instrumentom vzpodbuja ali zavira razvoj posameznih finančnih posrednikov ali določene oblike varčevanja in financiranja.
- ◆ *Državni nakupi* – Država je pomemben kupec, zato si podjetja prizadevajo postati njeni dobavitelji. Domača podjetja so pri tem pogosto privilegirana, kar lahko vodi v zmanjšanje njihove učinkovitosti. Tudi finančne institucije si prizadevajo svoje storitve ponuditi državi in njenim institucijam, ki upravljajo s precej denarja²¹.
- ◆ *Administrativni ukrepi* – to so lahko licence, koncesije, alokacija deviz, omejevanje tujih naložb, cenovno omejevanje ... Ti ukrepi so namenjeni omejevanju tržnih sil na posameznih področjih, tudi če gre za finančne trge ali storitve, na primer administrativno določanje obrestne mere.
- ◆ *Državna jamstva* – s tem ukrepom država zmanjša tveganje kreditodajalca in tako podjetjem zagotavlja ugodnejše pogoje kreditiranja. Za banke ali druge kreditne institucije to pomeni nižjo obrestno mero pri odobrenem posojilu, a tudi manjše kreditno tveganje.
- ◆ *Usmerjanje bančnih posojil* – v državah z nerazvitim in slabo delujočim finančnim trgom državno posredovanje podjetjem omogoča pridobivanje posojil pod ugodnejšimi pogoji, na primer po nižji obrestni meri. Zysman (1987, str. 76) meni, da je uporaba tega instrumenta industrijske politike še posebej učinkovita. Prvič zato, ker je nekatere specifične poslovne odločitve težko nadzorovati prek administrativnih ukrepov ali pravil, jih je pa mogoče usmerjati z vplivom na industrijske finance. In drugič zato, ker je alokacija posojil univerzalen instrument, ki za vpliv na odločitve ne potrebuje posebne oblasti ali posebne agencije, ki formalno odloča o posameznem instrumentu industrijske politike.

²⁰ V prvem primeru lahko centralna banka doseže znižanje obrestne mere pod tržno z ekspanzivno monetarno politiko, v drugem primeru pa je mogoče na obrestno mero vplivati z višjimi obveznimi rezervami ali medbančnimi sporazumi (glej npr. Dmitrović, 1998, str. 44-45).

²¹ Države se največkrat zadolžujejo z izdajanjem vrednostnih papirjev in prek posojil v tujini, vendar se lahko zadolžujejo tudi pri domačih institucijah, ki jim zaupajo tudi morebitne prihranke in pri katerih lahko imajo odprte tudi številne račune. Porabniki domačih finančnih institucij in trgov so lahko tudi različne državne ustanove. Kot poudarja Zysman (1987, str. 68), je država pomemben kreditodajalec in kreditodajalec na mnogih trgih.

- ◆ *Državne obveznice* – država ta instrument uporablja predvsem za financiranje prestrukturiranja posameznih podjetij. Lahko pa jih, če je to v interesu države, izda tudi za sanacijo bank. Z izdajanjem takšnih obveznic država postane igralec na trgu obveznic.
- ◆ *Javno lastništvo podjetij* – država je marsikdaj tudi lastnica podjetij, ponekod večinska, drugod manjšinska. Včasih gre za javna podjetja lahko pa tudi za običajne gospodarske družbe. Morebitne izgube podjetij v večinski državni lasti ali potrebne dokapitalizacije običajno pokrije država. V osemdesetih letih prejšnjega stoletja se je, da bi dosegli večjo ekonomsko učinkovitost, v razvitih državah pojavil trend prodaje oziroma privatizacije državnih podjetij. Podobno se je dogajalo z bankami (te so bile po drugi svetovni vojni marsikje podržavljene) in drugimi finančnimi institucijami. Države v prehodu so s privatizacijo začele dobro desetletje kasneje, nekatere so državne finančne institucije že prodale, v drugih pa ta proces še poteka.

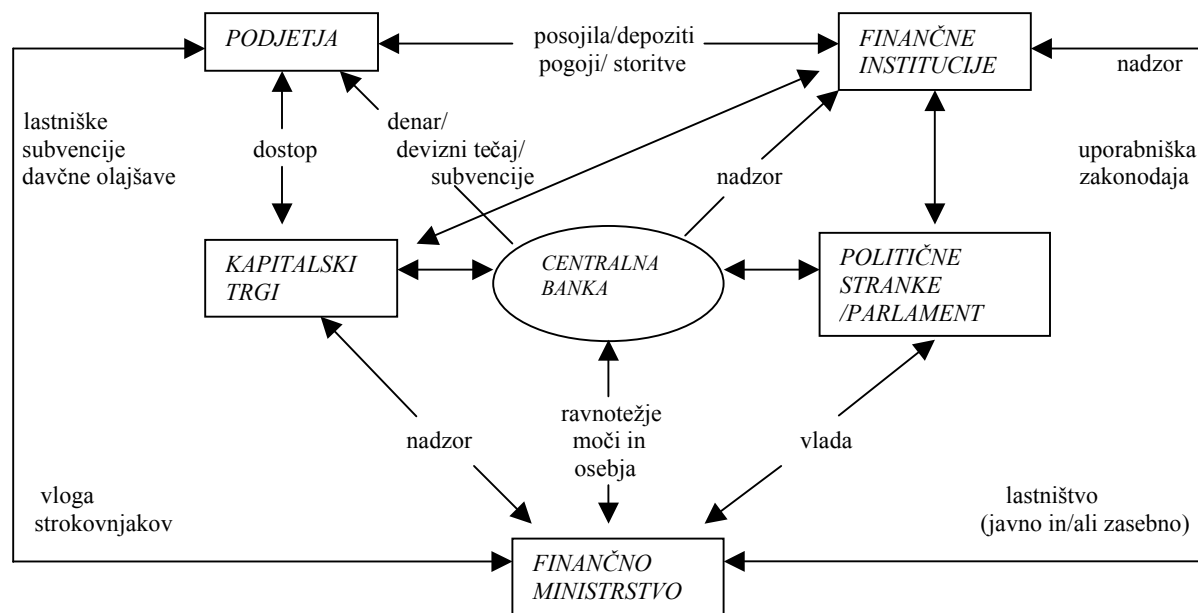
Dmitrovićeva (1998, str. 225) ugotavlja, da imajo velike in male države teoretično na voljo enake instrumente, vendar pa so okoliščine njihove uporabe različne. Male države so po mnenju avtorice omejene v velikosti domačega trga in razpoložljivosti kapitala ter dela, zato mora industrijska politika teh držav podpirati izvoz in izboljševati konkurenčne sposobnosti podjetij. Na izbiro instrumentov v teh državah vplivajo tudi proračunske omejitve, ob tem pa je zaradi večje razpršenosti interesov in značilne tržne strukture potreba po demokratičnem korporativizmu še bolj izražena kot v velikih državah (Dmitrović, 1998, str. 227).

2.5. FINANČNO-POLITIČNA SKUPNOST

Poudarili smo že, da morajo biti ukrepi industrijske politike, s katerimi vlada posega v finančni sistem ali prek njega v gospodarstvo, usklajeni z dolgoročnimi cilji gospodarstva. Hkrati pa je zelo pomembno doseganje soglasja vpletenih strani o teh ukrepih kot tudi o dolgoročnih ciljih. Različne vladne koalicije imajo lahko na primer različne politike in s tem različne strategije industrijskega razvoja, kar pa nujno ne odraža razmer v gospodarstvu in njegovih potreb.

Finančni sistem je vpet v izredno zapletene politične, gospodarske in druge strukture ter odnose, ki predstavljajo nekakšno finančno-politično skupnost (glej *slika 9*). Njeni udeleženci niso le varčevalci, vlagatelji in finančne institucije, temveč tudi različni lobiji, nadzorniki itd., skratka vsi, ki imajo v tem sistemu svoj interes.

Slika 9: Nacionalna regulativa in finančno-politična skupnost



Vir: Stroy J., Walter I.: The Political economy of financial integration in Europe, Manchester: Manchester University Press, 1997, first ed., str. 137

Naloga države oziroma vlade je doseganje soglasja med temi udeleženci. Zysman (1987, str. 90-93) navaja tri načne, kako lahko država (so)oblikuje tržne in politične izide v posameznem sektorju. Država lahko politično dogovarjanje enostavno prepusti trgu, tistim, ki se najbolj pritožujejo, pa nameni manjša nadomestila. V takšnem modelu so odločitve prepuščene posameznim podjetjem in vlada običajno nima vpogleda v dolgoročen razvoj industrije. Finančni sistem je od vlade neodvisen in je tisti mehanizem, ki porazdeljuje vire med konkurenčnimi uporabniki. Finančne institucije, podjetja in vlada v takšnem modelu sodijo v različne sfere in se srečujejo kot avtonomni pogajalski partnerji. Takšna razmerja praviloma najdemo v finančnih sistemih, ki temeljijo na kapitalstkih trgih, torej v ZDA in Veliki Britaniji.

Druga možnost je državno voden model, kjer država zavestno vpliva na porazdeljevanje sredstev v gospodarstvu. Vladna birokracija poskuša usmerjati prilagajanje gospodarstva z vplivanjem na položaj posameznih sektorjev ali celo posameznih podjetij in z vsiljevanjem rešitev za najšibkejše politične skupine. Te svoje napore vlada uresničuje tudi prek finančnega sistema, v katerega posega. Meja med javnim in zasebnim se v takšnih sistemih običajno zabriše. Takšne odnose srečamo v finančnih sistemih, ki temeljijo na posojilih, cene pa so vladno vodene.

Tretji način je nenehno pogajanje socialnih partnerjev o pogojih industrijskega spreminjanja in razvoja. Pogajalska osnova različnih partnerjev sloni tako na organizaciji politike kot trga. Finančne institucije v takšnem sistemu imajo moč in so lahko tudi potencialni vladni zavezniki

v pogajanjih med vlado, finančnim sektorjem in drugimi socialnimi skupinami. Zysman (1987, str. 18) to imenuje pogajalski način modernega kapitalizma. Takšne ureditve najdemo predvsem v germanskih država, kot so Švedska in Nemčija.

Jaklič (1994, str. 118) opaža, da temelji soglasje v malih evropskih državah na različnih oblikah demokratičnega korporativizma. Njegove ključne značilnosti so po avtorju ideologija socialnega partnerstva, ki je skupna podjetjem in sindikatom ter je izražena v nacionalnih politikah, sistem organiziranih interesnih skupin in slednjič prostovoljno usklajevanje konfliktinih ciljev prek pogajanj med produkcijskimi skupinami, državno birokracijo in političnimi strankami. Takšen pristop bi po našem mnenju veljalo uveljaviti tudi pri oblikovanju odnosov med finančnim sektorjem, državo in realnim sektorjem.

Seveda pa predstavljeni modeli niso edine možnosti. Ti načini se lahko prepletajo in vsaka država običajno oblikuje svoj mehanizem za doseganje dogovorov med udeleženci finančno-politične skupnosti. To je po našem mnenju zelo nujno, saj je oblikovanje soglasja sestavni del vsakega učinkovitega strateškega usmerjanja gospodarstva, ki ga v pričujočem delu zagovarjamo.

2.6. SKLEP

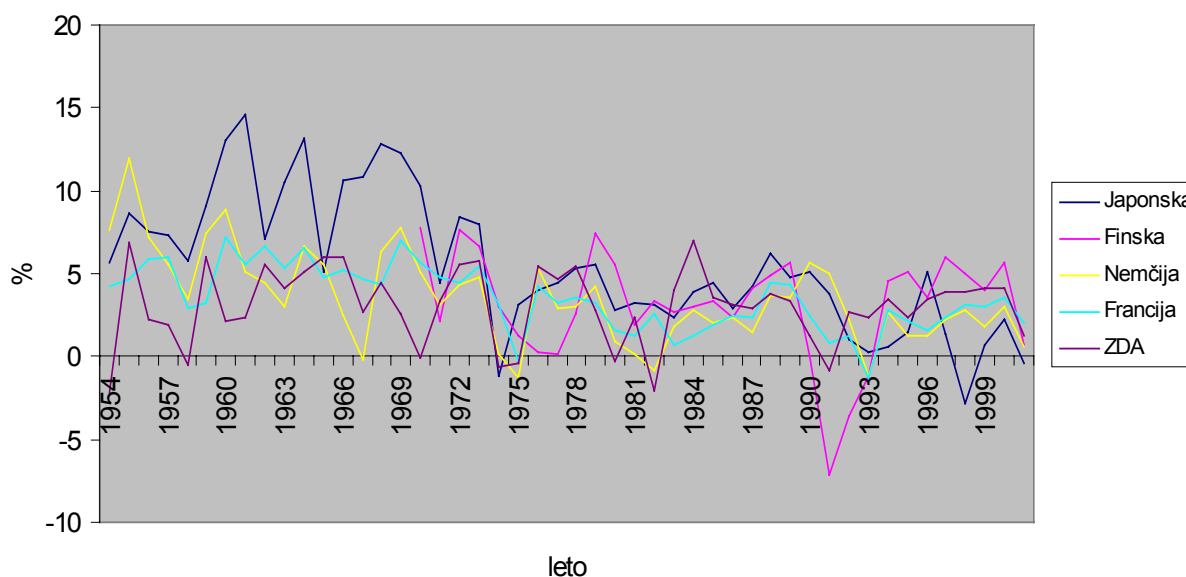
Industrijska politika naj bi torej ne bila namenjena zgolj predelovalnim dejavnostim, temveč tudi drugim področjem gospodarstva, ki niso nujno povezana z industrijsko proizvodnjo. Tako mora med njene naloge soditi tudi skrb za trdnost in učinkovitost finančnega sistema, ki pomembno vpliva na konkurenčnost posameznega gospodarstva in njegovo rast. Dejavnosti industrijske politike na tem področju lahko strnemo v štiri sklope. Država naj bi s svojo industrijsko politiko podpirala in vzpodbujala razvoj ustreznih finančnih trgov, finančnih institucij in instrumentov ter tako realnemu sektorju zagotavljala potrebne finančne vire in storitve. Ker je finančni sistem mogoče razumeti tudi kot sektor, ki proizvaja storitve in tako prispeva k bruto domačemu proizvodu, naj bi bili ukrepi industrijske politike namenjeni tudi za spodbujanje razvoja tega sektorja in povečevanje njegove konkurenčnosti. Tretji sklop dopušča možnost izrabe finančnega sistema kot instrumenta industrijske politike. Četrty sklop pa predstavlja ukrepe industrijske politike, ki so neposredno usmerjeni na realni sektor in s katerimi lahko država izboljša oziroma olajša financiranje podjetij. Da bi bila industrijska politika pri vsem tem uspešna, pa je treba oblikovati strategijo, ki opredeljuje dolgoročne cilje, in doseči soglasje vseh udeležencev.

3. PRIMERI POVEZAV MED PODJETJI, FINANČNIM SISTEMOM IN DRŽAVO

Doslej smo osvetlili teoretična spoznanja o finančnem sistemu na eni in o industrijski politiki na drugi strani. V nadaljevanju bomo predstavili modele finančnih sistemov in položaj države v petih državah: ZDA, Nemčiji, Franciji, Japonski in Finski.

Omenili smo že, da po našem vedenju ne obstajajo empirične ocene, ki bi primerjale dosežke različnih modelov. Eden od kazalcev uspešnosti je zagotovo gospodarska rast, zato uvodoma na *sliki 10* prikazujemo stopnje gospodarske rasti v izbranih državah.

Slika 10: Letne stopnje rasti BDP (v %)



Vir: Zysman John: Governments, Markets and Growth, Second edition, Ithaca: Cornell University Press, 1987, str. 321; The World Economic Outlook (WEO) Database, April 1999, [URL: <http://www.imf.org/external/pubs/it/weo/1999/01/data/index.htm#top>]; IMF The World economic Outlook, The Global Economy After September 11, December 2001, str. 158, [URL: <http://www.imf.org/external/pubs/it/weo/2001/03/index.htm>]

3.1. ZDRUŽENE DRŽAVE AMERIKE

V Združenih državah Amerike se je uveljavil model finančnega sistema, ki temelji na trgu vrednostnih papirjev. Ta je visoko razvit in podjetjem zagotavlja dolgoročna sredstva. Podjetja se tako pretežno financirajo prek kapitalskih trgov.

Za ZDA so značilni močni institucionalni vlagatelji, ki hranijo trg vrednostnih papirjev, in specializacija depozitarnih institucij, zaradi česar se njihov odnos do nefinančnih podjetij omejuje predvsem na kratkoročno posojanje. "Ta sistem je v povprečju razvil najnižje stroške financiranja in največjo ponudbo kapitala za industrijo" (Walter, Smith, 1992, str. 13). Ta model, ki ga imenujemo tudi anglo-ameriški, za učinkovito delovanje zahteva popolno in verodostojno razkrivanje vseh poslovnih informacij o podjetjih in nepristranski sistem vladanja podjetjem, ki podpira prosto konkurenco in ne preveč tesne odnose med podjetji ter med podjetji in bankami (Walter, Smith, 1992, str. 10). Odnos med gospodarskimi subjekti je torej nevtralen. Takšen je tudi odnos med državo in finančnim sistemom oziroma med državo in industrijo. Finančni sistem naj bi s tem po Zysmanu (1987, str. 226) omejeval vladne zmogljivosti pri poseganju v gospodarstvo.

V ameriških nefinančnih družbah običajno ni večinskega delničarja, ampak je lastništvo razpršeno. Ravno ta razpršenost omogoča porazdelitev tveganj in zagotavljanje kapitala tudi za tvegane naložbe. Vendar pa so, ugotavlja Marklewjeva (1995, str. 188), vlagatelji le redko potrpežljivi, saj so njihovi interesi v podjetjih razmeroma kratkoročni, o dolgoročnih načrtih podjetij pa vedo malo. Takšen sistem, ki je tudi odprt za tuje kapitalske tokove, lahko po mnenju avtorice zagotavlja ogromne količine kapitala, vendar ne nujno tudi v kriznem obdobju, ko ga podjetja najbolj potrebujejo.

Ameriški sistem se je za večjo finančno prilagodljivost in inovativnost celo pripravljen odreči nekaterim vidikom varnosti in trdnosti²² (Walter, Smith, 1995, str. 10). Za pospeševanje učinkovitega nenehnega prerazporejanja kapitala mora tak sistem dosegati ravnotežje med različnimi oblikami pravil in nadzora. Takšno ravnotežje je mogoče doseči le z institucionalnim dogovorom, pri katerem prevladujejo zreli in visoko razviti udeleženci.

Čeprav začetki anglo-ameriškega sistema segajo v Veliko Britanijo, je danes ameriški sistem financiranja podjetij bližje idealni obliki sistema, ki je zasnovan na trgu vrednostnih papirjev. Ameriški sistem se od britanskega razlikuje tudi po večji konkurenčnosti in popolnejši neodvisnosti finančnega sektorja od političnih akterjev (Zysman, 1987, str. 269).

Na razvoj bank in ostalega finančnega sektorja v ZDA so v veliki meri vplivale omejitve finančnih produktov in geografske omejitve. Te imajo, kot ugotavljajo različni avtorji, svoje

²² Šibkost takšnega sistema se je v ZDA v letu 2001 pokazala na primeru dveh velikih korporacij: Enrona in Worldcoma, ki sta zaradi prenapihjenosti svojih poslovnih bilanc morali v stečaj.

korenine v t.i. Glass-Stegallovem zakonu (*Glass-Steagall Act*)²³ iz leta 1933, ki je sprejemanje depozitov in podeljevanje posojil ločil od izdajanja vrednostnih papirjev in trgovanja z njimi ter tako banke razdelil na komercialne in investicijske. Ta listina in kasneje še zakon o bančnih holdingih (*Bank Holding Company Act*) iz leta 1956 sta dejavnost komercialnih bank zelo omejila. Postopoma se je v procesu dinamičnega finančnega posredništva njihov delež v ameriških finančnih tokovih močno zmanjšal. Delež komercialnih bank (glej *tabelo 4*) je še leta 1946 dosegal 57,3 odstotka finančnega premoženja v ZDA, leta 1990 pa le še 31,2 odstotka. Ta delež se še zmanjšuje. Zato pa so na račun bank tržne deleže pridobili drugi institucionalni vlagatelji, kot so vzajemni skladi, pokojninski skladi, denarni skladi, ki so se razvijali kot alternativa vse bolj okorelim in neuporabnim bančnim posrednikom.

Tabela 4: Deleži ameriških finančnih institucij v finančnem premoženju (po letih v %)

<i>Finančna institucija</i>	<i>1946</i>	<i>1980</i>	<i>1990</i>	<i>1999</i>
Komercialne banke	57,3	36,7	31,2	19,0
Hranilnice in posojilnice	4,4	15,4	10,2	6,6
Vzajemne varčevalne banke	8,0	4,2	2,5	-
Življenjske in druge zavarovalnice	23,3	15,8	18,1	12,7
Zasebni pokojninski skladi	1,5	11,6	10,9	15,8
Državni in lokalni pokojninski skladi	1,2	4,9	7,4	9,7
Finančne družbe	2,1	5,0	5,3	3,0
Vzajemni skladi	0,6	1,5	5,7	14,3
Skladi denarnega trga	0,0	1,9	4,6	5,0
Druge finančne institucije	1,7	2,9	4,1	13,9

Vir: prirejeno po Walter I.: A framework for the optimum structure of financial systems, Fontainblue: Insead, 1992, str. 10 in po Banking, Finance and Insurance, U.S. Census Bureau, Statistical Abstract of United States: 2000, tabela 789: Flow of Funds Account, [URL: <http://www/statistical-abstracts-us.html>]

V 70. letih so začele tržne sile postopno rahljati omejitve za komercialne banke. Odpravljanje meja med komercialnim in investicijskim bančništvom se je nadaljevalo in proizvodne linije obeh strani industrije finančnega posredništva so postajale vse bolj prepletene (Santomero, 1993, str. 458). Investicijske banke so se z uvedbo denarnih vzajemnih skladov, računov za vodenje gotovinskega poslovanja ... razširile na precejšen del trga poslovanja s prebivalstvom. Hkrati so z zelo tveganimi obveznicami (*junk bonds*), komercialnimi papirji in skladi za tvegane naložbe vstopale na tradicionalno bančni trg kreditiranja podjetij. Prav tako pa so komercialne banke svojo dejavnost razširile na zasebne prodaje vrednostnih papirjev, podjetniške finance in komercialne papirje (Santomero, 1993, str. 458). Skoraj šestdeset let je minilo preden so nadzorniki sklenili odpraviti omejitve in tako ameriškim bankam omogočiti, da se prilagodijo močni konkurenci globalnega bančništva, ki smo ji priča danes (Walter, Smith, 1992, str. 12). Banke so dobile tudi zeleno luč za povezovanje z zavarovalništvom.

Takšna usoda ameriških bank je tudi prispevala h krepitvi pomena kapitalskih trgov za podjetja pri pridobivanju zunanjih sredstev. "Financiranje podjetij se je zelo oprlo na nadzorovane trge

²³ Glej Santomero (1993, 456-457).

vrednostnih papirjev, kjer se prosto trguje" (Walter, Smith, 1992, str. 13). Razvijale so se tudi druge lastniške oblike financiranja. Pokojninski skladi so, denimo, postali glavni vir denarja za sklade tveganega kapitala, ki so za podjetja zelo pomembni.

Zysman (1987, str. 226) navaja tri ključne značilnosti ameriške industrijske politike: nevmešavanje vlade v vodenje podjetij, osnovno soglasje²⁴ o reševanju konfliktov in doseganju soglasja med sindikatom in vodstvom ter načelno nasprotovanje nacionalnim in mednarodnim trgovinskim omejitvam, torej omogočanje prostega pretoka blaga²⁵ in kapitala. Takšen odnos nevmešavanja zvezne vlade v poslovni svet sloni na treh temeljih. Na vladnem aparatu, ki deli moč in omogoča, da se sistem odziva na različne zahteve interesnih skupin, na sodnem sistemu, ki pospešuje drobitev politike in zmožnost majhnih skupin, da vplivajo na vlado ali jo ovirajo, ter na finančnem sistemu, ki je v nevtralnem odnosu tako z vlado kot s podjetji (Zysman, 1987, str. 267). Teoretiki²⁶ ugotavljajo, da ameriški finančni sistem spada med dejavnike, ki vlado omejujejo pri njenem poseganju v gospodarstvo. Ta sistem je namreč decentraliziran, moč in pravico do sprejemanja odločitev pa imajo nefinancijska podjetja. Bankam²⁷, drugim institucionalnim vlagateljem ali vladi niti lastniški kapital niti posojila ne ponujajo instrumentov, s katerimi bi lahko vplivali na poslovanje podjetij. Takšni vlagatelji običajno nimajo možnosti, da bi sedeli v nadzornih svetih gospodarskih družb in tako tudi nimajo dostopa do notranjih informacij (Marklew, 1995, str. 208)²⁸. V zadnjem času, kot navaja Marklewjeva (1995, str. 208), sicer obstajajo nekateri dokazi, da institucionalni vlagatelji več komunicirajo z vodstvi podjetij in med sabo, vendar je to še zelo daleč od dolgoročnih odnosov nadziranja, kakršnega na primer poznajo v Nemčiji in na Japonskem.

Osrednja institucija, ki bdi nad za gospodarstvo pomembno obrestno mero, je ameriška centralna banka (*Federal Reserve*), ki je, tako kot večina centralnih bank v razvitih državah, neodvisna od izvršilne oblasti. "Čeprav lahko vodi svojo lastno industrijsko politiko, ne more postati instrument politike zvezne vlade" (Zysman, 1987, str. 272).

Zysman (1987, str. 269) ugotavlja, da je ameriška politika z omejevanjem vpletanja bank v industrijo zasnovala takšen finančni sistem, ki onemogoča vmešavanje vlade v gospodarstvo in preprečuje finančno prevlado v industriji. Takšen sistem je lahko bolj prilagodljiv in se bolje odziva, ko gre za pretakanje naložbenega kapitala v industrijo, meni Marklewjeva (1995, str. 214), a hkrati dodaja, da je ameriški (in tudi britanski) finančni sistem v primerjavi z nemškim, japonskim ali francoskim, manj uspešen pri pospešenem prestrukturiranju podjetij. Ameriška

²⁴ Soglasje, ki je prek odprtih pogajanj v praksi menedžerjem podelilo pravico, da izbirajo proizvodne tehnologije in odpuščajo delavce (Zysman, 1987, str. 226).

²⁵ Seveda je tudi ameriška vlada v preteklosti kar nekajkrat posegla po zaščitnih ukrepih. Zysman (1987, str. 276) celo meni, da se je ameriška vlada za zaščitne ukrepe odločala, ker ni znala na drugačen način vsodbujati prestrukturiranja in prilagajanja gospodarstva.

²⁶ Glej npr. Marklew (1995, str. 208-214), Zysman (1987, str. 269).

²⁷ Ameriške banke imajo za razliko od nekaterih evropskih v lasti le 0,2 odstotka delnic podjetij (Ribnikar, 2001, str. 50)

²⁸ Zysman (1987, 271) celo ugotavlja, da bančniki v nadzornih svetih sedijo v svojem imenu in ne kot predstavniki bank.

oblast je bila precej neuspešna tudi pri sanaciji bančnega sistema v začetku osemdesetih let. Ker je sprva menila, da se lahko hranilnice rešijo same, so stroški njihovega zdravljenja zrasli s 5 na 500 milijard dolarjev (Hočevar, 1993).

Kljub zagovarjanju gospodarskega liberalizma in s tem nevmešavanja države v gospodarstvo, so ameriške vlade vse od 60. let naprej izvajale ukrepe industrijske politike. Ti so bili, kot menijo nekateri avtorji, večinoma sprejeti *ad hoc*, neusmerjeni in nekoordinirani. Dmitrovičeva (1998, str. 115) opaza pomanjkanje kontinuitete in enotne strategije. Ameriške vlade so sicer bolj kot sektorske ukrepe uporabljale splošne industrijske ukrepe, ki pa so v mnogih primerih imeli selektivne vplive. Država se je pri svojih ukrepih med drugim odločala za davčne olajšave v obliki pospešene amortizacije in investicijskih davčnih kreditov, financiranje izvoznih poslov, financiranje bazičnih raziskav ... Prek posebnih agencij je s subvencioniranimi posojili in odobravanjem poroštev podpirala tudi mala in srednje velika podjetja. Agencija Small Business Administration je tem podjetjem v letu 1960 odobrila 3707 posojil, vrednih 148 milijonov ameriških dolarjev, leta 1975 pa je število odobrenih posojil naraslo na 20.280 in doseglo 1260 milijonov dolarjev (Dmitrovič, 1998, str. 111).

Sredi osemdesetih se je pojavilo tudi vse več zahtev po celoviti industrijski politiki, ki bi omogočila prestrukturiranje ameriškega realnega sektorja, saj je ta po konkurenčnosti vse bolj zaostajal za evropskimi in azijskimi tekmeci. Razprava je vključevala tudi vlogo finančnega sistema. Strobel (1985, str. 542) je menil, da je ameriška industrijska politika namesto proaktivna, torej da bi zagotavljala dolgoročne finančne vire izbranim industrijam, reaktivna, tako da sredstva za prestrukturiranje in modernizacijo družbam²⁹ namenja le v kriznih situacijah. Eden od vzrokov za pomanjkanje ustrezne industrijske politike je po avtorjevem mnenju struktura bank in podjetij. Strobel (1985, str. 543-545) navaja več avtorjev, ki so proučevali to sestavo in ugotovili, da odnos med finančnim sektorjem in industrijo ni povsem nevtralen. Munkirs tako opaza, da v ZDA obstaja zasebno gospodarsko planiranje, ki ga oblikuje skupek finančnih institucij (bank, zavarovalnic...), ki so povezane prek članstva v nadzornih svetih finančnih in nefinančnih institucij, pa tudi prek lastniških deležev. Te skupine se ne zavzemajo za industrijsko politiko. Vladi marsikdaj svetujejo o industrijskih in gospodarskih zadevah, vendar so ti nasveti velikokrat povezani z njihovimi lastnimi podjetniškimi interesi (Strobel, 1985, str. 546). S svojimi eminentnimi gospodarskimi in političnimi člani naj bi tako predstavljale precejšnjo oviro pri sprejemanju nacionalne industrijske politike, ki bi jo izvajal javni strateški svet. Te povezane skupine bank in korporacij so tudi zelo uspešne pri širjenju mita o zasebnem, neplanskem gospodarstvu med volivci (Strobel, 1985, str. 546). Strobel (1985, str. 546) opozarja, da vse ameriške finančne institucije, podjetja in druge korporacije ne sodijo v takšne skupine. Takšna razmišljanja se, kot lahko opazimo, precej razlikujejo od splošnega razumevanja ameriškega finančnega sistema, ki naj bi gojil nevtralen odnos do nefinančnih podjetij.

²⁹ Npr. družbama Chrysler in Lockheed.

ZDA so k oblikovanju celovitejše industrijske politike pristopile šele po letu 1992, ko so začele nastajati tudi institucije, kakršne so industrijski konzorciji in podporni centri za mala podjetja. Posebno skrb je s spreminjanjem zakonodaje in tržnih pogojev država namenila tudi finančnim virom. Tako je, da bi spodbudila razvoj tveganih naložb sprejela ustrezno davčno zakonodajo in sprejela zakon o spodbujanju naložb v malo gospodarstvo ter spremenila pogoje na trgu vrednostnih papirjev. "Spodbujanje naložb v mala podjetja so pospešili tudi ugodni krediti finančnim družbam, ki so se zavezale, da bodo na podoben način kot skladi tveganega kapitala ta denar vlagale v mala podjetja" (Žugelj et al, 2001, str. 123). ZDA so postale vodilni ponudnik tveganega kapitala. Vrednost naložb teh skladov je leta 1999 dosegla 59,5 milijarde dolarjev (Žugelj et al, 2001, str. 124).

3.2. NEMČIJA

Nemčija ima na kreditih zasnovan finančni sistem, kjer prevladujejo banke. Te pa niso le glavne igralke v finančnem sistemu, temveč globoko posegajo tudi v industrijske zadeve, saj med bankami in podjetji v tej državi obstaja tesna povezava.

Za nemška podjetja je značilno, da se pri svojem financiranju zelo opirajo le na eno banko, t.i. hišno banko (*Hausbank*). Podjetja se v Nemčiji, kot smo že omenili, pretežno financirajo s posojili, vendar jim hišne banke zagotavljajo še druge oblike financiranja. Največje nemške banke so namreč univerzalne, torej opravljajo tako komercialne kot investicijske dejavnosti. Podjetjem ponujajo posojila in storitve na kapitalskih trgih (izdajanje obveznic in delnic, prevzemne in nakupne transakcije ipd.). Banke za podjetja prevzemajo tudi nekatera tveganja. "Če podjetje propade, lahko hišna banka svoj delež spremeni v lastniški delež ali nadzor nad družbo ter jo bodisi prestrukturira bodisi proda drugemu vlagatelju" (Walter, Smith, 1992, str. 14).

Te hišne banke pa nemškim podjetjem ne zagotavljajo le finančnih virov, ampak močno vplivajo na njihovo poslovanje. Banke imajo namreč v podjetjih tudi lastniške deleže, ob tem pa jim svoje glasovalne pravice v podjetjih zaupajo še drugi delničarji. "Banke lahko brez vednosti drugih delničarjev spreminjajo glasovalna pooblastila in si tako zagotavljajo nadzor nad največjim svežnjem delnic v posameznem podjetju, kjer so glavni kreditodajalec" (Marklew, 1995, str. 193).

Leta 1960 so bile banke lastnice 6 odstotkov, leta 1990 pa 10 odstotkov vseh delnic v Nemčiji (Story, Walter, 1997, str. 174), vendar so imele večinski delež glasovalnih pravic. Na letnih skupščinah 32 od 50 največjih družb so imele banke 72,7 –odstotka glasovalnih pravic (Story, Walter, 1997, str. 292). Reeves in Kelly-Holmes (1997, str. 40) ugotavljata, da so lastniški deleži bank v podjetjih z nemškega zornega kota razmeroma majhni, z britanskega pa zelo veliki. Po njihnih podatkih so imele v letu 1986 banke skupaj v lasti prek 25 odstotkov kapitala v 11 od 100 največjih industrijskih družb. "Banke z glasovalnimi pravicami celo trgujejo med

sabo, da bi ohranile lastno neodvisnost od bančnih delničarjev" (Marklew, 1995, str. 194). Z bankami je povezan tudi velik del investicijskih družb. Leta 1992 so imele investicijske družbe v 11 od 24 največjih podjetij med 10 in 15 odstotki glasovalnih pravic, od tega je 98 odstotkov teh pravic pripadalo investicijskim družbam v večinski lasti bank in zavarovalnic (Reeves, Kelly-Holmes, 1997, str. 40), ki so prav tako medsebojne delničarke.

Nemške banke imajo tako tudi predstavnike v nadzornih svetih *svojih* podjetij, prek katerih lahko od znotraj nadzorujejo poslovanje podjetja in hkrati vplivajo nanj. Nadzorni svet potrjuje strategije in večje naložbe in izbira upravo podjetja (Marklew, 1995, str. 193). V podjetjih, ki ne izpolnijo pričakovanj bančnikov ali zaidejo v težave, banke največkrat sprožijo proces prestrukturiranja. Interes bank v podjetjih je bil vselej ohranjati dolgoročno vrednost za delničarje. Marklewjeva (1995, str. 198) meni, da je za potrpežljivost dolgoročnega kapitala v Nemčiji pomembno tudi navzkrižno lastništvo med podjetji. Za delničarja, ki je ponudnik ali odjemalec podjetja, v katerem ima svoj lastniški delež (ali če je to podjetje lastnik tega delničarja), naj bi bilo manj verjetno, da se bo, če družba zaide v težave, umaknil. Nacionalni finančni sistem in oblika vladanja v podjetjih vzpodbujata delniške mreže, ki so zmožne videti dolgoročne finančne potrebe podjetja (Marklew, 1995, str. 198).

V preteklosti so banke zaradi opisane vloge veliko pomagale pri obnovi nemške industrije po prvi in po drugi svetovni vojni, pa tudi pri prestrukturiranju in reševanju posameznih podjetij ali industrij. Banke so, denimo, v povojnem obdobju imele glavno vlogo pri pripravi programov prestrukturiranja za jeklarsko industrijo v 70. in zgodnjih 80. letih. Najpomembnejše so bile tri največje banke – Deutsche Bank, Commerzbank in Dresdner Bank. Te banke so ustvarile in podpirale številna podjetja, spodbujale združevanja in povezovanja med njimi ter seveda zagotavljale potreben kapital. Prav tako so glavna industrijska podjetja štitele pred tujimi vlagatelji (Marklew, 1995, str. 198). Danes imajo te banke široko mrežo podružnic in ponujajo tudi najrazličnejše storitve na področju mednarodnih poslov; razvile so se v največje finančne skupine. Medtem ko področje komercialnega bančništva v resnici obvladujejo tri najpomembnejše nemške banke, je struktura pod njimi zelo liberalna (Jaklič, 1994, str. 46). Razvilo se je veliko krajevnih univerzalnih bank, državnih hranilnic in specializiranih bank, ki zagotavljajo posojila malim in srednjim podjetjem, pri čemer o njihovi odobritvi presojuje same po tržnih načelih.

Čeprav so se nemške vlade po drugi svetovni vojni zavzemale za tržno in svobodno gospodarstvo, povojna Nemčija, kot ugotavlja Zysman (1987, str. 252), nikoli ni popolnoma sprejela klasičnega gospodarskega liberalizma. Namesto tega se je odločila za sistem socialnega tržnega gospodarstva. "Povojna nemška gospodarska politika je bolj kot na popolni politični zmagi ene skupine, ki bi poražence izključila iz politike in s trgov, temeljila na političnem soglasju o politiki in o operacijah na trgu" (Zysman, 1987, str. 256). Nemčija je tako razvila državne, finančne in industrijske odnose, ki so sloneli na sporazumevanju in sodelovanju.

Ker so se povojne vlade odločile, da se bodo izogibale osrednji vlogi države pri financiranju industrije, se je morala država še tesneje povezati z bankami. V nemški industrijski politiki so banke igrale osrednjo vlogo, predvsem v doseganju soglasja med vpletenimi podjetji, delavci in finančniki (Marklew, 1995, str. 191). Več avtorjev ugotavlja, da so banke velikokrat podjetje rešile ali ga prestrukturirale, še preden je vlada te težave sploh opazila.

Seveda pa so bile pri oblikovanju dolgoročnega sodelovanja in zagotavljanja finančne pomoči podjetjem pomembne tudi federalne in deželne vlade. Te so mrežo za podporo malim in srednjim podjetjem. Tako sta bili po vojni na federalni ravni ustanovljeni finančni instituciji Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) in Deutsche Ausgleichsbank (DtA) z nalogo spodbujanja gospodarske dejavnosti, predvsem za mala in srednja podjetja. Hkrati kreditne institucije za posebne naloge obstajajo tudi na deželni ravni. Cilj ekonomske politike je večinoma finančno pomagati malim in srednjim podjetjem, predvsem pri ustanavljanju podjetij in za spodbujanje novih tehnologij (Reeves, Kelly-Holmes, 1997, str. 39). Ta pomoč je lahko neposredna v obliki posojil in subvencij ali posredna v obliki jamstev. Če podjetja izpolnjujejo pogoje, jim federalne ali deželne institucije odobrijo finančno pomoč, ki jo podjetja prejmejo prek svoje glavne banke. Ta se mora strinjati z izbranim projektom – še posebej, če del sredstev zanj odobri sama – in običajno pripravi tudi oceno donosa vloženega denarja.

Federalna razvojna banka DtA tako, denimo prek lokalnih bank malim in srednje velikim podjetjem dodeljuje ugodna posojila, zagotavlja pa jim tudi začetni in tvegani kapital. DtA v povprečju prevzema do 50 odstotkov kreditnega tveganja, v nekaterih primerih pa tudi do 80 odstotkov, pri čemer pa polovico tveganj prevzamejo Evropski investicijski sklad (*European Investment Fund*) in institucije evropske komisije. Ob tem DtA bankam zagotavlja sprejemljivo bančno maržo in upravljalško provizijo v vrednosti 500 evrov (Vadnjak et al (ur), 2002, str. 86). Sama DtA sredstva za svojo dejavnost delno pridobiva iz sklada Evropskega programa za razvoj (*European Recovery Program - Fund*) delno pa na mednarodnih denarnih in kapitalskih trgih.

Nemška centralna banka – Deutsche Bundesbank, ki je nastala leta 1957 iz Bank deutscher Länder, je bila do vstopa Nemčije v denarno področje evra samostojna in od vlade neodvisna. Ta avtonomija centralne banke je osrednji vladi v Nemčiji onemogočila neposreden nadzor ali administrativno vlogo v finančnem sistemu, torej vlogo, ki je potrebna za uporabo financ kot instrumenta selektivne politike (Zysman, 1987, str. 255). Neodvisnost centralne banke je tako le še utrdila tržni značaj nemškega finančnega sistema.³⁰

³⁰ Bundesbank je prevzela nadzor nad denarjem v obtoku, skrbela za zadostno ponudbo kreditov za gospodarstvo in kot medbančna obračunska institucija skrbela za poravnavo plačil (Reeves, Kelly-Holmes, 1997, str. 34). Ob tem je vplivala na obrestno mero na kapitalskem trgu in s svojo politiko skrbela za stabilnost nemške marke, ki jo je leta 1948 uvedel takratni finančni minister Ludwig Erhard. Kot ugotavlja Zysman (1987, str. 260), je Deutsche Bundesbank v tržne operacije in preusmerjanje virov posegala manj pogosto kot centralne banke ostalih zelo razvitih držav. Z vstopom Nemčije v denarno področje evra je Deutsche Bundesbank, tako kot ostale nacionalne centralne banke v Evrosistemu, izgubila pristojnosti za vodenje samostojne monetarne politike. To nalogo je v

Nemški model zaradi navedenih dejstev nedvomno velja za zelo uspešnega, kar dokazujejo tudi njegova gospodarska uspešnost. Vendar je ta model deležen tudi kritik, saj naj bi po mnenju nekaterih analitikov pospeševal gospodarsko koncentracijo in negativno vplival na konkurenco med podjetji, banke pa naj bi zaradi prevelike zaposlenosti z velikimi podjetji imele premalo časa za manjša (Jaklič, 1994, str. 47). Tako so se konec 80. let pojavili celo predlogi o omejitvi ali celo prepovedi lastniškega povezovanja bank in podjetij. Zagovorniki obstoječega sistema so temu nasprotovali, in med drugim opozarjali, da bi sprejetje takšnih omejitev lahko pomenilo prihod velikega števila tujih bank in sploh tujih lastnikov v nemška podjetja. To je bilo za Nemčijo tudi eno najbolj bolečih vprašanj pri dogovarjanju o režimu finančnih storitev v Evropski uniji, ki je prinesel popolno sprostitev kapitalskih trgov med članicami EU.

"Neizpostavljenost kapitalskim trgov je še posebej mala in srednja podjetja zaščitila pred vročico združitve in nakupov, ki se je v osemdesetih širila po anglo-sakassonskem svetu, in pred muhavostjo kratkoročnega kapitala. Posledica tega je bila skromna velikost nemškega borznega trga" (Reeves, Kelly-Holmes, 1997, str. 222). Sekuratizacija nemških podjetij v deležu BDP je konec leta 1994 znašala 23 odstotkov, medtem ko je v Kanadi dosegala 110 odstotkov, v ZDA 92 in celo v Franciji 30 odstotkov. Takšne razmere na domačem borznem trgu so, menita Reeves in Kelly-Holmes (1997, str. 223), institucionalne vlagatelje prisilile, da so svoja sredstva usmerjali v čezmorske trge³¹, ob tem pa so oslabile konkurenčni položaj in moč Nemčije kot finančnega centra.

Slabosti nemškega sistema so se pokazale tudi ob združitvi z Nemško demokratično republiko, ki se je začela pod vplivom skupne iniciative bank in federalne vlade. Tri največje zahodnonemške banke so kupile komercialno mrežo nekaterih nekdanjih državnih bank in zavarovalnic. Tržno- kreditni sistem v vzhodnem delu države naj bi deloval po ekonomskih načelih zasebnega sektorja in konkurence med obstoječimi bankami, vendar načela zasebnega sektorja niso bila primerna, zato so komercialne banke od privatizacijske agencije Treuhand zahtevale, da prevzame dolgove vzhodnonemških podjetij (Story, Walter, 1997, str. 293). Banke tudi niso pokazale pravega razumevanja za prestrukturiranje podjetij v tem delu države. Velik del posojil za ta namen so tako morale zagotoviti federalne kreditne institucije. Sanacija vzhodnega dela združene države je med drugim posredno vplivala tudi na dvig nemških obrestnih mer (pa tudi v drugih država EU) in tako dodobra oklestila obseg naložb v gospodarstvu. To je skupaj še z nekaterimi drugimi dejavniki³² zavrlo gospodarsko rast, ki je bila leta 1993 po več kot 10 letih negativna. Znašala je -1,2 odstotka.

Vloga bank v nemškem gospodarstvu se postopno spreminja (Marklew, 1995, str. 198). Tudi vezi med podjetji in bankami se postopno rahljajo. Nemška podjetja v preteklem desetletju niso

začetku leta 1999 prevzela Evropska centralna banka (*European Central Bank*), nacionalne centralne banke pa so postale njeni agenti.

³¹ Celó Deutsche Bank je leta 1994 sedež svojega investicijskega bančništva preselila v London.

³² Savin (1993) kot glavna vzroka navaja še nižjo rast izvoza in visoke stroške dela.

le občutno povečala svojih naložb v tujini, ampak so začela na mednarodnih trgih iskati tudi kapital³³. Danes je tudi Nemčija globoko vpeta ne le v evropske, temveč tudi druge mednarodne kapitalske tokove. Krepi se tudi financiranje podjetij prek kapitalskih trgov in povečuje število podjetij na borzah³⁴. "Kapitalski trgi izrinjajo hišne banke kot vir denarja. Nemčija postaja neto uvoznik kapitala in podjetja morajo, da bi privabila mednarodne delničarje, postati bolj pregledna in si postaviti strožje cilje" (The Economist, 2000d). Domač finančni sektor kljub temu ostaja pomemben. Leta 2000 so finančne storitve skupaj s poslovnimi ustvarile 30,4 odstotka nemškega BDP (Avšič, 2002).

3.3. FRANCIJA

Finančni sistem, ki se je po drugi svetovni vojni razvil v Franciji, gotovo velja za primer državno vodenega finančnega sistema, ali če sledimo Zysmanovi opredelitvi, za obliko na kreditih zasnovanega finančnega sistema z vodenimi cenami. Osrednja vloga v tem finančnem sistemu je namreč pripadla državi oziroma finančnemu ministrstvu, ki je skrbelo za alokacijo sredstev v gospodarstvu in določalo ceno kapitala, ali kot pravita Story in Walter (1997, str. 143), v tej državi je ministrstvo za finance predstavljalo osrednjo točko tako za varčevalce kot izposojevalce, saj je neposredno nadziralo finančne trge. Finančni sistem je tako veljal za ključni instrument francoske industrijske politike in poseganja države v gospodarstvo. Oblikovanje intervenistične države je bila po Zysmanu (1987, str. 104) posledica prepričanja povojnih oblasti, da je le tako mogoče doseči industrijsko rast in utrditi položaj francoskih podjetij na mednarodnih trgih.

Glavni gospodarski cilji prve povojne vlade so bili ekspanzija, proizvodnja, konkurenca in koncentracija. Vlada je v povojnem obdobju svojo moč v finančnem sistemu okrepila na tri načine: z nacionalizacijo bank, nadzorom nad poslovanjem bank in njihovo kreditno politiko ter z ustanovitvijo mehanizmov za selektivno alokacijo kreditov (Zysman, 1987, str. 110). Vlada je tako poddržavila francosko centralno banko – Banque de France, ki je javna ustanova postala že med vojno – in največje komercialne banke (Société Generalé, Crédit Lyonnais, Banque Nationale de Paris). Ustanovila je tudi Conseil National de Credit (CNC), da bi deloval kot korporacijski parlament interesov in sprejemal ključne odločitve o alokaciji kreditov (Story, Walter, 1997, str. 191). Finančne trge je razdelila med obstoječe banke, vzajemne sklade in varčevalne banke. Tudi te je nadzorovala država, saj naj bi jim bil kot zasebnim finančnim institucijam pomembnejši dobiček od naroda. "Francoska rast naj bi torej temeljila na vladno usmerjenih kreditih" (Story, Walter, 1997, str. 191). Finančno ministrstvo, ki mu je pri pripadala osrednja vloga, je bilo prepričano, da lahko samo vladni nadzor doseže preoblikovanje kratkoročnih prihrankov v dolgoročne naložbe. Ta novi ustroj ni le podeljeval

³³ Prvo podjetje, ki je nove vire poiskalo na ameriških in britanskih kapitalskih trgih, je bila družba Daimler – Benz AG, ki se je nato leta 1998 združila z ameriškim Chryslerjem.

³⁴ V zadnjem času se v na nemško borzo Neuer Markt, kjer kotirajo predvsem t.i. podjetja nove ekonomije, uvrščajo tudi sektorji, ki prej na borzah niso bili zastopani (Corporate finance overview, 1999).

vladi pravice do poseganja, ampak je komercialne banke tesneje povezal njihovimi strankami iz industrije (Zysman, 1987, str. 111).

V središču francoskega sistema so bili finančno ministrstvo, ministrstvo za industrijo in Banque de France³⁵ ter do 70. let tudi t.i. komisija za planiranje. Med temi sta imela osrednjo vlogo zakladnica (*Trésor*), ki je delovala v okviru finančnega ministrstva, in CNC. Institucije s presežnimi sredstvi so morale svoje presežke deponirati pri zakladnici. Ta je prek prodaje in nakupov državnih vrednostnih papirjev določala vodilno obrestno mero na trgu. Sredstva so se porazdeljevala prek treh kanalov³⁶. Prek komercialnih bank, ki so svoja sredstva posojale na denarnem trgu po vodilni obrestni meri (*lead rate*). Depoziti lokalnih oblasti, pošt in varčevalnih bank so se v obtok vračali prek vladnih izdatkov. To so bile neposredne državne pomoči, ki so se razdeljevale prek Fund de Développement Economique et Social, ki je prav tako deloval pod okriljem zakladnice. Tretji kanal je bila zakladnica sama, ki je sredstva, zbrana na obvezniškem trgu, razdeljevala posameznim sektorjem, in sicer prek javnih in parajavnih institucij. Med temi so bile najpomembnejše Caisse des Dépôts et Consignations (CdC), Crédit National in Crédit Agricole. Med letoma 1945 in 1958 je ta krogotok francoskemu gospodarstvu zagotovil 80 odstotkov investicijskih posojil (Story, Walter, 1997, str. 192). Ob tem je zakladnica skrbela za ponudbo denarja, za nadzor nad bankami in vladnimi posojili ter pomočmi industriji in za vladne finance. Hkrati je s poseganjem prek posojili v gospodarstvo in transfernimi zmogljivostmi tudi sama delovala kot finančni posrednik (Zysman, 1987, str. 115). Ministrstvo za finance je med letoma 1947 in 1985 prek Banque Française de Commerce Extérieure skrbelo še za financiranje izvoza. The Compagnie Française pour le Commerce Extérieur je v imenu zakladnice skrbela za zavarovanje izvoznih pogodb pred različnimi tveganji.

Prvo bančno reformo, ki je pomenila deregulacijo obstoječega sistema, je Francija izpeljala leta 1966. De Boissieu (1993, str. 194) navaja, da so te spremembe prinesle popolno liberalizacijo posojilnih obrestnih mer, medtem ko so obrestno mero za depozite še vedno nadzirale monetarne oblasti. Ob tem so banke smele ustanavljati podružnice, kar je zaostriло tekmo za tržne deleže in omililo razlikovanje med komercialnim in investicijskim bančništvom. Prve so lahko imele do 20-odstotni lastniški delež v podjetjih, druge pa so lahko začele sprejemati depozite. Te spremembe so okrepile vezi med finančnim sektorjem in industrijo ter omogočile vzpostavitev upravljalvskega sožitja med zasebnim in javnim sektorjem. Ker komercialne banke niso smele ponujati obresti za depozite, se je začel njihov tržni delež hitro krčiti, zato so se banke usmerile na trg obveznic (Story, Walter, 1997, str. 192)

³⁵ Banque de France je svojo samostojnost izgubila že leta 1936 in tudi po vojni ni mogla voditi samostojne monetarne politike. Šele leta 1993 je ponovno dobila nadzor nad bančnim sistemom, medtem ko je za politiko deviznega tečaja še vendno skrbela vlada.

³⁶ O porazdeljevanju finančnih sredstev so tako v veliki meri odločali državni uradniki, ki so imeli v Franciji velik ugled. Ta je izhajal iz podobe, da delujejo v interesu javnosti.

Zmanjšanje obsega narodnogospodarskih prihrankov in poslabšanje javnih financ v 70. letih je državnemu načinu financiranja povzročalo precejšnje težave. Zakladnica je med letoma 1974 in 1982 državna podjetja vzpodbujala pri zadolževanju v Londonu; ta tuja posojila so ji pomagala preseči omejenost francoskega domačega trga, ohraniti naložbe in pokriti primanjkljaj na tekočem računu (Story, Walter, 1997, str. 195). Kljub temu se je velik del francoskega gospodarstva še vedno financiral s subvencionirano obrestno mero. Delež subvencioniranih posojil v celotni vsoti posojil je leta 1975 dosegel 42 odstotkov, leta 1984 pa 44,6 odstotka (De Boissieu, 1993, str. 199). Z letom 1986 se je začel ta delež zmanjševati, a je konec leta 1987 še vedno znašal 42 odstotkov.

Leta 1984 je bil sprejet novi bančni zakon, ki je v Franciji uvedel univerzalno bančništvo in prinesel enotna pravila za vse registrirane finančne institucije. "Ta modernizirani državni korporatizem je še okrepil položaj zakladnice in Banque de France" (Story, Walter, 1997, str. 197). Hkrati je novi zakon zaradi strožjih določil banke prisilil, da so začele zbirati lastni kapital in paziti na dobičke. Ob tem so francoske banke začele internacionalizirati svoje posle in širiti izvenbilančne dejavnosti. Odprava omejitev na posojila leta 1986 je zaostriala tudi konkurenco na področju posojil. Povpraševanje podjetij po posojilih je upadlo, saj je njihovo samofinanciranje zraslo z 68 odstotkov v letu 1984 na več kot sto odstotkov v devetdesetih (Story, Walter, 1997, str. 197), zato so se banke preusmerile v gospodinjska posojila in svetovalne ter druge storitve. Sicer pa so bile na francoskem trgu vse bolj prisotne tudi tuje banke; leta 1987 je njihov tržni delež dosegel 17,1 odstotka.

V začetku osemdesetih je v Franciji pod vladavino socialistov prišlo do drugega vala nacionalizacije bank. Nacionalizacija naj bi prinesla ugodnejše financiranje za mala in srednja podjetja ter omogočila jasnejše izražanje industrijske in monetarne politike. De Boissieu (1993, str. 210) ugotavlja, da so bili rezultati bolj žalostni. Avtor hkrati opozarja, da lastništvo ni vedno povezano s porazdelitvijo moči. Nacionalizaciji bank je s prihodom konzervativne vlade leta 1986 sledila privatizacija bank, ki pa je bila zaradi finančnega zloma leta 1987 prekinjena. Kljub temu je različnim vladam od konca 80. do sredine 90. let uspelo privatizirati del bank in zavarovalnic, med njimi tudi Société Générale, Paribas, Groupe Assurances Nationales... Lastniki teh institucij so postali tudi tujci.

Francoska podjetja so v preteklosti med oblikami zunanjega financiranja največkrat izbrala najem posojila pri finančnih institucijah, vendar se je med varčevalne in investicijske institucije vrivala država in tako vplivala na alokacijo posojil in njihov obseg. Kot ugotavljata Story in Walter (1997, str. 143), porazdeljevanje sredstev ni bilo odvisno le od javnih uslužbencev, ampak tudi od zavezništev med vodstvi in nadzornimi sveti v državnih in zasebnih podjetjih, ki so prinašala nekatere državne ugodnosti. Rezultat je bil oblikovanje intimnih odnosov med vlado, finančnimi institucijami in podjetji (Zysman, 1987, str. 123). Vezi med financami, vlado in industrijo so bile od podjetja do podjetja različne (Zysman, 1987, str. 113) in odvisne od tega, kdo jih je nadziral. Zanimivo je, da banke kljub tem intimnim odnosom niso bile velike

delničarke podjetij. Danes so lastnice približno 4 odstotkov vseh delnic (Ribnikar, 2001, str. 51).

Finančni sistem je postal ključni instrument francoske industrijske politike. Zysman (1987, str. 130-131) navaja več instrumentov, s katerimi je finančni sistem izvršni oblasti omogočal, da je vplivala na razvoj gospodarstva. Mednje sodijo sredstva za neposredna posojila in nepovratne pomoči, ki jih je dodeljevala zakladnica. Ob tem so paradržavne in posojilne agencije vlado zalagale z informacijami in služile kot njeni zavezniki v pogajanjih z industrijo, hkrati pa so bile vladni instrument za alokacijo kreditov. Vladni zavezniki so bile tudi banke, ki so imele lastniške deleže in posojila v industrijskem sektorju. Takšen sistem je vladi omogočal tudi nadzor nad obrestno mero in nadzor nad ponudbo denarja, kar je bilo vladno orodje za nadzor nad uporabo denarja.

K razvoju državno vodenega finančnega sistema so po mnenju teoretikov v Franciji v veliki meri prispevale politične in gospodarske okoliščine. Finančni sistem kot instrument industrijske politike je po Zysmanovem (1987, str. 146) mnenju namreč omogočal ohranjanje gospodarske rasti (kar je bil cilj povojnih vlad) in hkrati ohranjanje politične stabilnosti. Povojnim vladam je dopuščal, da so finančno podpirale in pred konkurenco zaščitile tradicionalni sektor, ki se je upiral spremembam, hkrati so sredstva zagotavljale rastočemu delu francoske industrije³⁷. Cilj francoskih vlad je sicer bil približati finančni sistem in industrijske odnose nemškemu modelu, ki smo ga predstavili v prejšnjem poglavju. Story in Walter (1997, str. 218) ugotavljata, da francoski nemški model ni uspel ločiti moči in funkcije države v delovanju gospodarstva. Avtorja dodajata, da so podobno kot v Nemčiji, družbe imele deleže druga v drugi in bile članice nadzornih svetov, vendar se je francoski politični tržni prostor izogibal razpravi o položaju države in podjetij.

V prejšnjem desetletju so se tudi v Franciji razmere spremenile. Reforme in deregulacija finančnega sistema so prispevali, da se je država umaknila iz neposrednega nadzora nad kreditnim trgom. Prav tako ni več tesno povezana z različnimi deli nacionalnega finančnega sistema³⁸. Kljub temu ostaja eden od pomembnejših vlagateljev. Država, na primer skupaj s šolskimi ustanovami financira laboratorije, kjer študentje ustanavljajo nova podjetja (Klemenčič, 2000, str. 37). Število teh iz leta v leto narašča.

Francoska vlada se je odzvala tudi na probleme financiranja malih in srednje velikih podjetij, saj se je izkazalo, da uspe le 20 do 25 odstotkom teh podjetij pridobiti bančno posojilo in tako potrebne vire. Leta 2000 je zato skupaj z bankami ustanovila razvojno banko BDPME (*Banque*

³⁷ Pokrivanje denarnih zahtev vseh teh skupin je vodilo v nenadzorovano tiskanje denarja in posledično ustvarjalo visoko inflacijo. Vendar, kot pravi Zysman (1987, str. 139), je bilo za francoske vlade spodbujanje gospodarske rasti pomembnejše od nadzorovanja ponudbe denarja. Po njegovem mnenju je bila inflacija cena za uporabo finančnega sistema za preseganje nasprotij med kmetijsko in industrijsko družbo.

³⁸ Enako kot Nemčija od začetka leta 1999 tudi Francija sodi v denarno območje evra. Banque de France je tako izgubila svojo denarno suverenost, kar je dodatno omejilo možnosti države za poseganje v finančni sistem in prek njega v gospodarstvo.

de Développement des PME), katere namen je z mikroposojili in jamstvi pomagati malim podjetjem v ustanavljanju. Na ta način tem podjetjem odpira tudi vrata do bank. BDPM za dodeljena posojila prevzema del tveganj. Od septembra 2000 do konca junija 2002 je ta institucija dodelila za 96 milijonov evrov posojil, ki jih je razdelila 14.770 podjetjem, ta pa so ustvarila 16.958 delovnih mest.

Marklewjeva (1994, str. 109) ugotavlja, da so javno-zasebne meje še vedno nejasne, kar dokazuje navzkrižno lastništvo, ki se je oblikovalo med državnimi in zasebnimi podjetji ter finančnimi družbami, in velik del zasebnega lastništva v državnih podjetjih. *The Economist* (1999a, str. 4) celo meni, da je francoski model dosegel svoje skrajne meje, kar naj bi Francijo še bolj potisnilo proti anglo-ameriškemu modelu.

Francoski trg vrednostnih papirjev je bil zaradi značilnega načina prerazporejanja sredstev potisnjen v ozadje in je ponovno oživel šele konec 70 let. Za to si je prizadevala tudi oblast, ki je leta 1984 uvedla davčno olajšavo za vlaganje prihrankov v francoske delnice. Eden glavnih ciljev sprememb je bil razviti Pariz v mednarodni finančni center in financiranje francoskih podjetij približati anglo-ameriškemu modelu. Odpiranje in razvoj kapitalskega trga je velikim francoskim korporacijam, kot so L'Oréal, Renault, Alcatel, omogočil da so postale svetovne multinacionalke, hkrati pa se je v Francijo začel stekati tuj kapital. "Še pred kratkim so tujci Franciji pripisovali preveliko administrativno nedostopnost, zdaj pa je celo najbolj odprta izmed vseh članic OECD –Organizacije za ekonomsko sodelovanje in razvoj. Štirideset odstotkov Pariške borze je v anglosaških rokah, kar četrtno projektov na področju novih tehnologij financirajo ZDA, 14,5 odstotka Nemčija, 9,6 odstotka Velika Britanija in 8,9 odstotka Belgija" (Klemenčič, 2000, str. 37) Vstop Francije v denarno območje evra je po mnenju analitikov pospešilo približevanje Francije anglo-ameriškemu sistemu. Kljub začetnim dvomom so zacveteli tudi finančni trgi nove ekonomije, naložbe tveganega kapitala pa so se v letu dni povečale za 124 odstotkov (Klemenčič, 2000, str. 36).

3.4. JAPONSKA

Podobno kot Francija je tudi Japonska po drugi svetovni vojni razvila na kreditih zasnovan finančni sistem, ki ga je nadzorovala država. Čeprav se je tam sistem nekoliko razlikoval od francoskega, je tudi na Japonskem država finančni sistem uporabljala kot instrument za vodenje industrijske politike, katere cilj je bil razvoj in rast sektorjev z visoko dodano vrednostjo.

Pred drugo svetovno vojno država na Japonskem ni imela pomembnejše vloge pri financiranju podjetij. Gonilna sila japonske gospodarske rasti so bili tako imenovani *zaibatsuji* (Jaklič, 1994, str. 56). To so bile nekakšne industrijske skupine v zasebni, praviloma družinski lasti, ki so bile tesno povezane z bančnim sektorjem. Vojna je japonski povzročila zelo veliko gospodarsko škodo, ob tem je s prisilno odstranitvijo zaibatsujev med industrijskim in

finančnim sektorjem nastal velik prepad. "Zaradi tega prepada so si državni birokrati postavili cilj, da obnovijo japonsko gospodarstvo, kar je zahtevalo aktivnejšo vlogo države" (Jaklič, 1994, str. 56). Osrednja vloga je pri tem pripadla japonskemu Ministrstvu za mednarodno trgovino in industrijo (MITI) ter Ministrstvu za finance.

V povojnem obdobju so oblasti podjetja, ki so bila večinoma v zasebni lasti, vsodbujale, da so se pri zunanjem financiranju opirala na banke, ki so prav tako ostale zasebne. Odnos podjetij z glavno banko družbe je bil na Japonskem podoben odnosom v Nemčiji (Walter, Smith, 1992, str. 6). Banke so imele lastniške deleže v podjetjih, ki so bila njihove stranke, pa tudi ta so imela deleže v bankah. Iz takšnega navzkrižnega lastništva so se oblikovale tvorbe imenovane *keiretsu* – "skupina zavezniških podjetij, združena okoli glavne banke" (Krugman, 1999, str. 63), kjer so medsebojne povezave menedžerjem omogočale neodvisnost od zunanjih delničarjev³⁹. Takšna zavezništva so predstavljala tudi oviro za vstop tujcev na japonski trg.

Banke, so bile pod strogim nadzorom japonske centralne banke in ministrstva za finance, ki je v sodelovanju z MITI reguliralo in usmerjalo bančna posojila v izbrane industrijske sektorje. "Nadzorniki so poznali podrobnosti vsakega posojila, kot tudi dnevni tok denarja in slaba posojila v bankah" (Walter, Smith, 1992, str. 8). Banke so bile glavni posrednik med varčevalci, to so bila pretežno gospodinjstva, in posojilojemalci – večinoma podjetja. Čeprav so banke podjetjem samostojno dodeljevale posojila, je vladi vendarle uspelo vplivati na razporejanje teh posojil. Kako? Obrestno mero na kapitalskem trgu je v povojnih letih določala vlada, ki je ceno denarja ohranjala pod tržno. Na trgu je tako nenehno obstajalo presežno povpraševanje po denarju. Cilj oblasti je bil doseči največji možni obseg bančnih posojil, da bi pokrili vse potrebe izvozno in investicijsko usmerjenih podjetij. Temu je bila prilagojena tudi bančna zakonodaja. Japonske banke so se namreč lahko za pridobitev dodatnih sredstev zadolževale pri centralni banki, ki ni bila neodvisna, ampak je sledila politiki ministrstva za finance in ministrstva za mednarodno trgovino in industrijo. Ker je v obdobju hitre rasti obstajalo veliko povpraševanje po posojilih komercialnih bank, so te hitro presegle dovoljeno raven in so se, da so lahko pokrile potrebe svojih komitentov, morale dodatno zadolževati pri centralni banki (Zysman, 1987, str. 249). Pogoj za dodelitev dodatnih sredstev je bila usklajenost posojilne politike komercialnih bank z vladnimi prioritetami. Zysman (1987, str. 250) tako ugotavlja, da so bila podjetja odvisna od komercialnih bank in te od vlade.

Delovanje finančnega sistema je podjetjem omogočalo, da so se prezadolževala, kar je sicer omogočalo hitro povojno rast, a hkrati prinašalo določeno tveganje. "Kljub navidezno tvegani finančni strukturi gospodarskih družb, je sistem ostajal stabilen, saj je vladna skrb za dobrobit podjetij v favoriziranih sektorjih delovala kot brezpogojno jamstvo za njihova bančna posojila"

³⁹ Leta 1990 je bilo v lasti skupin navzkrižnega lastništva približno 60 odstotkov vseh delnic (Story, Walter, 1997, str. 147). Od zunanjih delničarjev se je pričakovalo, da bodo sledili politiki celotne skupine (Walter, Smith, 1992, str. 9).

(Zysman, 1987, str. 243)⁴⁰. Ker so si podjetja denar, ki so ga potrebovala, lahko brez večjih težav izposojala pri bankah, jim, ugotavlja Krugman (1999, str. 63), ni bilo treba skrbeti za kratkoročen dobiček oziroma dobičkonosnost nasploh.

Na drugi strani je bančni sektor v celoti imel preveč posojil. Banke so v posojila spreminjale depozite in delniški kapital. "Banke same so imele zelo malo premoženja," (Walter, Smith, 1992, str. 8). MITI je zadolževanje bank pri centralni banki vsodbujal z omejevanjem bank pri zbiranju posojil in izdajanju bančnih obveznic. Država je začela nadzirati tudi varčevanje z omejevanjem bančnih podružnic in usmerjanjem prihrankov iz poštnih hranilnic prek Izvoznouvozne banke in Japonske banke za razvoj v tista oligopolna podjetja, ki jih je označila za odločilna za gospodarski razvoj (Jaklič, 1994, str. 57). Ministrstvo za finance je uravnavalo tudi nebančni finančni sektor, vključno z zavarovalnicami in industrijo vrednostnih papirjev. Trg vrednostnih papirjev je bil slabo razvit in podjetjem ni zagotavljal prave druge možnosti za financiranje svojih dejavnosti.

Mehanizem dolžniškega financiranja je tako vodil k vztrajnemu naraščanju ravni zadolženosti, zaradi česar so japonska podjetja in banke postale ranljive za morebitne nepričakovane spremembe na trgu. "Resno sesutje podjetja z veliko dolžniškega kapitala (*highly leveraged*) ne bi ogrozilo le družbe in njenih dobaviteljev, temveč bi lahko prizadelo banke. Ker bi propad bank lahko zelo vplival na vso gospodarstvo, težave podjetja postanejo zadeva javne politike" (Zysman, 1987, str. 243).

Z razvojem kapitalskega trga na Japonskem se zmanjšuje tudi vloga države pri financiranju podjetij. "Vpliv MITI ni več toliko v nadzoru alokacije kreditov ali v obvladovanju formalne oblasti, ampak predvsem v njegovi moči prepričevanja, koordinacije in podpiranja zasebnega sektorja, pri zbiranju informacij, predlaganju širših strateških usmeritev, podpiranju interesov skupnosti in posredovanju med domačimi in tujimi gospodarstvi" (Jaklič, 1994, str. 57). Marklewjeva (1995, str. 204) ugotavlja, da se z liberalizacijo finančnih trgov in rastočo ponudbo finančnih produktov postopno rahlja tudi tesna povezanost japonskih podjetij z glavno banko. Leta 1970 so japonska podjetja prek delniških trgov pridobila le desetino svojih sredstev in 80 odstotkov pri bankah, do leta 1985 pa je ta delež bančnih posojil zdrsnil na 20 odstotkov, medtem ko se je delež sredstev iz kapitalskih trgov povzpел na 45 odstotkov (Story, Walter, 1997, str. 148). Japonski trg je bil dolgo tudi na finančnem področju razmeroma zaprt. Liberalizacija, ki se je začela v 70. letih, je zaradi pritiska tujih vlagateljev začela odpirati finančne trge. Tokijska borza tako danes sodi med pomembnejše svetovne finančne centre.

Sistem, ki smo ga osvetlili, je v povojnih letih zares prispeval k izjemnemu gospodarskemu napredku države. Japonska je bila med letoma 1953 in 1973 med najhitreje rastočimi državami na svetu. Letne stopnje rasti so dosegale tudi več kot 10 odstotkov (glej *slika 10*). V zgodnjih

⁴⁰ Zaradi prepričanja, da bo država jamčila za bančne vloge, tudi so varčevalci svoje prihranke še vedno zaupali bankam.

70. letih se je ta rast nenadoma upočasnila, slabosti sistema pa so postale očitne konec osemdesetih let. Gospodarska rast se je vztrajno zmanjševala in leta 1998 je japonska industrija proizvedla manj kot leta 1991.

Ekonomisti so ugotavljali, da se je Japonska znašla v likvidnostni pasti (*liquidity trap*). Krugman (1999, str. 69 -76) meni, da so japonske banke posojale več kot kdorkoli, ne da bi pri tem pazile na kakovost posojilojemalca, in s tem prispevale k napihnenosti japonskega gospodarstva do groteskni razsežnosti⁴¹. Ta balon je zato po njegovem mnenju moral prej ali slej počiti, in ko je, se je zaradi tega zmanjšal obseg naložb, porabe in celotnega povpraševanja. Slednjega ni spodbudilo niti znižanje obrestnih mer, ki so dosegle vrednost nič. Japonska vlada se je v skladu s keynesiansko doktrino v začetku devetdesetih let celo dodatno zadolžila in financirala številne javne projekte, vendar program ni bil dovolj učinkovit. V zasebnem sektorju so sicer obstajali gospodarski subjekti, ki bi bili pripravljeni vlagati v nove naložbe, vendar jim banke zaradi izčrpanosti niso mogle zagotavljati posojil. Zaradi omajanega zaupanja v banke so te le s težavo zbirale sredstva, ob tem pa so se zaradi večletne stagnacije tudi mnoga dobra posojila spremenila v slaba⁴². Vsa šibkost kreditnega sistema je postala očitna leta 1997, ko so nadzorniki začeli resneje uvajati pravila o bančni kapitalizaciji. To je v naslednjem letu prispevalo k dwoodstotnemu zmanjšanju BDP.

Japonska se z recesijo bori še danes, vendar se vladajoče sile izogibajo radikalnim in bolečim ukrepom v bančništvu in gospodarstvu, ki jih predlagajo tuji izvedenci. "Raje se držijo politike postopne privatizacije bančništva in previdnih sprememb v gospodarstvu ter na trgu delovne sile, čeprav za ceno podaljšane recesije" (Pudgar, 2002, str. 16).

3.5. FINSKA

Tudi finski finančni sistem je bil tradicionalno zasnovan na kreditih. Podobno kot v večini evropskih držav so bili tudi na Finskem najpomembnejši finančni posredniki banke. Njihova posojila so bila najpomembnejši finančni vir za podjetja, bančni depoziti pa so prevladovali v finančnem premoženju gospodinjstev. Do osemdesetih let je Finska imela značilen kolaborativen poslovni sistem, v katerem so jedro tvorile banke in njihova podjetja. Vsaka bančna skupina je bila prek navzkrižnega lastništva in tesnih odnosov uprav povezana z drugo bančno skupino (Tainio, Lilja, 2002). V literaturi ni zaslediti, da bi podjetja podobno kot v Nemčiji imela nekakšno hišno banko, vendar pa OECD (1985, str. 29) navaja, da so se stranke v povojnem času običajno odločale za razmerje le z eno banko. Tudi Tainio in Lilja (2002) ugotavljata dolgoročne odnose med strankami in banko. Ob tem opozarjata na lastniško

⁴¹ "Na začetku 90. let je bila tržna kapitalizacija Japonske (skupna vrednost vseh delnic v podjetjih v državi) večja kot tržna kapitalizacija ZDA, ki imajo dvakrat več prebivalcev in več kot dvakrat večji BDP" (Krugman, 1999, str. 64).

⁴² Po uradnih podatkih naj bi bilo slabih posojil v japonskih bankah za 100 milijard dolarjev, po drugih pa za dvajsetkrat več (Pudgar, 2002, str. 16)

integracijo med podjetji, ki so pripadala isti bančni skupini. Velika podjetja so bila tudi kapitalsko povezana z bankami, ki so lahko v njih imele do 10-odstotni lastniški delež (Zgodba o uspehu v dveh delih, 1993, str. 41). Poleg tega so bile značilnosti finskega finančnega sistema še administrativno nadzorovani depoziti in posojilne obrestne mere ter omejevanje posojil (OECD, 1985, str. 27).

Bančni sektor je sestavljalo manjše število zasebnih komercialnih bank, državna banka Postipankki in veliko lokalnih varčevalnih ter kooperacijskih bank⁴³. Prve so svoje storitve ponujale predvsem podjetjem, druge gospodinjstvom. Finske banke so bile univerzalne, saj so se ukvarjale tako s komercialnim kot investicijskim bančništvom. Država je imela prek ministrstva za finance in finske centralne banke v finančnem sistemu vse do srede osemdesetih let pomembno vlogo. Finska centralna banka je bila močna in od vlade neodvisna institucija. V njenih rokah ni bila le monetarna oblast, temveč je nadzirala tudi fiskalno politiko in pretirano rast državnih izdatkov (Jaklič, 1994, str. 89). Centralna banka je med drugim nadzorovala bančno povprečno posojilno obrestno mero, ki pa so jo lahko banke pri posameznih posojilih prosto oblikovale. Prave konkurence med bankami ni bilo, saj so za svoje produkte in storitve ponujale skoraj enake pogoje. Kot posledica nihanj v denarnih rezervah oziroma depozitih je prihajalo do cikličnih ekspanzij kreditov. "Nizke obrestne mere in velikodušna davčna obravnava za posledične obrestne stroške so vplivali na to, da so bila tako podjetja kot gospodinjstva zelo zadolžena pri bankah" (OECD, 1985, str. 27). OECD (1985, str. 27) navaja, da se je finska centralna banka odločala za povečevanje kreditov domačim podjetjem, predvsem za financiranje netradicionalnega izvoza ali za nakup domačih kapitalskih dobrin. Neposredne subvencije iz tega naslova naj bi bile majhne. Bolj so bile pomembne pri državnem posojanju javnosti (največ gospodinjstvom in kmetijstvu), a so se tudi tam zmanjševale. Ta vladna posojila so leta 1965 predstavljala 21,2 odstotka vseh kreditov, leta 1983 pa le še 9,2 odstotka. "Tradicionalni sistem je pomembno vplival na alokacijo finančnih in posledično tudi realnih virov. Nizke obrestne mere in splošno prilagodljiva monetarna politika so verjetno vzpodbujale naložbe in tako povečevale rast" (OECD, 1985, str. 30).

Kljub prevladi bank so bile zelo pomembne še druge finančne institucije. "Zavarovalnice, in pokojninski skladi so ponujali posojila iz zavarovalniških rezerv, hipotekarne banke in razvojne kreditne institucije pa so posojila financirale z izdajanjem dolgoročnih obveznic" (OECD, 1985, str. 27). Te in druge nebančne finančne institucije so javnemu sektorju sredi osemdesetih let zagotavljale približno tretjino vseh posojil. Trgi vrednostnih papirjev so bili vse do druge polovice 80. let razmeroma nepomembni.

Finski finančni trgi so bili strogo nadzorovani do osemdesetih let (Torvi, 1999), ko so se zaradi naraščajoče internacionalizacije poslovanja podjetij in bančništva začeli spreminjati v bolj tržno usmerjen sistem. Ker je domačih prihrankov primanjkovalo, so banke dobile zeleno luč

⁴³ Te lokalne banke za razliko od prvih niso imele neposrednega dostopa do sredstev centralne banke.

za dolgoročno zadolževanje v tujini. V finančnih centrih po tujini so začele ustanavljati podružnice, kar je še povečalo dostop domačih podjetij do mednarodnih posojil. Komerzialne banke so tako kot kanal za kapitalske tokove postale še pomembnejše (OECD, 1985, str. 32). Oblast je postopno odpravila nadzor nad določenimi obrestnimi merami in te so začele naraščati. V zgodnjih 80. letih se je na Finskem oblikoval kratkoročni denarni trg med podjetji. Značilnost finskega finančnega sistema v tistem obdobju je tako bila soobstajanje nadzorovanih in nenadzorovanih trgov (OECD, 1985, str. 34). Na drugi strani so lahko od leta 1982 naprej svoje podružnice na finskem odpirale tuje banke. Inovacije v bančnem sektorju so zaostrile konkurenco v finančni industriji in zrahljale odnose med strankami in bankami. Številna finska podjetja so se začela odločati za skupne naložbe z vodilnimi multinacionalkami, za ustanavljanje podružnic na tujem in za uvrščanje svojih delnic na tuje trge (Zgodba o uspehu v dveh delih, 1993, str. 41). Kljub temu je bančno poslovanje cvetelo. "Leta 1989 je ta panoga pri posojilih dosegla 30-odstotni prirast" (Profil, 1993). Spremembe so vplivale tudi na nebančne institucije in na oživitev trga vrednostnih papirjev. Tuje lastništvo finskih delnic, ki ga prej skoraj ni bilo, se je v prvi polovici tega obdobja povečalo na dve milijardi finskih mark. Približno polovico te vsote so predstavljale na novo izdane delnice na mednarodnih trgih, drugo polovico pa delnice, ki so jih tujci kupili na Helsinški borzi vrednostnih papirjev. V tem času se je oblikoval tudi izveznborzni trg (*over-the-counter market*), ki naj bi malim podjetjem odprl pot do tveganega kapitala. V tem obdobju se je obseg naložb zelo povečal, rast BDP je bila visoka in Finski je uspelo občutno zmanjšati razvojni zaostanek za razvitimi državami.

V začetku 90. let je finsko gospodarstvo predvsem zaradi izgube trgov v Sovjetski zvezi zašlo v najhujšo recesijo po drugi svetovni vojni; gospodarska rast je bila tri leta zapored negativna. Hkrati oziroma posledično je Finsko prizadela tudi kriza finančnega sektorja. Zaradi vse večjega števila plačilno nesposobnih strank so se banke spuščale v špekulativne posle, predvsem nepremičninske, zaradi katerih so zašle v težave, dodatno pa jih je prizadela še devalvacija finske marke. Septembra 1991 je morala Finska emisijska banka podpreti največjo finsko hranilnico Skop-Bank: pred popolnim zlomom so jo rešili z državnim prevzemom (Profil, 1993). Izgube bančnega sektorja v tem obdobju so dosegle kar desetino BDP (Glavič, 1998). Denar so poleg hranilnic in državne poštne banke potrebovale tudi številne zasebne banke, zato je vlada na hitro ustanovila sklad za sanacijo bank, ki je z denarno pomočjo preprečeval propad bank in hranilnic. Nekaj jih vendarle propadlo, nekatere je prevzela država. "Največja bančna skupina je bila likvidirana in razdeljena med banke, ki so še ostale. Dve največji komercialni banki sta se združili v Merita-bank, ki je postala finska osnova za sedanjo pannordijsko banko – Nordea. V tem času, natančneje leta 1993, je Finska odpravila še zadnje ovire za tuje naložbe. Leta 1996 so tako tuja podjetja zaposlovala že 65.000 ljudi (Peklaj, 1997). Finska si je do sredine 90. let vendarle opomogla in med prvimi izpolnila Maastrichtske kriterije ter v prvem krogu vstopila v EMU. Posledica bančne krize je bila, kot ugotavljata Tainio in Lilja (2002), nastanek prenovljenega finančnega sistema v začetku novega tisočletja.

Eden od dvomov, s katerim se srečuje finsko gospodarstvo, je, ali iskati tesnejše povezave znotraj evroobmočja ali s skandinavskimi sosedi (Finland winner: Merita Bank, 2000). Medtem ko banke iščejo vezi z bankami Severne Evrope⁴⁴, pa se je helsinška borza vrednostnih papirjev odločila za bolj južno povezovanje, in sicer s frankfurtsko, ki je povezana z londonsko in drugimi borzami vrednostnih papirjev. Oblikovanje pannordijske banke Nordea je zares internacionaliziralo finski finančni sektor in ga oddaljilo od kreditno zasnovanih sistemov (Tainio, Lilja, 2002). Obseg trgovanja na finskih trgih vrednostnih papirjev se je v zadnjih letih tako kot pri drugih državah zelo povečal. Global Investor (Finland winner: Merita Bank, 2000) meni, da je ta trg kljub temu eden najslabše delujočih v Evropi, The Economist (2000c) pa ugotavlja, da je finski delniški trg glede na BDP največji na svetu. Po njegovih podatkih je bila aprila 2000 tržna kapitalizacija tega trga vredna več kot trije finski BDP. Kar 69 odstotkov te vrednosti je ustvarilo največje finsko podjetje Nokia⁴⁵.

To podjetje je, podobno kot nekatere druge večje finske družbe, v devetdesetih postalo skorajda neodvisno od domačega finančnega sistema, saj je potreben kapital poiskalo na mednarodnih finančnih trgih. Hkrati je ravno s svojim prodorom na mednarodne trge prispevalo k prenovi finskega gospodarstva in tudi finančnega sistema. Tainio in Lilja (2002) govorita o tako imenovanem *Nokia učinku* (*Nokia effect*). Danes najuspešnejše finsko podjetje je leta 1992 za prestrukturiranje zelo potrebovalo svež kapital. Z novo vizijo podjetja jim je uspelo pritegniti ameriške vlagatelje in že leta 1994 se je Nokia uvrstila na Newyorško borzo (*New York Stock Exchange*). "Nokia je prek teh operacij zbrala 3,5 milijarde dolarjev, kar je zelo povečalo njeno neodvisnost od finskih finančnih institucij" (Tainio, Lilja, 2002). Ta finska družba je tako postala del nove konkurence, kjer podjetja med sabo tekmujejo za vlagatelje, pravila pa so večinoma določena v smislu povečevanja premoženja delničarjev (*shareholder value*). Nokia je bila zato prisiljena oblikovati nov način vladanja v podjetju. Do leta 1998 je bila Nokia usmerjena predvsem na lastno preoblikovanje, vendar je s tem vplivala tudi na spreminjanje finskega poslovnega sistema. Tainio in Lilja (2002) opažata, da so te spremembe potekale na tri načine. Prvi je uveljavitev delničarsko usmerjenih struktur in sprememb, ki zmanjšujejo vpliv domačih institucionalnih vlagateljev. Ob tem je Nokia kmalu postala vzor za druga finska podjetja, vse bolj odmevna pa je bila tudi pri oblikovanju institucionalnih struktur na Finskem, saj se je začela bolj aktivno in opazno vključevati v politične, socialne in gospodarske sfere.

Finska industrijska politika v povojnem obdobju je bila usmerjena predvsem k doseganju visokih stopenj naložb, ki jih je vspodbujala s pospešeno amortizacijo, davčnimi olajšavami in drugimi vzpodbudami. Čeprav, kot ugotavljata Koskinen in Virtanen (1998, str. 142), finska kultura in politična klima do nedavnega nista posebej podpirali podjetništva, so se že v 70. in 80. letih oblikovale številne vladne institucije, ki so podjetjem lajšale dostop do potrebnega

⁴⁴ Finska Merita Bank se je pred dvema letoma najprej združila s švedsko Nordbanken, nato pa še z dansko Unibank.

⁴⁵ Pri mož helsinške borze je leta 1999 dejal, da se na njihovi borzi čez pet let morda ne bo trgovalo z delicami njihove največje družbe, bo pa to lokalna borza za mala in srednja podjetja (Brown Humes, 2000a).

kapitala. Mnoge med njimi delujejo v okviru regionalne politike in so pod nadzorom Ministrstva za trgovino in industrijo. Tako je bila leta 1971 ustanovljena državna kreditna institucija Kera Ltd, ki dodeljuje posojila za razvojne dejavnosti podjetij, pa tudi posojila za ustanavljanje novih in ženskih podjetij. Leta 1978 je bil v okviru omenjenega ministrstva ustanovljen Svetovalni odbor za mala in srednja industrijska podjetja (*Consultative Committee for SMIE*) (Koskinen, Virtanen, 1998, str. 142). Med njegove naloge vseskozi sodi izboljševanje dostopa malih in srednjih podjetij do posojil in delniškega kapitala kot tudi izboljševanje njihovega položaja na denarnem trgu. Pet let pozneje je bila za financiranje raziskav in razvoja ustanovljena nacionalna tehnološka agencija – Tekes. Ta podjetjem med drugim podeljuje kapitalska in industrijska posojila⁴⁶ za raziskave in razvoj. Leta 1995 je Tekes podelil za 34 milijonov evrov teh posojil, do leta 2001 pa se je obseg teh posojil več kot podvojil (The Finnish State Aid Policy, 2002). Ob tem na Finskem deluje še Finski nacionalni sklad za razvoj in raziskave – Sitra, ki med drugim sofinancira faze ustanavljanja podjetij, in Fondacija za finske izume (*Foundation for Finnish Inventions*). Ena od nalog tega sklada je zagotavljanje tveganega kapitala za izume zasebnikov ali malih podjetij, pa tudi dodeljevanje posojil izumiteljem, ki nameravajo izume uporabljati v industrijske ali komercialne namene (The Finnish State Aid Policy, 2002). Takšno državno financiranje izbranih sektorjev oziroma dejavnosti je poleg drugih dejavnikov prispevalo, da so se na Finskem, kjer je še pred dobrim desetletjem 39 odstotkov izvoza ustvarjalo gozdarstvo (George, 2000), razvijale informacijska tehnologija in druge visoke tehnologije in s tem industrije, kot so telekomunikacije, informacijska oprema. Finska podjetja, na primer Nokia, danes na tem področju sodijo v svetovni vrh⁴⁷. Ta proizvajalec mobilnih telefonov je leta 1999 ustvaril kar petino finskega izvoza (Brown-Humes, 2000).

Državne institucije so v prejšnjem desetletju začele zagotavljati tudi tvegani kapital in tako pripomogle k razvoju trga takšnega kapitala. Po podatkih finskega ministrstva za trgovino in industrijo (The Finnish State Aid Policy, 2002) je skupna vrednost tveganega kapitala leta 1995 znašala 300 milijonov evrov, leta 2001 pa že 2,7 milijarde evrov. Delež zasebnih vlagateljev, predvsem pokojninskih skladov, zavarovalnic in bank, narašča, delež javnih vlagateljev pa se zmanjšuje. Leta 1995 so javni vlagatelji upravljali 47 odstotkov tveganega kapitala, leta 2001 pa le še 7,3 odstotka (The Finnish State Aid Policy, 2002).

Po vzoru DtA je tudi finska vlada leta 1996 ustanovila razvojno agencijo, katere poslanstvo je izboljšati dostop malih podjetij do finančnih virov. Finnvera ima za razliko od DtA 16 lastnih poslovalnic, malim podjetjem pa dodeljuje mikroposojila in posojila za podjetnice. Finnvera je od leta 1996 do konca leta 2001 dodelila za 300 milijonov evrov posojil, ki so ustvarila 21.000 delovnih mest.

⁴⁶ Kapitalska posojila znašajo od 35 do 60 odstotkov vseh stroškov, druga pa od 50 do 70 odstotkov vseh stroškov, za mala in srednja podjetja je lahko delež za desetino višji (The Finnish State aid policy, 2002).

⁴⁷ Različne državne vzpodbude visokim tehnologijam so prispevale k visoki računalniški pismenosti prebivalstva in tako k veliki popularnosti t.i. elektronskega bančništva. Finska ima sorazmerno največjo populacijo elektronskega bančništva na svetu, ugotavlja The Economist (2000a).

3.6. SKLEP

Izbrane države so, kot lahko ugotovimo, oblikovale različne modele finančnih sistemov in s tem različne odnose med finančnim sektorjem, podjetji in državo. Nobenega od modelov ne moremo opredeliti kot optimalnega, saj ima vsak svoje pomanjkljivosti. Vsi predstavljeni sistemi pa so se sčasoma spreminjali in se še vedno spreminjajo.

V ZDA so se ravno zaradi določenih pravil, ki jih je sprejela država, zelo razvile nebančne finančne institucije in kapitalski trgi, na katere so se pri pridobivanju zunanjih sredstev oprla tudi podjetja. Ta sistem, v katerem je med finančnim sektorjem, državo in nefinančnimi družbami veljalo pravilo nevmešavanja, se je izkazal za uspešnega, vendar ne nujno tudi v kriznih obdobjih. Tako so slednjič po letu 1992 tudi ZDA pristopile k oblikovanju celovitejše industrijske politike. Medtem ko je v ZDA država z omejitvijo dela finančnega sistema vplivala na podjetja in jih spodbudila, da so se iz zadolževanj pri bankah preusmerila k financiranju prek kapitalskih trgov, je na Finskem ta premik potekal drugače. Nokia, največje finsko podjetje, ki se je v začetku devetdesetih let podalo na mednarodne kapitalске trge, je prek t.i. Nokia učinka vplivala na preobrazbo finskega finančnega sistema, ki je bil tradicionalno zasnovan na kreditih. Vloga bank se tako tudi na Finskem se zmanjšuje, vse pomembnejši pa postajajo kapitalski trgi. Modela finančnega sistema, ki sta se oblikovala v Franciji in Japonski, se med seboj razlikujeta, v obeh pa je država igrala osrednjo vlogo in finančni sistem uporabljala celo kot instrument industrijske politike. Čeprav sta oba modela, še posebej Japonski, v 60. in 70. letih zagotavljala hitro gospodarsko rast, sta zaradi težav, ki sta jih povzročala, in zaradi pritiskov mednarodnih kapitalskih tokov v zadnjih 20 letih, tudi ta dva sistema doživela precejšnje spremembe. Država se umika iz osrednje vloge, povečuje pa se pomen tržnih sil in kapitalskih trgov. Preobrazbo v smeri anglo-ameriškega modela doživlja tudi Nemčija, kjer je osrednja vloga v finančnem sistemu tradicionalno pripadala bankam, ki so bile tesno povezane s podjetji.

4. SLOVENIJA

V Sloveniji se podobno kot v drugih nekdanjih socialističnih državah po prehodu v tržno gospodarstvo finančni sistem še oblikuje. Po več kot desetletju t.i. prehodnega obdobja so nekatere zelo pomembne in nepovratne odločitve že bile sprejete. V tem poglavju bomo tako poskušali opredeliti sedanje razmere ter podati nekatere smernice za razvoj tega sistema v prihodnje. Znotraj tega bomo seveda poskušali opredeliti vlogo industrijske politike.

4.1. SLOVENSKE FINANCE PO DRUGI SVETOVNI VOJNI

Razvoj slovenskih financ po drugi svetovni vojni, torej še v okviru nekdanje države Jugoslavije, je bil tesno povezan z ekonomskim sistemom skupne države, ki se je imenoval plansko-tržni. Še več finančni sistem je pravzaprav omogočal obstoj tega gospodarskega sistema, ki je temeljil na družbeni lastnini, zasebno pa zavračal.

Ribnikar (1994, str. 8) povojne finance imenuje kar čudaške. Poglejmo zakaj. Za nastanek podjetja in njegovo hitro rast so potrebni trajni viri sredstev, ki jih obstoječi gospodarski sistem ni zagotavljal, zato je oblast nekoga prisilila, da je svoja sredstva vložil v podjetje. Ker je to imelo zelo malo trajnega kapitala, ni bilo sposobno odplačevati bančnih posojil. Podjetja so s posojili vračala posojila⁴⁸ in jih odplačevala z amortizacijskimi sredstvi, za lažjo poravnavo dolgov pa so terjala in tudi dosegala rast cen svojega blaga. "Ker se je to dogajalo tudi pri drugih podjetjih, je bilo stvarno finančno olajšanje podjetij v inflaciji, ki je povzročala, da so bile realne obrestne mere negativne in posojila torej v zadostni meri darila"⁴⁹ (Ribnikar, 1994, str. 10). Finančni sistem je torej omogočal prerazdeljevanje premoženja iz bank⁵⁰ v podjetja. Ker se je zaradi tega začela zmanjševati nagnjenost k varčevanju, je oblast prebivalstvu dovolila vloge, denominirane v tujem denarju, kasneje pa še zadolževanje bank v tujini. A ščasoma so bile tudi te možnosti izčrpane, pri bankah so se pojavile dodatne izgube zaradi negativnih tečajnih razlik in gospodarska rast je zastala. Banke teh izgub niso mogle več obvladovati, zato jih je, kot navaja Ribnikar (1994, str. 11), prevzela Narodna banka Jugoslavije, ta pa je *luknjo* v svoji aktivni pokrivala z obrestmi za posojila poslovnim bankam. Te so ta strošek prek višjih obrestnih mer prevalile na svoje komitente (Ribnikar, 1994, str. 11). Prinčič (2001b, str. 56) ugotavlja, da so se sredi 60. let sicer pojavila prizadevanja za zmanjšanje političnega vpliva na banke in večje uveljavljanje načela poslovnosti bank, vendar so ta ostala na pol poti. Čeprav je bila, kot smo videli, država krepko vpletena v delovanje

⁴⁸ To so t.i. Ponzi finance.

⁴⁹ Ribnikar (1994, str.10) to imenuje *prvotna akumulacija družbenega kapitala*.

⁵⁰ Povojna oblast je obstoječe zasebne banke, hranilnice in posojilnice ter kreditne zadrage poddržavila oziroma likvidirala (Prinčič, 2001a, str. 54) ter nato denarne ustanove združila v nekaj državnih bank. Narodni banki Jugoslavije je, kot ugotavlja Prinčič (2001, str. 55), poleg vloge izdajatelja denarja pripadla še vloga državnega blagajnika, središča za kratkoročno kreditiranje in zunanjetrgovinsko poslovanje ter pravica do neposrednega

bančnega sistema, po našem mnenju ni šlo za uresničevanje industrijske politike prek finančnega sistema (kot na primer v Franciji ali Japonski), temveč ga je država izrabljala za zagotavljanje obstoja unikatnega plansko-tržnega gospodarskega sistema.

V začetku osemdesetih so bile možnosti obstoječega sistema izčrpane in država je uvedla indeksacijo. Podjetja nenadoma niso več mogla odplačevati svojih dolgov, ki so postali predragi, v bankah so se začela pojavljati slaba posojila in primanjkljaji zaradi negativnih tečajnih razlik, zaradi prevzeti deviznih vlog in posojil iz tujine se je povečevala tudi vrzel pri centralni banki. Konec leta 1988 se je izkazalo, da je treba obstoječo gospodarsko ureditev spremeniti (Ribnikar, 1994, str. 28). Namesto, da bi država priznala svoje dolgove in začela sanirati banke in prek njih družbena podjetja preoblikovati v zasebna (Ribnikar, 1994, str. 29), so bile sprejete druge odločitve, ki so vodile v hiperinflacijo in končno v finančni kolaps. Večina bank je postala nesolventnih.

Poleg bank, ki so bile v lasti nefinančnih podjetij v družbeni lasti, so v obstoječem sistemu od finančnih posrednikov obstajale še zavarovalnice, ki pa so bile vzajemne in v lasti zavarovancev oziroma družbenih pravnih oseb. Drugih finančnih posrednikov ni bilo.

4.2. SLOVENSKI FINANČNI SISTEM PO OSAMOSVOJITVI

Po osamosvojitvi Slovenije je morala država skupaj z realnim delom gospodarstva sanirati tudi finančni sistem oziroma natančneje banke. S prehodom v tržno gospodarstvo pa so začele nastajati tudi druge finančne institucije. Njihovo število je v začetku devetdesetih let naraščalo, po letu 1997 (glej *tabelo 5*) pa se njihovo število (z izjemo vzajemnih skladov), predvsem zaradi združevanja in pripojitev, postopoma zmanjšuje, hkrati pa se povečuje njihova koncentracija.

Tabela 5: Število finančnih institucij v Sloveniji

<i>Finančne institucije</i>	<i>1997</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>
Poslovne banke	28	24	25	25	21
Hranilnice	6	6	6	3	3
Hranilno kreditne službe	70	70	68	64	45
Pooblašcene investicijske družbe	59	46	46	43	35
Vzajemni skladi	15	15	17	19	18
Borzno posredniške družbe	31	30	25	23	20
Zavarovalnice	13	13	13	13	13
Pozavarovalnice	2	3	3	3	2

Vir: Finančni trgi, april 2002, Banka Slovenije, str.1, [URL: <http://www.bsi.si/html/publikacije>]

nadzora nad finančnim poslovanjem državnih podjetij in ustanov. V zgodnjih 60. letih je oblast nekoliko omejila osrednjo vlogo NBJ, banke pa spremenila v poslovne banke.

V začetku devetdesetih je bilo pogosto slišati razmišljanja, kako naj Slovenija postane finančno središče v tem delu Evrope. Kar nekaj let je bila aktualna celo ideja o oblikovanju t.i. *offshore* centra v Sloveniji, vendar se nič od tega ni uresničilo. "Dogajanje v devetdesetih nam pove, da je država naredila premalo, da bi Slovenija postala finančni popek tega dela sveta" (Jenko, 2002, str. 5). Podobno menijo tudi drugi analitiki⁵¹.

4.2.1. Banke

Sanacija bank, kot meni Ribnikar (1998, str. 17), je bila po osamosvojitvi prvi korak k ozdravitvi realnega sektorja. Banke so, kot smo pojasnili že v prejšnjem poglavju, imele v svoji bilanci dve slabosti. Eno so bile t.i. črne luknje, ki so nastale zaradi negativnih tečajnih razlik, in pa slaba posojila, ki jih podjetja po uvedbi indeksacije niso mogla več odplačevati. Obseg slabih posojil se je po letu 1991 še povečal, saj so zaradi izgube jugoslovanskih trgov v težave zašla številna podjetja. Ta slaba posojila so konec leta 1992 znašala 2450 milijonov mark (Ribnikar, 1993).

Pristopi k sanaciji bank so lahko različni. V Sloveniji so bile banke večinoma sanirane tako, da so za vrzeli v svojih bilancah dobile državne obveznice. Med najglasnejšimi kritiki takšne sanacije bank je bil Ribnikar⁵², ki je menil, da bi morali ta proces povezati z odpravo družbene lastnine v podjetjih, in sicer tako, da bi se za večji del slabih bančnih posojil zmanjšalo družbeno premoženje v podjetjih, ki so bila lastniki bank.

Država je posebej sanirala le tri banke – Ljubljansko banko, Kreditno banko Maribor in Kreditno banko Nova Gorica⁵³, ki so tvorile večino domačega bančnega sistema. Te banke je tudi podržavila. Sanacija bank se je začel v začetku leta 1993 in bila uradno končana spomladi 1997. Država je bankam razdelila za 1,6 milijarde mark državnih obveznic (Štiblar, 1999, str. 28), za kolikor se je povečal tudi državni javni dolg, slaba posojila teh bank oziroma terjatve do podjetij pa je nase prevzela agencija za sanacijo bank. Ostale banke (Gorenjska banka, Banka Koper, Banka Celje,...) so se zdravile skupaj z gospodarstvom. Tudi te banke so nekaj slabih posojil nadomestile z obveznicami, na primer z obveznicami Slovenskih železarn, za katere je jamčila država. Ob tem so banke ponekod svoje terjatve do podjetij spreminjale v kapitalske deleže⁵⁴.

Kljub uspešno končani sanaciji bančnega sistema, so bili stroški delovanja bank še vedno previsoki, visoke so bile tudi obresti in obrestne marže, banke pa so bile vse prej kot optimalni servis gospodarstva. "Sanacija bank ni privedla do konkurenčnih obrestnih mer in ustrezne

⁵¹ Glej npr. Pipan (1995).

⁵² Glej npr. Ribnikar (1993 in 1996a).

⁵³ Novogoriška Kreditna banka je bila kasneje pripojena h KBM, premoženje in obveznosti (razen tistih do varčevalcev iz drugih republik nekdanje države) LB in KBM pa je bilo prenešeno na novi pravni osebi Novo Ljubljansko banko in Novo Kreditno banko.

⁵⁴ Npr. v tržiškem Peku, kjer sta Gorenjska banka in SKB banka po prisilni poravnavi leta 1998 postali 17- in 6-odstotni lastnici tega podjetja

kreditne podpore gospodarstvu pri prestrukturiranju... Pokazalo se je, da je sanacija bank celo zmanjšala interes bank po pomoči in sodelovanju z gospodarstvom v težavah," je ugotavljal Tajnikar (1997, str. 53). Končina (1997) je podobno menil, da banke nimajo pravega posluha za razvojne potrebe gospodarstva. Strategija gospodarskega razvoja Slovenije (SGRS) (2002, str. 74) celo pet let kasneje opaža, da je ta segment finančnega sektorja še vedno daleč od mednarodne konkurenčnosti. Slovenske banke se še vedno srečujejo tudi s problemom strukture virov finančnih sredstev. Primanjkuje jim namreč dolgoročnih virov, kar omejuje njihove možnosti pri dolgoročnem kreditiranju. Dodatne težave bo po mnenju nekaterih teoretikov bankam povzročila tudi odprava temeljne obrestne mere (TOM), ki bo vplivala tako na strukturo varčevanja in naložb kot na finančno uspešnost poslovanja bank⁵⁵. Ravno z indeksacijo naj bi država v preteklih letih subvencionirala poslovanje bank. Ob tem so bile banke kar nekaj časa popolnoma zaščitene pred tujo konkurenco. S postopnim odpiranjem trga so po mnenju nekaterih strokovnjakov njihovi glavni konkurenti postale banke v tujini, pri katerih se najboljša slovenska podjetja vse bolj zadolžujejo (glej poglavje 4.4.). Zanimivo je, da glavni tekmeč niso postale banke v tuji lasti, ki poslujejo v Sloveniji. Te so raje kot povečati učinkovitost bančnega poslovanja sklenile izrabiti ugodnosti slovenskega bančnega okolja. Slovenske banke, ki so sicer univerzalne, se srečujejo tudi s konkurenco drugih finančnih posrednikov. "V prihodnosti lahko pričakujemo, da se bodo tudi podjetja vse bolj odločala za financiranje z izdajanjem vrednostnih papirjev" (SGRS, 2002, str. 76). V tem primeru bodo domače banke, ki imajo razmeroma slabo razvito področje investicijskega bančništva, soočene z novimi konkurenčnimi izzivi.

Uspešno končani sanaciji bank je sledila faza institucionalnega oziroma kapitalskega povezovanja in privatizacija bank. Slovenski bančni sektor je v primerjavi z bančnimi sektorji iz drugih držav majhen, šibak in razpršen (Štiblar, 1999, str. 30), zato je zanj smiselna krepitev koncentracije (prek združevanj in povezovanj), saj bi le tako lahko uspešno izpolnjeval potrebe slovenskega gospodarstva v poslih doma in s tujino. V obdobju po sanaciji, je bila uspešna predvsem koncentracija okoli največje slovenske banke, gre za skupino NLB⁵⁶, ki je imela konec leta 2001 34,6-odstotni tržni delež. Povezovanje drugih bank je bilo manj uspešno, čeprav se v zadnjem času spet oživlja ideja o drugem bančnem stebru⁵⁷. Privatizacija državnih bank, ki naj bi zmanjšala politične pritiske in vmešavanje države, naj bi se po prvotnih načrtih začela že leta 1999, a se je to zgodilo šele leta 2001. Ko je privatizacija le stekla, se je izkazalo, da o njenem programu ni ne političnega ne splošnega javnega soglasja. Del strokovne, npr. Štiblar, Ribnikar (Privatizacija slovenskih bank na razpotju, 2001, str. 47), in druge javnosti je nasprotoval predvsem temu, da bi večinski lastnik državnih bank postali tujci. Toliko bolj, ker sta v letu 2001 v večinsko tujo last prešli tudi dve večji zasebni banki – Banka Koper in SKB

⁵⁵ Kot navajata Damijan in Jazbec (2002) domače banke več kot 40 odstotkov obrestnih prihodkov ustvarijo iz vlog na vpogled, saj se te obrestujejo po enoodstotni nominalni obrestni meri, medtem ko so depozitne in posojilne obrestne mere indeksirane. A tudi to se spreminja. Od 1. julija 2002 se obresti za terjatve in obveznosti z ročnostjo do enega leta ne indeksirajo več.

⁵⁶ NLB je tudi edina domača banka, ki je preteklosti razvila svojo mrežo podružnic tudi po tujini: V New Yorku, Trstu, Beogradu, Frankfurtu, Pragi

⁵⁷ Tega naj bi sestavljale NKBM, Abanke in Banka Celje. Več glej npr. Viršek (2002, str. 11).

banka. Vlada je pod pritiskom javnosti privatizacijski program nekoliko spremenila v korist domačim kupcem, a je v začetku leta 2002 34-odstotni delež NLB le prodala belgijski finančni skupini in nato še 5 odstotkov Evropski centralni banki za obnovo in razvoj, septembra 2002 pa je 9 odstotkov te banke ponudila še domačim poučenim vlagateljem. Prvi poskus prodaje večinskega deleže NKBM ni bil uspešen, zato ta banka za zdaj ostaja v državni lasti. Slovenija, ki ji je v začetku devetdesetih let kot edini tranzicijski državi uspelo, da je sama sanirala bančni sektor, je do sredine leta 2002, tujim lastnikom prodala več kot 60 odstotkov bančnega sektorja.

Del ekonomskih teoretikov meni, da za narodno gospodarstvo ni dobro, če je večina finančnih institucij, še posebej bank, v državi v lasti tujcev. Podatki kažejo⁵⁸, da so v večini razvitih držav banke v pretežno domači lasti. Slovenija možnosti, da bi vse banke obdržala v večinski domači lasti, verjetno nima več. Še pred dvema letoma je bil aktualen scenarij⁵⁹, po katerem naj bi se v slovenskem prostoru oblikovali dve močni bančni skupini, ki bi se nato pred vstopom v EU z medsebojno izmenjavo delnic povezali v eno. S tem naj bi Slovenija dobila močno banko, ki bi lahko konkurirala evropskim bankam. Ta scenarij je iz navedenih razlogov verjetno ni več uresničljiv. Še vedno pa je po našem mnenju iz bank, ki so še ostale v domači lasti, mogoče oblikovati vsaj eno slovensko banko, ki bo sposobna izpolnjevati potrebe slovenskega gospodarstva in hkrati konkurirati tujim bankam tudi po vstopu v EU.

Čeprav smo v Evropi v zadnjih letih priča pospešenemu združevanju bank in nastajanju manjše skupine velikih bank, pridružitve vseh slovenskih bank večjim globalnim bankam verjetno ne bi bila najboljša rešitev. Jaklič (2001, str. 8) opazuje, da v teh procesih ni zaslediti t.i. transnacionalne mentalitete, ki bi v okviru novih bančnih skupin dopuščala več strateških centrov. "Strateško in organizacijsko najpomembnejše aktivnosti, ki prinašajo najvišje dodane vrednosti, se očitno vse bolj koncentrirajo v centrali oziroma matični državi, medtem ko so podružnice zadolžene za uresničevanje poslovne strategije in politike na lokalnih trgih" (Jaklič, 2001, str. 8). Spreminjanje vseh slovenskih bank v podružnice zato verjetno ne bi bilo smiselno in dobro.

Slovenska centralna banka – Banka Slovenije je v prvem desetletju svojega obstoja vodila tako denarno kot tečajno politiko. Slovenija se je ob osamosvojitvi odločila za uravnavani drseči tečaj tolarja in Banka Slovenije je skrbela, da se je nominalni devizni tečaj spreminjal približno⁶⁰ v višini razlike med tujo in domačo inflacijo, kar je najbolj koristilo slovenskim izvoznikom. Kot meni Mrak (Grgič, Tekavec, 2002, str. 3), je centralna banka v preteklih letih s svojo politiko deviznega tečaja prispevala k ohranjanju konkurenčnosti slovenskega gospodarstva.

⁵⁸ Glej npr. Ribnikar (2001, str. 50)

⁵⁹ Glej npr. Štiblar (1999).

⁶⁰ V resnici je deprecijacija tolarja ves čas nekoliko zaostajala za gibanjem stopnje inflacije. Julija 2002 je po podatkih Banke Slovenije stopnja deprecijacije intervencijskega tečaja tolarja znašala 3,5 odstotka, kar je približno polovico takratne letne stopnje inflacije.

4.2.2. Zavarovalnice

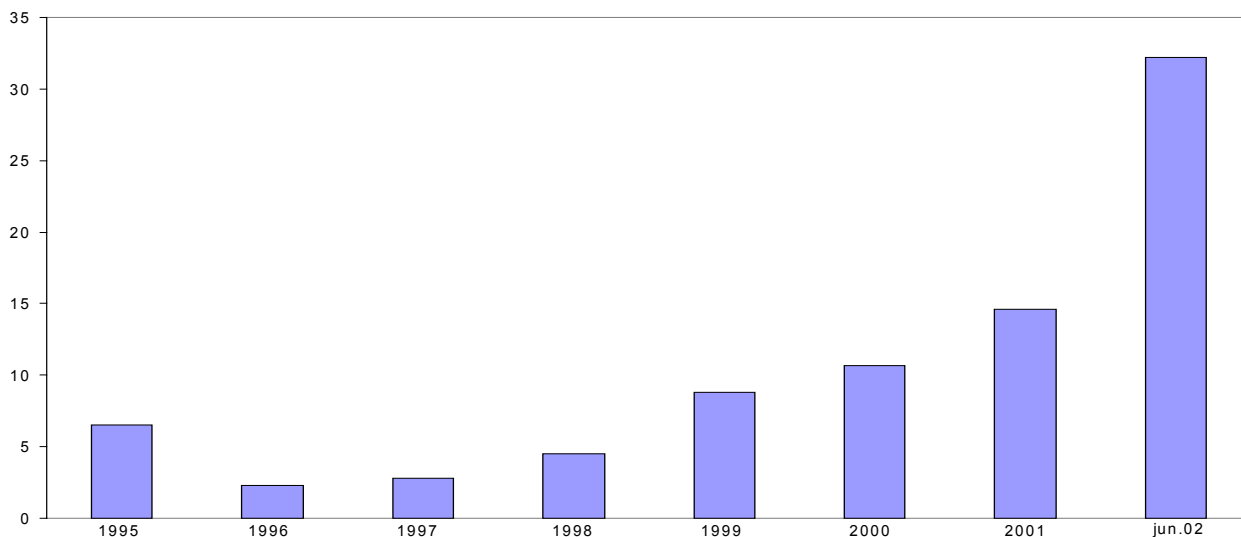
Med finančnimi posredniki, ki so obstajali že v prejšnjem sistemu, so bile tudi zavarovalnice. Te so bile vzajemne institucije, ki jih je zakon iz leta 1990 spremenil v delniške družbe. Po Ribnikarjevem (1994, str. 19) mnenju ta rešitev ni bila ustrezna, temveč bi se morale v delniške družbe spremeniti po pravilih *demutualizacije* (*demutualisation*). Lastniki zavarovalnic bi morali postati zavarovanci, ki so imeli sklenjene zavarovalne police. Lastninsko preoblikovanje teh družb pa tudi po 10 letih ni končano. Država je v zavarovalnicah iskala družbeni kapital in leta 2002 sprejela tudi zakon, po katerem naj bi ta kapital določila in ga tudi olastnila.

Slovenski zavarovalniški sektor se je začel v zadnjem obdobju širiti tudi v tujino, še posebej v države nekdanje Jugoslavije. Sicer pa je za slovensko zavarovalništvo na domačem trgu značilna visoka koncentracija, saj ima največja zavarovalnica – Zavarovalnica Triglav več kot 40 odstotni tržni delež.

4.2.3. Investicijski skladi

Razvoj investicijskih skladov v Slovenji ni bil najbolj uspešen, saj se po več kot desetletju prehodnega obdobja ta industrija ni uspela približati stanju, ki je značilno za razvite evropske države⁶¹.

Slika 11: Premoženje vzajemnih skladov (v milijardah tolarjev)



Vir: Grgič M.: V šestih mesecih podvojili premoženje, Delo, 3.8.2002, str. 13

⁶¹ Glej npr. Mramor (Grgič, 2002).

Prvi vzajemni sklad je nastal leta 1992. Njihovo število in obseg premoženja se je postopoma povečevalo, a se je sredi devetdesetih let priljubljenost teh finančnih posrednikov zaradi propada vzajemnih skladov Proficie Dadas, v kateri je prihranke izgubilo veliko število malih vlagateljev, močno zmanjšala. Premoženje se je več kot prepolovilo (glej *slika 11*). Rast vzajemnih skladov so po mnenju finančnih strokovnjakov in teoretikov zavirale tudi razmeroma visoke obrestne mere na bančne depozite in neenaka obdavčitev dobičkov iz varčevanja⁶². Vzajemni skladi so največjo rast dosegli v letu 2002, saj se je skupna vrednost njihovega premoženja v šestih mesecih povečala za skoraj 130 odstotkov. Rast njihovega premoženja je delno posledica pozitivnih borznih gibanj, delno pa znižanja obrestnih mer na bančne vloge.

V procesu lastninskega preoblikovanja podjetij so nastale tudi pooblaščne investicijske družbe (pidi). To so tranzicijske oblike investicijskih skladov, ki so dobile približno petino t.i. družbenega premoženja in s tem postale največje lastnice podjetij. Iz pidov naj bi po končanem lastninskem preoblikovanju podjetij nastale običajne investicijske družbe in vzajemni skladi, vendar se je (in se še bo), zaradi več kot petletnega zapolnjevanja privatizacijske vrzeli⁶³ in neustrezne zakonodaje, večina teh skladov preoblikovala v finančne holdinge.

S pokojninsko reformo, ki se je začela januarja 2000, so nastali tudi pokojninski skladi. Konec leta 2001 je dodatno pokojninsko zavarovanje ponujalo 7 vzajemnih pokojninskih skladov, 5 pokojninskih družb in 3 zavarovalnice, njihove naložbe pa so zadnji dan istega leta znašale 4,4 milijarde tolarjev (Finančni trgi, 2002, str. 5). Sedanja ureditev poslovanja pokojninskih skladov ima vrsto pomanjkljivosti. Med najpogosteje omenjene sodijo prepisane naložbene omejitve in zajamčena donosnost, ki pokojninske sklade usmerjata predvsem v naložbe s fiksnim donosom. Konec leta 2001 so kar 65 odstotkov naložb teh skladov predstavljali državni vrednostni papirji, 27 odstotkov pa bančni depoziti. Denarnih skladov v Sloveniji še ni, njihov nastanek naj bi omogočil šele novi zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje.

Tudi obseg skladov tveganega kapitala pri nas je razmeroma majhen. Po dosegljivih podatki je bilo do konca leta 2001 v Sloveniji ustanovljenih šest tovrstnih skladov, če temu, kot Žugelj in drugi (2001, str. 138), prištejemo še državni tehnološko razvojni sklad, torej skupaj 7 takšnih skladov, z naložbenim potencialom 120 milijonov evrov. Del tega denarja je seveda že izčrpanega.

V času tranzicije sta se v Sloveniji oblikovala tudi dva paradržavna sklada, ki delujeta kot investicijska sklada, čeprav zanju zakonodaja in določila o teh skladih ne veljajo. Prvi takšen sklad je Slovenska odškodninska družba (Sod), katerega naloga je izplačevanje

⁶² Obrestni prihodki so neobdavčeni, medtem ko je treba na dobiček iz kapitalskih skladov, če vlagatelj kupone proda prej kot v treh letih, plačati 25-odstotni davek od dobička.

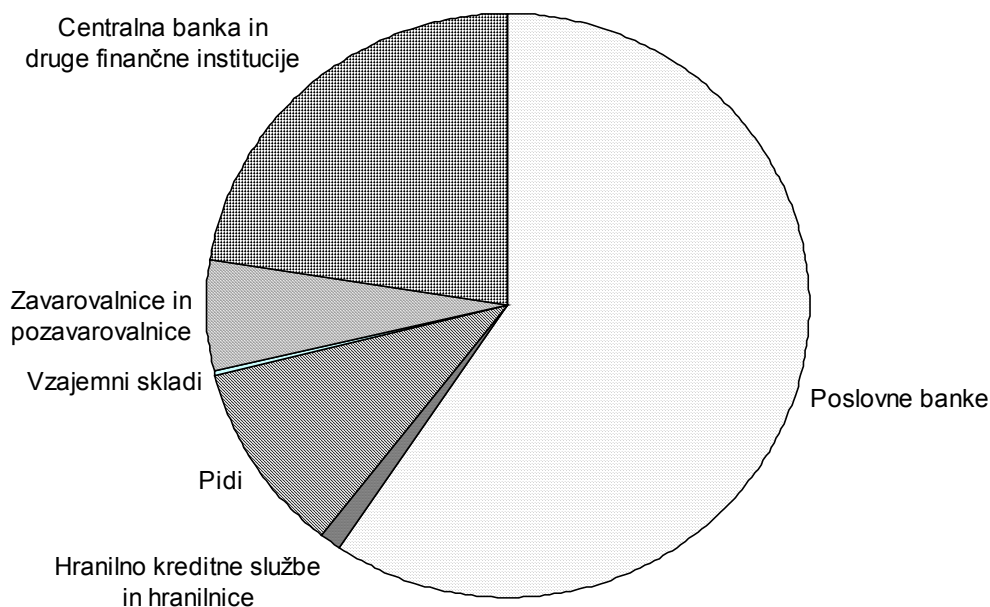
⁶³ Privatizacijska vrzel je nastala, ker je država za brezplačno privatizacijo izdala več lastniških certifikatov, kot je bilo na voljo t.i. družbenega premoženja, ki ga je bilo z njimi moč kupiti.

denacionalizacijskih odškodnin in odškodnin žrtvam vojnega nasilja. Druga je Kapitalska družba pokojninskega in invalidskega zavarovanja (Kad), ki zagotavlja dodatna sredstva za pokojninsko blagajno in tudi sama upravlja pokojninske sklade.

4.2.4. Struktura slovenskega finančnega trga

Kot je razvidno iz slike 13, med institucijami na slovenskem finančnem trgu tudi po osamosvojitvi prevladujejo denarni finančni posredniki oziroma banke. Bilančna vsota poslovnih bank je konec leta 2000 predstavljala približno 60 odstotkov bilančne vsote celotnega slovenskega finančnega sistema. Med nedenarnimi posredniki pa je največji, 10-odstoten delež pripadel pidom. Delež zavarovalnic je bil 6-odstoten, delež vzajemnih skladov pa je dosegel manj kot odstotek. Tudi ti podatki dokazujejo, da se podoba slovenskega finančnega trga precej razlikuje od struktur finančnih trgov v razvitejših državah, še posebej pa anglo-ameriških.

Slika 12: Struktura slovenskega finančnega trga v letu 2000



Vir: Finančni trgi, april 2002, Banka Slovenije, str.1, [URL: <http://www.bsi.si/html/publikacije>]

4.2.5. Kapitalski in denarni trg

Kapitalski trg je v Sloveniji še vedno razmeroma slabo razvit. Na njegov razvoj je v veliki meri vplivala t.i. razdelitvena privatizacija oziroma lastninsko preoblikovanje podjetij, ki je oblikovalo veliko število delniških družb in veliko število delničarjev, saj so to postali, tako rekoč vsi državljani.

Primarni trg vrednostnih papirjev je slabo razvit tako na področju lastniških⁶⁴ kot dolžniških vrednostnih papirjev in tudi financiranje podjetij prek kapitalskih trgov je zanemarljivo. Razvoj primarnega delniškega trga zavira predvsem velika ponudba delnic iz lastninskega preoblikovanja na sekundarnem trgu in posledično nizke cene delnic, pa tudi nizka dobičkonosnost podjetij. Sekundarni trg delnic tako služi predvsem konsolidaciji lastništva. Jašovič (1997, str. 36) ugotavlja, da je namenjen predvsem trgovanju zaradi pridobivanja nadzora nad podjetji. Leto 2001 je bilo za delniški trg rekordno tako po donosih kot po prometu. Tržna kapitalizacija delnic na Ljubljanski borzi je konec leta 2001 dosegla 1380 milijard tolarjev oziroma 30 odstotkov slovenskega BDP v letu 2001 (Finančni trgi, 2002, str. 15).

Tudi slovenski primarni trg obveznic je razmeroma slabo razvit. Na njem kot izdajatelji prevladujejo država in banke, podjetja pa v tej vlogi nastopajo zelo redko. Do konca leta 2001 je država izdala kar 77 odstotkov celotne vrednosti obveznic, banke 13 odstotkov in nefinančne družbe le 9 odstotkov (Finančni trgi, 2002, str. 19). Mramor (Grgič, 2002) meni, da gre vzrok iskati predvsem v majhnosti slovenskih podjetij. Strošek izdaje na enoto je zaradi majhnega obsega izdaje običajno prevelik in tako se pogosto dogaja, da obveznice izdajajo banke, ki nato podjetjem dodeljujejo razmeroma ugodne kredite. Takšno financiranje je za podjetja cenejše. Uveljavitev nekaterih standardov, kot so tržne konvencije in lastnosti obveznic, bi verjetno prispevalo k znižanju izdajateljskih stroškov in med izdajatelje obveznic pritegnilo vsaj največja podjetja. Tako delniški kot obvezniški trg sta tudi slabo likvidna.

Slovenski kapitalski trg je bil do sredine leta 2001 tudi razmeroma zaprt za tuje portfeljske naložbe. Banka Slovenije je februarja 1997 uvedla skrbniške račune, ki naj bi slovenski kapitalski trg ščitila pred pretresi, ki jih lahko povzročijo mednarodni vlagatelji, katerih interes je izrazito kratkoročen. Julija istega leta je BS režim skrbniških računov omilila, julija 2001 pa omejitve dokončno odpravila. Naložbe tujcev so se nekoliko povečale, čeprav občutnejše rasti ni bilo. Delež tujcev na Ljubljanski borzi je v letu 2001 dosegel 3,6 odstotka, v prvem četrtletju 2002 pa 5,6 odstotka (Finančni trgi, 2002, str. 17).

Podobno kot v ostalih državah kandidatkah za članstvo v Evropski uniji tudi v Sloveniji razvoj denarnega trga zaostaja za državami članicami. Najpomembnejši segment slovenskega

⁶⁴ Od marca 1994 do decembra 2001 je bilo z 23 javnimi ponudbami zbranih 9,4 milijarde tolarjev, pri čemer je 75 odstotkov teh sredstev pripadlo bančnim izdajateljem (Finančni trgi, 2002, str. 13).

denarnega trga je trg medbančnih depozitov. V letu 2001 je bilo med bankami sklenjenih za 301 milijardo tolarjev prometa, pri čemer so prevladovali posli z ročnostjo do enega meseca (Ferjančič, 2002, str. 4). Z namenom oblikovanja medbančnega denarnega trga in tržne referenčne obrestne mere so v začetku leta 2002 največje slovenske banke v okviru Združenja bank Slovenije sklenile dogovor o oblikovanju medbančnih obrestnih mer in začele objavljati dnevne kotacije SMOM (slovenska medbančna obrestna mera). S tem želijo banke oblikovati referenčno obrestno mero, kar lahko razumemo kot pripravo bank na odpravo revalorizacije oziroma uvedbo obrestnega nominalizma, ki od 1. julija 2002 že velja za vse denarne obveznosti in terjatve izražene v tolarjih z rokom dospelosti do enega leta. Pomanjkljivost SMOM je po mnenju Ferjančičeve (2002, str. 5) v tem, da se objavlja le za prejete ne pa tudi za dane depozite.

Trg kratkoročnih vrednostnih papirjev obsega le trg zakladnih menic (Ferjančič, 2002, str. 5). Banka Slovenije se je v sodelovanju z ministrstvom za finance lotila oblikovanja sekundarnega trga zakladnih menic. Pri trgovanju ima odločilno vlogo pet izbranih bank, ki so uradni vzdrževalci trga.

4.3. LASTNIŠTVO SLOVENSКИH PODJETIJ

Kot smo že pojasnili, se je lastniška struktura slovenskih podjetij oblikovala skozi proces odpravljanja družbene lastnine oziroma prek lastninskega preoblikovanja podjetij. To je potekalo po zakonu o lastninskem preoblikovanju podjetij, po katerem so 20 odstotkov družbenega premoženja dobili pidi, po 10 odstotkov Sod in Kad, 20 odstotkov je bilo namenjenih za interno razdelitev, preostanek pa so lahko pod ugodnimi pogoji kupili notranji upravičenci, državljani za prejete lastniške certifikate ali strateški partner. Gregorič, Prašnikar in Ribnikar (2001, str.1) opažajo, da so največji lastniki slovenskih podjetij postali pidi, državna sklada, druga nefinančna podjetja in delavske družbe pooblaščenke.

Slovenski sistem vladanja se razlikuje tako od zunanjega kot od notranjega načina vladanja podjetjem (Gregorič, Prašnikar, Ribnikar, 2001, str. 1). Konsolidacija lastniške strukture kot v marsikateri državi v prehodu še ni končana. Banke v lastninskem preoblikovanju niso imele pomembne vloge in tako danes ne sodijo med pomembne lastnike podjetij, čeprav določen nadzor nad podjetji že izvajajo, predvsem prek pidov, katerih lastnice so. Tudi SGRS (2002, str. 76) ugotavlja, da banke nadzor na svojimi komitenti že izvajajo, medtem ko zavarovalnice, ki imajo večino svojega premoženja v državnih vrednostnih papirjih in bankah, s podjetji še nimajo pravega stika. Seveda lahko tudi te vplivajo na podjetja prek svojih pidov. Največji lastniki slovenskih podjetij tako ostajajo pidi in nefinančna podjetja. Čeprav podatki Klirinško depotne družbe kažejo, da se število delničarjev postopoma zmanjšuje, je število notranjih delničarjev še vedno razmeroma veliko. Ti, kot ugotavljajo Gregorič, Prašnikar in Ribnikar (2001, str. 2), imajo v marsikaterem podjetju prevladujočo vlogo, zunanji lastniki pa premalo glasovalnih pravic, da bi družbo lahko nadzirali in si zagotavljali ustrezne donose. Simoneti in

drugi (2001, str. 9) ob tem navajajo, da "razdrobljena in nestabilna lastniška struktura zelo ovira vstop strateških lastnikov, ki želijo v podjetju praviloma pridobiti kontrolni delež". Med vidnejše lastnike slovenskih podjetij še vedno sodita tudi paradržavna sklada Kad in Sod. Številni akademiki in strokovnjaki opozarjajo, da ti deleži predstavljajo vzvod za poseganje države in politike v gospodarstvo, zato bi po njihovem mnenju morala sklada svoje deleže v domačih podjetjih zelo zmanjšati, večino naložb pa usmeriti v tujino.

Kot v svoji analizi družb, ki kotirajo, in tistih, ki ne kotirajo na borzi, opazajo Gregorič, Prašnikar in Ribnikar (2001, str. 1), je lastništvo v podjetjih razpršeno, hkrati pa ima Slovenija tudi nelikviden kapitalski trg. Posledica razpršenega lastništva skupaj z napačnimi pobudami ali motivi so pomanjkanje nadzora nad menedžmentom in spori za oblast med različnimi interesnimi skupinami (Gregorič, Prašnikar in Ribnikar 2001, str. 25). Na to težavo opozarjajo tudi Simoneti in drugi (2001, str. 16), ki menijo, da nelikvidni trg kapitala v kombinaciji z razpršenim lastništvom ne zagotavlja učinkovitega obvladovanja podjetij in vodi k protislovni koncentraciji lastništva podjetij; največji posamični delničarji v podjetjih na borzi postajajo skladi, ki bi morali svoje deleže po privatizaciji zmanjšati. Privatizacijski skladi naj bi bili zaradi pritiskov na izplačilo denarnih tokov iz poslovanja podjetij ena glavnih ovir za strateško prestrukturiranje podjetij, zaradi česar po mnenju mnogih ekonomistov slovensko gospodarstvo precej zamuja. Pravega prestrukturiranja in/ali prilagoditve slovenskega gospodarstva še ni bilo, saj se je drugi krog privatizacije šele začel (Veselinovič, 2002, str. 19).

Banke deleže v nefinančnih gospodarskih družbah kupujejo predvsem zaradi vlaganj svojih presežnih likvidnih sredstev (Gregorič, Prašnikar in Ribnikar 2001, str. 23), hkrati pa so tudi podjetja lastniki bank. Štiblar (2001, str. 35) ugotavlja, da so bila domača podjetja konec leta 2000 najpogostejši večji lastnik slovenskih bank. Ta sestava se je do danes seveda nekoliko spremenila. Avtor (2001, str. 34) tudi opaza, da so imele banke kot največji lastniki podjetij v povprečju večji delež, kot ga imajo podjetja kot največji lastniki bank. Čeprav analitiki v Sloveniji že opazajo zasnove nastajajočih finančnih konglomeratov in s tem povezanosti med različnimi finančnimi institucijami, o medsebojnem ali navzkrižnem lastništvu med njimi, kakršnega poznajo v razvitih gospodarstvih, še ne moremo govoriti.

Članstvo v nadzornem svetu, kot nadzornem organu vodstva družbe, ni nujno vezano na velike lastniške deleže. V nadzornih svetih poleg predstavnikov različnih finančnih in nefinančnih institucij sedijo tudi predstavniki delavcev, saj jim to omogoča zakon o delavskem soupravljanju.

Kakšna bi bila najboljša lastniška struktura slovenskih podjetij in kdo idealni lastniki, je težko reči. Mnenja o tem so med ekonomisti deljena, načeloma pa se strinjajo, da bodo optimalne lastniške strukture nastale postopoma kot predpogoj za strateško upravljanje in prestrukturiranje podjetja - torej s poslovanjem in prestrukturiranjem podjetij, ki večja njihov

obseg, izboljšuje rezultate njihovega poslovanja in povečuje njihovo vrednost na dolgi rok (Simoneti et al, 2001, str. 14).

4.4. ZUNANJE FINANCIRANJE SLOVENSКИH PODJETIJ

Slovenska podjetja so, kot smo videli, pred osamosvojitvijo poznala le dolžniški način zunanjega financiranja, pri čemer so najpomembnejšo vlogo igrala bančna posojila. V zadnjem desetletju so podjetjem postali dostopni tudi drugi načini zunanjega financiranja, a podjetja, kot ugotavljajo številni teoretiki in institucije, največ zunanjih sredstev še vedno pridobijo z zadolževanjem pri bankah. Sicer pa gospodarske družbe večino investicijskih sredstev zagotavljajo z notranjimi viri (Gregorič, Prašnikar, Ribnikar, 2001, str. 2). Mramor (Nidorfer, 2002, str. 28) ugotavlja, da imajo velike družbe zaradi prejšnjega sistema, visokih obrestnih mer in nizke donosnosti poslovanja enega najvišjih deležev lastniškega kapitala v Evropi, vendar postaja zadolževanje zanje čedalje zanimivejši vir financiranja.

Pri zbiranju podatkov o zunanjem financiranju slovenskih podjetij smo naleteli na številne omejitve, ki nam onemogočajo sprejetje splošne ocene, kolikšen delež zunanjega financiranja slovenskih podjetij predstavljajo posamezne oblike financiranja. Obseg zadolževanja podjetij pri bankah spremlja Banka Slovenija. Njeni podatki⁶⁵ kažejo, da obseg posojil iz leta v leto narašča. Konec leta 2001 so imela podjetja najetih za 1689 milijard tolarjev bančnih posojil, od tega 526,7 milijarde tolarjev v tujini. Od konca leta 1996 do sredine leta 2000 se je zadolženost pri domačih bankah v povprečju letno povečevala za 21 odstotkov, v tujini pa za 27 odstotkov (Bukatarevič, Čufer, 2001). Konec junija 2000 je delež tujih posojil dosegel že 40 odstotkov kreditnih obveznosti domačih oseb, od tega je imel realni sektor v tujini najetih 32 odstotkov teh posojil, četrtno pa finančni posredniki (Bukatarevič, Čufer, 2001). V zadnjih dveh letih se domača podjetja v tujini zadolžujejo še hitreje. V tujini tako najemajo že približno 60 odstotkov svojih kreditov (Damijan, Jazbec, 2002). Mramor (Nidorfer, 2002, str. 29) ugotavlja, da podjetja v tujini poleg nižjih obrestnih mer dobijo tudi ugodnejše ostale kreditne pogoje. Ob tem pa slovenske banke marsikdaj niso sposobne zagotoviti dovolj potrebnih dolgoročnih sredstev. Slovenske banke tako izgubljajo svoje najboljše komitente (SGRS, 2002, str. 74).

Financiranje prek kapitalskih trgov je slabo razvito. V letu 2001 (glej *prilogo 1*) na primarnem javnem trgu delnic ni izdala niti ena delniška družba, od začetka leta 1997 do konca leta 2001 pa le 5 družb. Tržna vrednost izdanih delnic je dosegla 2,067 milijarde tolarjev. Javnih izdaj dolžniških vrednostnih papirjev je bilo 22, od tega kar 16 bančnih. Zanje so banke in drugi izdajatelji iztržili 33,77 milijarde tolarjev. Nekoliko več je bilo zaprtih izdaj vrednostnih papirjev. Gospodarske družbe (glej *prilogo 2*) so lani izpeljale 18 izdaj delnic in banke 6. Prav toliko je bilo tudi bančnih izdaj dolžniških vrednostnih papirjev, nebančni izdajatelji pa so agenciji prijavili 16 teh izdaj, od tega 7 obveznic. Skupna nominalna vrednost zaprtih izdaj

⁶⁵ Glej Bukatarevič, Čufer, (2001, Tabela 1) in Denarni pregled (2002, str. 20).

delnic nebančnih družb v zadnjih petih letih je dosegla 58,86 milijarde tolarjev, nebančnih obveznic pa 18,83 milijarde tolarjev.

Raziskava *Investicije in financiranje podjetij* (Simoneti, Jamnik, 2000), iz leta 1999 je pokazala, da so velika podjetja 59 odstotkov sredstev za naložbe zagotovila iz notranjih virov, ostalo pa z zunanjimi. Med temi je bilo 27 odstotkov bančnih kreditov, po 6 odstotkov sredstev je predstavljalo povečanje kapitala ali posojilo dobavitelja, 3 odstotke zunanjih virov so družbe pridobile prek lizinga, za izdajo obveznic pa se ni odločilo nobeno podjetje. V idealnih pogojih bi podjetja povečala notranje vire, zmanjšala obseg posojil in okrepila financiranje prek povečanja kapitala in izdaje obveznic. V *prilogi 3* prikazujemo primerjalne rezultate iz leta 1997, ki kažejo, da se nagnjenost podjetij k financiranju prek kapitalskih trgov povečuje.

Raziskava o hitro rastočih podjetjih (Pšeničny, 2000, str. 7) ugotavlja, da te družbe za financiranje naložb in obratnih sredstev, dobro petino denarja zagotovijo iz lastnih prihrankov, 32 odstotkov iz dobičkov podjetja, 22 odstotkov z bančnim ali investicijskim posojilom, 8 odstotkov je kreditov kupcev in dobaviteljev ter skoraj toliko posojil družine ali prijateljev, ostali zasebni vlagatelji prispevajo le odstotek. Odstotek prispevajo tudi vladni programi. Raziskava tudi ugotavlja, da približno petina teh podjetij z bankami nima dobrih izkušenj. Petina si jih želi boljše možnosti za dolgoročne kredite in osem odstotkov za kratkoročne, 14 odstotkov teh družb si želi blažje kreditne pogoje, kar 38 odstotkov nižje obrestne mere in 3 odstotki podjetij boljši dostop do tveganega kapitala (Pšeničny, 2000, str. 15).

V Sloveniji se pri dostopu do finančnih virov s težavami še posebej srečujejo mala in srednje velika podjetja, ki so v letu 2000 predstavljala kar 99,5 odstotka vseh slovenskih podjetij in dajala delo kar dvema tretjinama vseh zaposlenih v državi. V Sloveniji dostop malih in srednje velikih podjetij do potrebnega kapitala ovirajo predvsem slabo razviti finančni in kapitalski trgi (Vadnjal et al (ur.), 2002, str. 99). Najpogostejše kritike teh podjetij do bank so: previsoka kreditna obrestna mera, draga zavarovanja oziroma garancije in zapletenost ter dolgotrajnost postopkov. Raziskava NLB je pokazala, da so v Sloveniji slabo dostopna predvsem dolgoročna posojila, semenski kapital⁶⁶ (*seed capital*) in tvegani kapital, medtem ko vzajemnih kreditnih garancijskih sredstev sploh ni (Vadnjal et al (ur.), 2002, str. 97). Razmere v Sloveniji so podobne ali celo boljše kot v nekaterih drugih kandidatkah za vstop v EU. Ta raziskava opaža tudi pomanjkljivosti na strani podjetij, ki so mnogokrat slabo poučena o finančnih instrumentih in virih, ki so jim na voljo, ter niso vselej pripravljena sprejeti bančnega finančnega svetovanja, še manj pa razkriti svoje poslovne podatke.

⁶⁶ Gre za denar, ki ga podjetje potrebuje v času nastajanja podjetniške ideje, vzorčnega izdelka in njegovega izpopolnjevanja. Proizvodnja je v tem času zgolj v obliki izdelave posameznih vzorce (Žugelj et al, 2001, str. 46)

4.5. DOSEDANJA VLOGA INDUSTRIJSKE POLITIKE

Jugoslovanska industrijska politika si je predvsem prizadevala ohraniti obstoječi plansko-tržni sistem. Dmitrovičeva (1998, str. 150) ugotavlja, da je bila jugoslovanska industrijska politika vse do konca 80. let usmerjena v uvozno nadomeščanje. Domača podjetja so bila zaščitena pred tujo konkurenco s carinskimi in necarinskimi ukrepi in s precenjenostjo domače valute. Kot smo pojasnili že v poglavju 4.1., je pri ustanavljanju in ohranjanju podjetij pod taktirko države aktivno sodeloval tudi finančni sistem, ki je podjetjem v družbeni lasti zagotavljal finančne vire po zelo ugodnih pogojih.

Ob prehodu iz plansko-tržnega v tržni gospodarski sistem so številna slovenska podjetja, ki večinoma niso bila konkurenčna tekmečem iz razvitejših držav in so za njimi tudi tehnološko precej zaostajala, zašla v težave. Tako so se na ravni države že leta 1992 začeli poskusi pozitivnega prestrukturiranja podjetij. Osrednjo vlogo je imel projekt *Prenova podjetij* (Petrin, 1995, str. 10), ki naj bi izboljšal mednarodno konkurenčnost slovenskih podjetij. Vlada je ustanovila tudi ekonomsko-socialni svet, ki naj bi služil kot razpravljalni forum med predstavniki gospodarstva in vlade, vendar je bil v tej svoji vlogi razmeroma neuspešen. V tem obdobju se je začela tudi reforma bančnega sistema (glej poglavje 4.2.), država pa je ustanovila tudi paradržavne institucije za pomoč podjetjem v težavah in za privatizacijo. Sredi 90. let so bili ukrepi industrijske politike usmerjeni predvsem v selektivno pomoč posameznim podjetjem in ta praksa se je prekinila šele proti koncu prejšnjega desetletja. Tajnikar (1997, str. 53) ugotavlja, da industrijska politika ni bila izdelana, strateške skupine, v katerih naj bi nastajala, pa so bile s strani vlade pozabljene. Najpogostejši ukrepi, s katerimi je država v tem obdobju pomagala podjetjem, so bili:

- ◆ *reprogram kratkoročnih obveznosti s pomočjo državnega jamstva,*
- ◆ *reprogram davkov in prispevkov,*
- ◆ *konverzija kreditov in neplačanih obveznosti do države v kapitalske deleže,*
- ◆ *sofinanciranje obrestne mere pri prestrukturiranju proizvodnje in ohranjanju delovnih mest,*
- ◆ *dodeljevanje državnih poroštev za bančna posojila,*
- ◆ *pospeševanje izvoza prek Slovenske izvozne družbe, ki je in še ponuja domačim podjetjem, zavarovanja različnih izvoznih tveganj,*
- ◆ *zagotavljanje pravic za brezposelne in presežne delavce ter virov za aktivne oblike zaposlovanja.*

Kot vidimo, je bil osrednji del teh ukrepov povezan z ustvarjanjem ustreznega okolja v finančnem sistemu. Leta 1996 je takratno ministrstvo za gospodarske dejavnosti izdelalo nov program industrijske politike, ki naj bi bila namesto v selektivne pomoči usmerjena v horizontalne ukrepe, ki bi bili namesto posameznim panogam ali ukrepom namenjeni posameznim projektom, vendar je bil tak pristop uveljavljen šele čez nekaj let.

V preteklem desetletju (glej *tabelo 6*) je delež investicijskih transferjev v slovenskem BDP nihal med 0,4 in 1,5 odstotki. Javnim podjetjem je bilo v povprečju namenjenih dvajsetkrat več teh transferjev kot zasebnim, vendar se ta delež v zadnjih dveh letih zmanjšuje pri zasebnih podjetjih pa narašča. Pri subvencijah, katerih delež se od leta 1993 postopoma znižuje, pa je bilo več sredstev namenjenih zasebnim podjetjem. Vse od leta 1993 do leta 2000 je naraščal tudi javni dolg z jamstvom republike Slovenije, ki je konec leta 2000 dosegel 324 milijard tolarjev oziroma 8 odstotkov BDP. V letu 2001 se je njegov obseg prvič znižal, in sicer na 289 milijard tolarjev ali 6,4 odstotka BDP (Bilten javnih financ, 2002, str. 98). Največ, več kot polovico, jamstev so do konca leta 2001 dobili javna uprava, obramba in socialno zavarovanje, četrtino oskrba z elektriko, plinom in vodo in dobrih sedem odstotkov finančno posredništvo (Bilten javnih financ, 2002, str. 100). Država je v začetnih letih tranzicije izdala tudi številne sanacijske obveznice.

Tabela 6: Izbrani javnofinančni odhodki v deležu BDP (po letih v %)

Javnofinančni odhodek	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Investicijski transferji	0,4	1,3	1,2	1,1	1,2	1,3	1,5	1,3	1,2
Investicijski transferji javnim podjetjem	0,07	0,9	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,7	0,6
Investicijski transferji zasebnim podjetjem	0,04	0,06	0,05	0,05	0,06	0,05	0,09	0,1	0,1
Drugi investicijski transferji	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,4	0,5	0,4	0,5
Subvencije	2,5	1,8	1,8	1,2	1,3	1,4	1,6	1,3	1,2
Subvencije javnim podjetjem	0,8	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,4	0,3
Subvencije zasebnim podjetjem	1,7	1,2	1,3	0,7	0,8	0,8	1,1	0,9	0,9
Dana posojila	0,28	0,2	0,04	0,08	0,05	0,1	0,14	0,15	0,11
Povečanje kapitalskih deležev	0,003	0,3	0,4	0,03	0,05	0,15	0,1	0,04	0,07
Državna jamstva¹	3,7	3,1	3,6	5,0	6,10	3,3	7,1	8,0	6,4
Investicijski odhodki	2,1	1,9	1,7	1,5	1,4	1,5	1,5	1,3	1,3

¹ Državna jamstva nujno ne predstavljajo odhodka, ampak le takrat, kadar oseba ne more poplačati obveznosti, na katera se jamstva nanašajo.

Vir: Bilten javnih financ, Ministrstvo za finance, letnik IV, št.4, April 2002, različne tabele in lastni izračuni

Proaktivno industrijsko politiko je slovenska vlada oziroma ministrstvo za gospodarstvo kot glavni nosilec začela izvajati šele konec prejšnjega desetletja, ko je načrtala tudi politiko razvoja podjetništva in konkurenčnosti, katere cilj naj bi bila nova kakovost rasti, ki temelji na idejah, znanju, informacijah in novi tehnologiji. Takšen koncept je tudi prispeval, da se je industrijska politika iz vertikalno usmerjenih ukrepov usmerila na horizontalne ukrepe in vzpostavila tudi nadzor nad državnimi pomočmi, ki jih že tretje leto dodeljuje v skladu s pravili EU. Kot je mogoče ugotoviti iz *tabele 7*, se obseg državnih pomoči za kmetijstvo in ribištvo vse od leta 1998 povečuje. Narašča tudi obseg regionalnih pomoči, medtem ko se državne pomoči za horizontalne cilje in posamezne sektorje zmanjšujejo.

Tabela 7: Državne pomoči v Sloveniji (v milijonih tolarjev)

Pomoč	1998	1999	2000	2001
Kmetijstvo in ribištvo	17,194	26,922	38,333	45.870
Horizontalni cilji	43,615	43,155	29,505	27.655
Posamezni sektorji	21,106	18,301	14,889	16.424
Regionalna pomoč	449	545	768	2.971

Vir: The Fourth Round Table On Financing Small And Medium - Sized Enterprises, Roundtable Proceedings, ed.: J. Vadnjak et al, Bled, 5-6 September 2002 str. 115, Četrto poročilo o vladnih pomočeh, Ministrstvo za finance, julij 2002, str. 1

Država je podjetjem v težavah pomagala tudi prek Sklada za razvoj, ki se je kasneje spremenil v Slovensko razvojno družbo (Srd), naloga obeh pa je med drugim bila pomoč podjetjem pri prestrukturiranju. Srd, na katerega je prešlo več kot sto podjetij, je od julija 1997 do sredine leta 2001 v lastniške deleže spremenil za 49,6 milijarde tolarjev svojih terjatev do podjetij, ostale dokapitalizacije pa so dosegle 13,2 milijarde tolarjev. Srd je v omenjenem obdobju podjetjem podelil tudi za 10 milijard tolarjev dolgoročnih posojil. Leta 1992 je bil ustanovljen tudi državni Sklad za razvoj malega gospodarstva, ki je malim in srednje velikim podjetjem izdajal različna jamstva in zaradi tega celo zašel v težave. Danes ta sklad podjetjem v sodelovanju z bankami dodeljuje ugodna posojila in garancije ter posojila za nova podjetja. Ta sklad je v letu 2001 podjetjem odobril 206 dolgoročnih posojil v skupni vrednosti 4,43 milijarde tolarjev. Dodelil je tudi za 19,7 milijona brezobrestnih posojil za nova podjetja in 485 milijonov obrestnih subvencij za mala podjetja ter izdal za 5 milijonov tolarjev posojilnih jamstev (Vadnjak et al (ur.) 2002, str. 77). Pri izboljševanju dostopa malih in srednje velikih podjetij do finančnih virov sodeluje tudi Pospesjevalni center za malo gospodarstvo, v okviru katerega sta bila ustanovljena tudi prvi slovenski klub poslovnih angelov⁶⁷ in Slovenska sekcija tveganega kapitala. Podpora gospodarskim subjektom prek sofinanciranja naložb, garancijskih shem, ugodnih posojil in kapitalskih naložb predstavljajo tudi regionalne razvojne agencije. Ponudbo domačih finančnih posrednikov za izvozno usmerjena podjetja dopolnjuje Slovenska izvozna družba (SID), ki je bila ustanovljena leta 1992 in je v večinski državni lasti. Ta družba izvoznikom poleg zavarovanj za različna tveganja izdaja tudi jamstva in različna posojila. Leta 2001 je tako zavarovala 13 odstotkov slovenskega izvoza in ga 4,5 odstotke tudi financirala. SID pri tem sodeluje tako z domačimi bankami kot z mednarodnimi finančnimi institucijami, v letu 2001 pa je sodelovanje sklenila tudi z nemško KfW in Council of Europe Development Bank.

Med prednostne naloge sprejetega programa za razvoj podjetništva in konkurenčnosti od leta 2002 do 2006 (Vadnjak et al (ur.), 2002, str.119-125) sodi tudi zagotavljanje potrebnih virov za financiranje podjetij. Tako namerava ministrstvo za gospodarstvo v prihodnjih petih letih z

⁶⁷ Poslovni angeli so zasebni vlagatelji, ki denar v podjetja vlagajo neposredno brez posrednika. Podjetju pomagajo tudi s svojim znanjem, izkušnjami, nasveti, poznanstvi... (Žugelj et al, 2001, str. 59). Organiziranje v klube ali združenja jim omogoča izmenjavo informacij o ponudbi in povpraševanju po lastniškem kapitalu.

razvojnimi vzpodbudami pospeševati naložbe v nove tehnologije, z zniževanjem stroškov in drugimi ukrepi namerava vzpodbujati tuja neposredna vlaganja v Sloveniji kot tudi slovenska vlaganja v tujini. Mala in srednje velika podjetja naj bi bila prek sklada za razvoj malega gospodarstva še naprej deležna že omenjenih posojil, zagonskih sredstev in drugih spodbud. Ob tem ministrstvo načrtuje oblikovanje sklada za tvegane naložbe in intenzivnejše sodelovanje javnih ter zasebnih sredstev. Podobne smernice zasledimo tudi v SGRS, kjer je kar nekaj zapisanega tudi o razvoju učinkovitega finančnega sistema, vendar pa so cilji zastavljeni zelo splošno. Slovenija prav tako nima uradno sprejete strategije razvoja finančnega sistema in tudi ne institucije, ki bi služila kot forum, na katerem bi predstavniki finančnega sektorja, podjetij in vlade dosegali soglasja o vprašanih, kot so financiranje gospodarstva in razvoj finančnega sistema.

4.6. PRIPOROČILA ZA SLOVENIJO

Čeprav se v Sloveniji finančni sistem tako kot v drugih državah v prehodu šele oblikuje, pa kot smo videli, njegov razvoj ni več nepopisan list papirja. V dobrem desetletju prehoda so se že zgodile pomembne in marsikje tudi nepovratne odločitve, kljub temu pa po našem mnenju ostaja dovolj prostora za usmerjanje razvoja finančnega sistema v smeri, ki bi najbolj koristila domačemu gospodarstvu.

Kot smo v pričujočem delu že pokazali, optimalnega modela finančnega sistema in s tem odnosov med državo, finančnim sektorjem in industrijo, ki bi bil sprejemljiv za vse države, ni. Anglo-ameriška oblika finančnega sistema, ki se v zadnjem desetletju marsikdaj prikazuje kot vzor in h kateremu se postopoma približujejo razvite države, za Slovenijo po našem mnenju ni primerna. Prvič zato, ker so slovenski finančni trgi še vedno razmeroma slabo razviti in tudi finančna kultura v državi še ni dosegla anglo-ameriške ravni. In drugič zato, ker takšen sistem, tako meni tudi Jaklič (1994, str. 137), onemogoča učinkovito nadzorovanje prihodnjega razvoja industrije. Za državo z razvojnimi zaostankom, kot je Slovenija, pa to zagotovo ne bi bilo priporočljivo. Druga skrajnost bi lahko bil državno voden na kreditih zasnovan finančni sistem, kot denimo v Franciji in Japonski, ki pa za Slovenijo po našem mnenju prav tako ni sprejemljiva rešitev. Kot smo videli, se tako francoska kot japonska različica takšnega sistema nista izkazali za najbolj učinkoviti in sta v zadnjih letih doživeli kar nekaj sprememb. Takšen pristop bi bil tudi v nasprotju s konceptom strateškega usmerjanja gospodarstva, ki ga zagovarjamo, osrednja vloga države na tem področju pa bi bila verjetno sporna tako s stališča doseganja soglasja med vpletenimi subjekti kot tudi politično. Slovenija bi se verjetno pri iskanju svojega modela finančnega sistema in s tem odnosov med državo, finančnim sektorjem in gospodarstvom lahko zgledovala po državah kot so Nemčija in skandinavske dežele, ki sicer imajo na kreditih zasnovan finančni sistem, ki pa deluje po tržnih zakonitostih.

Na področju bančništva, kjer je v Sloveniji že uveljavljen t.i. pristop univerzalnega bančništva, se po našem mnenju v sedanjem času odpirata predvsem dve ključni vprašanji, to sta lastništvo

slovenskih bank in koncentracija v tem sektorju. Kljub obsežni polemiki, ki se je v zadnjem letu in pol razvila ob prodaji slovenskih bank, večinoma tujim lastnikom, še vedno ni ne političnega ne splošnega javnega soglasja o tem, kakšna naj bo v prihodnje lastniška struktura slovenskih bank. V zadnjem letu je v večinsko tujo last prešlo kar nekaj slovenskih bank, od tega dve večji, ki se bodo verjetno sčasoma preoblikovale v podružnice svojih lastnikov. Iz bank v večinski domači lasti je verjetno še mogoče oblikovati vsaj eno močno in dovolj veliko banko v pretežno slovenski lasti, ki bi lahko v prihodnosti izpolnjevala potrebe slovenskega gospodarstva in bila konkurenčna drugim evropskim bankam. Vprašanje, ki se ob tem poraja je, kdo med domačimi vlagatelji naj postane lastnik slovenskih bank. Ribnikar (2001, str. 51) ugotavlja, da so v državah EU največji lastniki bank druge finančne institucije ali pa nefinančna podjetja. Marsikje so finančne institucije na ta način lastniško prepletene in takšen način bi bil po Ribnikarjevem mnenju sprejemljiv tudi za Slovenijo. K takšni možnosti se nagiba tudi Mramor (Grgič, 2002), ki pa opozarja, da takšni konglomerati zahtevajo tudi ustrezno zakonodajo, ki določa, kaj je dovoljeno in kaj ne ter zagotavlja učinkovit nadzor. Takšna lastniška struktura bi bila za Slovenijo mogoče res smiselna, in čeprav je zasnove finančnih skupin že opaziti, pa je vprašanje, ali se bodo te povezave spletle dovolj hitro in ali so domači institucionalni vlagatelji za takšno povezovanje dovolj močni in razviti. Razmišljanje v tej smeri pa seveda ne pomeni popolno zapiranje slovenskega bančnega sektorja pred tujimi vlagatelji. Ti so kot manjšinski lastniki lahko dobrodošli, še posebej, če gre za vlagatelja, ki prinaša nova znanja in produkte, novo tehnologijo, vpetost v mednarodno bančništvo itd.

Proces nadaljnje koncentracije slovenskega bančnega sektorja bi bil smiseln tako s stališča lastništva slovenskih bank kot z vidika doseganja ekonomije obsega, zadostnih virov, racionalizacije poslovanja ipd. Država, ki je še vedno največja lastnica največje slovenske banke in stoddotna lastnica ene od večjih slovenskih bank, bi zagotovo lahko prispevala k razvoju v tej smeri. Koncentracija pa seveda ne bi smela pomeniti popolno iztrebljanje manjših specializiranih bank, ki imajo svoje tržne niše in so za dopolnjevanje ponudbe velikih bank zelo pomembne.

Tretje pomembno vprašanje v razvoju slovenskega bančnega sektorja je, kdo bodo v prihodnje sploh njegove najpomembnejše stranke. Najboljša in največja slovenska podjetja se, kot smo ugotovili, večinoma že zadolžujejo v bankah v tujini, vse pogosteje pa se bodo verjetno odločala tudi za iskanje virov prek kapitalskih trgov. Nekateri domači ekonomisti tako menijo, da se bodo morale slovenske banke v prihodnje usmeriti predvsem na financiranje malih in srednjih podjetij. Štiblar (Vadnjal et al (ur.), 2002, str. 94-110) ugotavlja, da že zdaj 60 odstotkov bančnih strank v domačem bančnem sektorju predstavljajo mala in srednje velika podjetja, njihov pomen za banke pa naj bi se v prihodnjih letih še povečal, saj se mnoga velika podjetja že financirajo v tujini ali z lastniškim kapitalom. Podobno ugotavlja tudi Veselinovič (2002, str. 17): "Dolgoročno je verjetno edina prava domača bančna tržna niša financiranje malih in srednjih podjetij in prebivalstva ter morebitno širjenje na druge trge." Ravno pri

financiranju te skupine podjetij bi lahko banke podprla država. Banke namreč tem podjetjem zaradi prevelikega tveganja marsikdaj posojil sploh ne odobrijo ali pa zanje zaračunavajo visoke obresti in stroške. Država bi lahko, denimo oblikovala nekakšno razvojno banko ali finančno institucijo, kot so na primer nemška DtA in finska Finnvera, prek katerih bi lahko v sodelovanju z bankami dodeljevala ugodna posojila in prevzemala tudi del tveganj zanje. Ker je Slovenija od sredine leta 2001 upravičena tudi do pomoči Evropskega investicijskega sklada, bi morala država v sodelovanju z bankami čim prej izdelati ustrezne finančne sheme, prek katerih bi lahko banke jamstva za posojila malim in srednje velikim podjetjem pridobivale tudi pri tej evropski instituciji. Seveda se ob tem postavlja vprašanje, ali naj naloge razvojne banke prevzame nova pravna oseba ali se lahko vanjo preoblikuje katera od že obstoječih institucij. Nekatero nalogo in storitve razvojne banke že zdaj opravljajo različne državne institucije. Še najbolj se tej vlogi približuje sklad za razvoj malega gospodarstva, vendar je njegovo delovanje zakonsko omejeno. Da bi lahko zares prevzel vlogo razvojne banke, bi bilo treba spremeniti način njegovega delovanja in njegove pristojnosti. Vsekakor bi bilo smiselno naloge razvojne banke združiti v eni instituciji.

Za doseganje učinkovitega finančnega sistema, ki bi lahko prispeval h krepitvi konkurenčnosti domačega gospodarstva, bi Slovenija morala – podobno kot druge države s sistemi, zasnovanimi na kreditih – pospešiti tudi razvoj kapitalskega trga. Pri tem bi bilo dobro, da bi država čim več svojih vzpodbud usmerila v oblikovanje potrebnih igralcev na tem trgu, ki bi nato pozitivno vplivali na razvoj trga in tudi konsolidacijo lastništva v podjetjih. Eden glavnih zaviralcev razvoja tega trga so po mnenju nekaterih teoretikov tranzicijske tvorbe – pidi, ki v preteklih letih niso odigrali vloge investicijskih skladov. Pide bi morala država z ustrezno zakonodajo čim prej preoblikovati v običajne investicijske družbe (id) in v čim večjem obsegu v vzajemne sklade oziroma odprte ide. Ob tem bi bilo, po našem mnenju, nujno čim prej nadaljevati z reformo pokojninskega sistema in omogočiti razmah pokojninskih skladov, ki so, kot smo že ugotovili, pomembni igralci na kapitalskih trgih razvitih držav. Prav tako bi bilo dobro čim prej uveljaviti enako obdavčitev dobičkov iz varčevanja oziroma dobičkov od naložb in tako v enakopraven položaj postaviti bančne in nebančne finančne institucije. Ravno te pa bi lahko postopoma postale pomemben vir tveganega kapitala, ki ga je v slovenskem prostoru še vedno zelo malo in še tega večinoma zagotavljajo tuji vlagatelji. Verjetno bi bilo smiselno, da bi podobno kot na Finskem k razvoju trga takšnega kapitala s svojimi sredstvi prispevala tudi država.

Seveda pa vrzeli ne najdemo le na strani finančnih trgov in finančnih institucij temveč tudi na strani realnega sektorja, še posebej malih in srednje velikih nefinančnih podjetij, ki mnogokrat ne le ne morejo temveč tudi ne zanje poiskati ustreznih virov in finančnih storitev, ki bi izboljšali njihovo poslovanje. Tudi to vrzel bi kazalo zapolniti.

Da bi lahko dosegli razvoj učinkovitega finančnega sektorja, ki bi kar najbolje pokrival potrebe domačega gospodarstva in omogočal razvoj ter rast samega finančnega sektorja, bi bilo treba

vzpostaviti načine za doseganje soglasja o teh vprašanjih na vseh ravneh. Za Slovenijo je, kot za večino majhnih držav, verjetno najbolj primerno oblikovati demokratično korporativističen način doseganje soglasja. Čeprav lahko v Sloveniji najdemo zasnove takšnega pristopa, pa po našem mnenju še ni uveljavljen na vseh ravneh in ne daje želenih rezultatov. Kar zadeva finančni sistem, bi bilo verjetno dobro, kot smo že omenili, oblikovati nekakšen forum, kjer bi predstavniki finančnega sektorja, nefinančnih podjetij, države in političnih skupin, dosegali soglasja o razvoju finančnega sistema, ki pa bi seveda moral biti usklajen s strategijo razvoja celotnega gospodarstva.

4.7. SKLEP

Finančni sistem, ki se je v Sloveniji razvil po drugi svetovni vojni, je predvsem služil vzdrževanju plansko-tržnega gospodarskega sistema. Glavni finančni posredniki so bile banke, ob njih pa so obstajale še druge zavarovalnice, drugih finančnih posrednikov ni bilo. Po prehodu v tržni gospodarski sistem so začele nastajati še druge finančne institucije, razvijati pa so se začeli tudi finančni trgi. Po več kot desetih letih prehodnega obdobja lahko ugotovimo, da je slovenski finančni sektor, v katerem še vedno prevladujejo banke, razmeroma slabo razvit in ne more pokrivati vseh potreb domačega gospodarstva.

Ukrepi industrijske politike so bili po osamosvojitvi večinoma povezani z ustvarjanjem ustreznega okolja v finančnem sistemu, vendar so bili največkrat selektivno namenjeni posameznim podjetjem. Proaktivno industrijsko politiko, ki se je iz vertikalnih ukrepov usmerila na horizontalne ukrepe, so njeni nosilci začeli uveljavljati šele konec devetdesetih let. Med njene prednostne naloge danes sodi tudi zagotavljanje potrebnih virov za financiranje podjetij. Žal pa Slovenija še vedno nima sprejete strategije razvoja finančnega sistema kot tudi ne soglasja vseh udeležencev o tem vprašanju. To pa je za oblikovanje svojega modela finančnega sistema, ki naj ne bo anglo-ameriški kot tudi ne državno voden, nujno.

ZAKLJUČEK

Finančni sistem je, kot smo pokazali, eden od najpomembnejših mehanizmov narodnega gospodarstva. Njegova primarna naloga je pretakanje finančnih virov od subjektov, ki imajo presežek prihrankov, k subjektom, ki jim teh sredstev primanjkuje. Ob tem opravlja še številne druge naloge, kot so zagotavljanje načinov poravnavo računov, omogočanje združevanja finančnih virov in razpršitve naložb, prenos gospodarskih finančnih virov skozi čas, prek mej in med industrijami, zagotavljanje načinov za upravljanje in nadzor tveganja, zagotavljanje cenovnih informacij, reševanje težav, ki nastanejo zaradi asimetričnosti informacij, itd. Finančni sistem torej pomaga premagovati številne ovire, ki se sicer vrivajo med vlagatelje in investitorje ter zavirajo učinkovit pretok kapitala med celicami v narodnem gospodarstvu, hkrati pa pomembno vpliva tudi na oblikovanje odnosov med finančnim in realnim sektorjem kot tudi na način vladanja podjetjem. Ker je finančni sistem lahko tudi medij, prek katerega država vpliva na gospodarstvo, ta sistem pomembno vpliva tudi na odnose med državo, finančnim sektorjem in podjetji.

V grobem lahko finančne sisteme razdelimo v dve skupini. V prvo sodijo tisti, ki so zasnovani na kapitalskih trgih, in v drugo tisti, ki temeljijo na kreditnem financiranju. Prvo skupino finančnih sistemov najdemo na primer v ZDA in Veliki Britaniji, kjer se podjetja pri financiranju opirajo na kapitalske trge, ki delujejo pod konkurenčnimi pogoji. Odnosi med finančnim in realnim sektorjem ter državo pa so praviloma nevtralni. Večina evropskih držav in države, kot je Japonska, so razvile na kreditih zasnovan finančni sistem. Ponekod, na primer v Franciji in Japonski, je glavno vlogo v tem sistemu prevzela država. Drugod, denimo v Nemčiji, pa je osrednja vloga pripadla finančnim institucijam, ki podjetja ne le financirajo, temveč tudi aktivno vplivajo na njihove posle. Seveda pa ti sistemi niso statične kategorije, temveč se, kot smo pokazali z analizo izbranih petih držav, nenehno spreminjajo in prilagajajo.

Čeprav se sistemi, ki so se oblikovali v posameznih državah, med seboj razlikujejo, pa sta finančni in realni sektor zaradi dolžniško – upniških ali lastniških razmerij povsod tesno povezana in soodvisna. Šibek in neučinkovit finančni sektor lahko poslabša poslovanje realnega sektorja in obratno, zato se gre strinjati s tistimi teoretiki, ki menijo, da je trden in učinkovit finančni sistem ključnega pomena za doseganje konkurenčnosti gospodarstva in njegove rasti.

Če industrijsko politiko razumemo kot ukrepe države, ki s svojimi instrumenti vpliva na povečanje dinamične notranje in alokacijske učinkovitosti v narodnem gospodarstvu, kot smo jo med drugim opredelili v pričujočem delu, potem mora glede na zgoraj povedano med cilje industrijske politike soditi skrb za finančni sistem. To seveda ne pomeni, da bi morala država v finančnem sistemu prevzeti osrednjo vlogo. Tako na primeru Francije kot Japonske smo videli, da lahko takšni modeli povzročajo precejšnje težave in lahko gospodarstvo celo pahnejo v recesijo. V skladu s strateškim pristopom, ki ga zagovarjamo, menimo, da naj država ne

nadomešča trga, temveč oblikuje in spodbuja delovanje tržnih sil. Hkrati pa naj poskuša doseči sodelovanje med finančnimi institucijami kot tudi oblikovati dialog med finančnim sektorjem, podjetji in državnimi službami, saj je doseganje soglasja ključen pogoj za oblikovanje takšne institucionalne ureditve, ki bo zagotavljala razvoj učinkovitega in trdnega finančnega sistema.

Dejavnosti industrijske politike v razmerju do finančnega sistema so lahko, kot smo pokazali, usmerjene na štiri ravni. Država naj bi torej s svojo industrijsko politiko podpirala in spodbujala razvoj ustreznih finančnih trgov, finančnih institucij in instrumentov ter tako realnemu sektorju zagotavljala potrebne finančne vire in storitve. Ker je finančni sistem mogoče razumeti tudi kot sektor, ki proizvaja storitve in tako prispeva k bruto domačemu proizvodu, naj bi bili ukrepi industrijske politike namenjeni tudi v spodbujanje razvoja tega sektorja in povečevanje njegove konkurenčnosti. Tretja raven dopušča možnost izrabe finančnega sistema kot instrumenta industrijske politike. Četrta raven pa predstavlja ukrepe industrijske politike, ki so neposredno usmerjeni na realni sektor in s katerimi lahko država izboljša oziroma olajša financiranje podjetij. Ta raven lahko vključuje različne finančne ali nedenarne državne pomoči.

Z analizo različnih modelov finančnega sistema, smo ugotovili, da optimalnega modela, ki bi omogočal najučinkovitejše razporejanje kapitala in bi ga lahko po tekočem traku uvajale vse države, ni. Po našem vedenju prav tako ne obstajajo empirične ocene, ki bi primerjale dosežke različnih modelov odnosov med vlado, industrijo in finančnim sektorjem. Država oziroma nosilci industrijske politike morajo, torej v dialogu z ostalimi udeleženci (realnim in finančnim sektorjem, politično skupnostjo ...), sami poiskati najprimernejši model za posamezno deželo. V zadnjem desetletju je sicer opazno favoriziranje anglo-ameriškega načina financiranja podjetij in s tem vladanja podjetjem. Celo v tradicionalno bančnih gospodarstvih je opaziti spremembe v tej smeri. Videli smo, da se v večini držav krepi pomen kapitalskih trgov, nanje pa se pri pridobivanju zunanjih sredstev vse bolj opirajo tudi podjetja. Na zmanjševanje razlik med državami vpliva tudi globalizacija kapitalskih tokov. Kljub temu po mnenju analitikov nacionalne posebnosti posameznih sistemov ostajajo, tudi zaradi različnih potreb in finančne kulture v državah. Na prvi pogled se tudi zdi, da z globalizacijo kapitalskih trgov pomen nacionalnih finančnih sistemov izginja, a izkušnje kažejo, da je ravno zaradi vse večje liberalizacije kapitalskih tokov trdnost domačega finančnega sistema še bolj nujna za uspešno vključevanje v te tokove.

Finančni sistem, ki se je v Sloveniji v okviru skupne države Jugoslavije, razvil po drugi svetovni vojni, je predvsem služil vzdrževanju plansko-tržnega gospodarskega sistema. Čeprav je država v tem finančnem sistemu igrala pomembno vlogo, pa po našem mnenju ne moremo govoriti o državno vodenem finančnem sistemu kot ga najdemo v razvitih državah (na primer Japonski ali Franciji). Prav tako bi težko govorili o izrabljanju finančnega sistema za uresničevanje industrijske politike, saj so bile vse dejavnosti države usmerjene v ohranjanje plansko-tržnega sistema in ne v izboljševanje konkurenčnosti gospodarstva. Glavni finančni

posredniki so bile banke, ob njih pa so obstajale še druge zavarovalnice, drugih finančnih posrednikov ni bilo.

Po prehodu v tržni gospodarski sistem so začele nastajati druge finančne institucije, razvijati pa so se začeli tudi finančni trgi. Po več kot desetih letih tranzicije lahko ugotovimo, da je slovenski finančni sektor, v katerem še prevladujejo banke, še vedno razmeroma slabo razvit in ne more pokrivati vseh potreb domačega gospodarstva. Banke so kljub uspešno končani sanaciji za gospodarstvo še vedno predrage, ob tem pa jim primanjkuje dolgoročnih virov. Tudi drugi institucionalni vlagatelji, kot so investicijski skladi, so še vedno slabo razviti, prav tako kapitalski in denarni trg. Na drugi strani nefinančne družbe, v katerih še vedno poteka konsolidacija lastništva, večino svojih zunanjih sredstev pridobivajo z zadolževanjem pri bankah, čeprav se naklonjenost k financiranju prek kapitalskih trgov povečuje.

Čeprav se v Sloveniji finančni sistem tako kot v drugih državah v prehodu šele oblikuje, pa so bile v preteklem desetletju na področju finančnega sistema že sprejete nekatere (včasih tudi ne najboljše) nepovratne odločitve, a kljub temu po našem mnenju ostaja dovolj prostora za usmerjanje razvoja tega sistema v smeri, ki bi najbolj koristila domačemu gospodarstvu. Proaktivna industrijska politika, ki se je začela uveljavljati konec 90. let, je med svoje naloge uvrstila tudi izboljševanje dostopa podjetij do finančnih virov, vendar je takšen pristop po našem mnenju preveč parcialen. Takšni ukrepi bi morali biti del uradno sprejete strategije razvoja celotnega finančnega sistema, ki pa je Slovenija še vedno nima.

Anglo-ameriški finančni sistem, ki se v zadnjem desetletju pogosto prikazuje kot vzor, za Slovenijo verjetno ne bi bil primeren. Delno zato, ker so slovenski finančni trgi še vedno slabo razviti in ker takšen sistem onemogoča učinkovito nadzorovanje prihodnjega razvoja industrije. Za državo z razvojnimi zaostankom, kot je Slovenija, pa to zagotovo ne bi bilo priporočljivo. Tudi državno voden na kreditih zasnovan finančni sistem ni sprejemljiva rešitev, saj se celo države, kot je Francija, od tega modela odmikajo. Takšen pristop bi bil tudi v nasprotju s konceptom strateškega usmerjanja gospodarstva, ki ga zagovarjamo. Verjetno bi se pri iskanju svojega modela finančnega sistema in s tem odnosov med državo, finančnim sektorjem in gospodarstvom lahko zgledovala po državah, kot so Nemčija in skandinavske dežele, ki sicer imajo na kreditih zasnovan finančni sistem, a ta deluje po tržnih zakonitostih. V vsakem primeru pa bi bilo nujno o nadaljnjem razvoju tega sistema doseči soglasje vseh udeležencev.

Žal časa za razpravo o teh vprašanjih Slovenija nima več na pretek. Z vstopom v EU, torej predvidoma že leta 2004, bo namreč tudi slovenski finančni sektor izpostavljen neusmiljeni mednarodni konkurenci, in če ne bo dovolj močan, bodo del poslov prevzele tuje finančne institucije. To pa ne bi pomenilo le skrčenje domačega finančnega sektorja, temveč bo zmanjšalo tudi možnosti države, da usmerja razvoj tega sektorja v zeleno smer.

LITERATURA

- 1) Brealey Richard A., Myers Stewart C.: Principles of Corporate Finance, Boston: The McGraw-Hill Companies Inc., 2000, sixth ed., 1093 str.
- 2) Blais André: Industrial Policy, Toronto: University of Toronto Press, 1986, 376 str.
- 3) Brown-Humes Christopher: HEX forgoes independence for share of the euro action, Financial Times, FT surveys, 10.7. 2000
- 4) Brown-Humes Christopher: High optimism, high technology, Financial Times, FT surveys, 10.7. 2000
- 5) Coates David, et al: Industrial Policy in Britain, Houndmills: Macmillan Press, 1996, str. 1-70
- 6) Crane Dwight B., et al: The Global Financial System, A functional perspective, Boston: Business School Press, 1995, 291 str.
- 7) Damijan Jože P., Jazbec Boštjan: Prodaja tujcem v nacionalnem interesu?, Delo (SP), Ljubljana, 16.2.2000, str.15-16
- 8) De Boissieu Christian: The French Banking Sector in the Light of European Financial Integration, European Banking in the 1990s (ed. Jean Dermine), Sec. Edition, Oxford: Blackwell Publishers, 1993, str. 193-234
- 9) Dmitrović Tanja: Industrijska politika v državah Srednje Evrope, Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1998, 255 str.
- 10) Ferjančič Cilka: Denarni trg v državah kandidatkah za članstvo v Evropski uniji, Bančni vestnik, Ljubljana, št. 6, 2002, str. 2-6
- 11) Genovese Frank C.: An Examination of Proposals for a U.S. Industrial Policy, American Journal of Economics and Sociology, Vol. 47, No 4, October 1988, str. 442-452
- 12) George Nicholas: Booming growth creates some problems, Financial Times, FT surveys, London, 10.7. 2000
- 13) Glavič Bojan: Finska zgodba o uspehu, Dnevnik, Ljubljana, 4.9. 1998
- 14) Gregorič Aleksandra, Prašnikar Janez, Ribnikar Ivan: Corporate governance in transitional economies: The case of Slovenia, Ljubljana: Faculty of Economics, University of Ljubljana, 2001, [URL: http://www.ef.uni-lj.si/dokumenti/wp/CGSLOWp_new_new_new_new.doc]
- 15) Grgič Maja: Lobiji proti zaščiti malih vlagateljev, Delo, Ljubljana, 4.7. 2002, str. 14
- 16) Grgič Maja, Tekavec Vanja: Inflacija štirikrat večja kot v EU, Delo, Ljubljana, 19.5. 2002, str. 3
- 17) Haslam Colin, Neale Alan, Johal Suukhder: Economics in a Business Context, Third edition, London: Business Press, 2000, 257 str.
- 18) Hočevar Borut: Ameriških napak nam ni treba ponavljati, Finance, Ljubljana, 9.7. 1993
- 19) Inovativno financiranje malih in srednje velikih podjetij z lastniškim kapitalom, Ljubljana: Zbornik gradiv s posveta (ur. Vadjnal Jaka), 2000, 76 str.
- 20) Jacquemin Alexis: European Industry: Public Policy and Corporate Strategy, Oxford: Clarendon Press, 1984, 377 str.
- 21) Jaklič Marko: Če bodo ponudbe enake, prednost slovenskemu kupcu, Delo (SP), Ljubljana, 20.10.2001, str. 8
- 22) Jaklič Marko: Strateško usmerjanje gospodarstva, Ljubljana: Znanstveno in publicistično središče, 1994, 181 str.
- 23) Jašovič Božo: Nekatere institucionalne pomanjkljivosti razvoja trga vrednostnih papirjev v Sloveniji, Bančni vestnik, Ljubljana, Letnik 47, št.6, 1997, str. 34-40
- 24) Jenko Miha: Pozabljeni finančni popek Evrope, Delo, Ljubljana, 3.5.2002, str. 5

- 25) Johnson Hazel J.: Global Financial Institutions and Markets, Oxford: Blackwell Publishers Ltd., 2000, 626 str.
- 26) Klemenčič Nastja: Dohitevanje in prehitevanje, Gospodarski vestnik, Ljubljana, št. 34, 2000, str. 36-37
- 27) Končina Miro: Sanacija bank in gospodarska rast, Gospodarski vestnik, Ljubljana, št.13, 27.3.1997
- 28) Koskinen Antero, Virtanen Marrku: Scandinavia: Finland, Enterprenourship: An International perspective, First ed., (ed. Morrison Alison), Oxfröd: Butterworth-Heineman, 1998, str. 142-160
- 29) Krugman Paul: The Return of Depression Economics, New York: W.W. Norton & Company Inc., 1999, 176 str.
- 30) Marklew Victoria: The Role of National Financial Systems in Industrial Restructuring, Ann Arbor: The University of Michingam, 1995, 260 str.
- 31) Mayer Colin: The Regulation of Financial Services: Lessons from United Kingdom, European Banking in the 1990s, (ed. Jean Dermine), Sec. Edition, Oxford: Blackwell Publishers, 1993, str. 43-60
- 32) Mishkin, Frederic. S.: The Economics of Money, Banking and Financial Markets, 5th ed, Harper Collins, 1997, 732 str.
- 33) Mrak Mojmir: Mednarodne finance, 1.natis, Ljubljana: GV Založba, 2002, str. 385 - 616
- 34) Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance, 1. natis, Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1993, (Zbirka Manager), 381 str.
- 35) Nidorfer Matjaž: Teorija je odpovedala, Gospodarski vestnik, Ljubljana, št. 28, leto LI, 2002, str. 28-29
- 36) O'Rourke Anthony R.: Trenutek evropskega in slovenskega podjetništva, Inovativno financiranje malih in srednje velikih podjetij z lastniškim kapitalom, Zbornik gradiv s posveta (ur. Jaka Vadnjal), Ljubljana, 2000, str. 1-2
- 37) Peklaj Robert: Nova Severna Evropa, Ljubljana: Gospodarski vestnik, Ljubljana, 5.6.1997
- 38) Petrin Tea: Industrial Policy Supportnig Economic Transition in Central-Eastern Europe, Lessons from Slovenia, Economic Development Institute of teh World bank, EDI Working Papers No.95-07, Regulatory Reform and Private Enterprise Division, The World Bank, 1995, 36 str.
- 39) Pipan Gordana: Vlado je strah, Delo (SP), Ljubljana, 30.9.1995, str. 34
- 40) Prinčič Jože: Slovensko bančništvo po drugi svetovni vojni (6), Bančni vestnik, Ljubljana, št. 9, 2001a, str. 54-55
- 41) Prinčič Jože: Slovensko bančništvo po drugi svetovni vojni (8), Bančni vestnik, Ljubljana, št. 11, 2001b, str. 55- 56
- 42) Privatizacija slovenskih bank na razpotju, Bančni vestnik, Ljubljana, št. 12, Ljubljana, str. 47 - 49
- 43) Profil: Rt dobrega upanja, Večer, Maribor, 8.5.1993
- 44) Pšeničny Viljem: Vloga in financiranje rastočih podjetij, Finančno borzna konferenca, Portorož, maj 2000, 23 str.
- 45) Pudgar Avgust: Raje recesija kot boleči ukrepi, Delo, Ljubljana, 8.5.2002, str. 16
- 46) Reeves Nigel, Kelly-Holmes Helen: The European Business Environment: Germany, London: International Thomson Business Press, 1997, 282 str.
- 47) Ribnikar Ivan: Banki iz sanacije in iz nje, Finance, Ljubljana, 29.5.1996a
- 48) Ribnikar Ivan: Finančne institucije, Bančni vestnik, Ljubljana, št.12, 1996b, str. 43-45
- 49) Ribnikar Ivan: Finančni trgi (1), Bančni vestnik, Ljubljana, št. 9, 1995, str. 38-39
- 50) Ribnikar Ivan: Lastniki bank (v EU in v Sloveniji), Bančni vestnik, Ljubljana, št. 12, 2001, str. 50-54

- 51) Ribnikar Ivan: Neodvisnost centralne banke, Bančni vestnik, Ljubljana, št. 7/8, 1998, str. 67-69
- 52) Ribnikar Ivan: Prehod v tržno gospodarstvo po slovensko, Ljubljana: CISEF, 1994, ...str.
- 53) Ribnikar Ivan: Prestrukturiranje bančnih posrednikov, Bilten Banke Slovenije, Ljubljana, št.11, 1998, str. 11-25
- 54) Ribnikar Ivan: Stroški zapolnjevanja praznine, Finance, Ljubljana, 30.6.1993
- 55) Rupnik Lado, Stanovnik Tine: Javne finance - 1.del: Javne finance v svetu, 2. natis, Ljubljana: Ekonomska fakulteta v Ljubljani, 1995, (Zbirka Maksime), str. 7- 40
- 56) Saunders Anthony: Financial Institutions Management, Boston: The McGraw-Hill Companies, Inc., 2000, 3rd ed., 614 str.
- 57) Santomero Anthony M.: European Banking Post-1992: Lessons From the United States, European Banking in the 1990s (ur. Jean Dermine), Sec. Edition, Oxford: Blackwell Publishers, 1993, str. 464-470
- 58) Savin Davor: Nova zvezda vzhaja, Finance, Ljubljana, 14.7.1993
- 59) Senjur Marjan: Vloga finančne ureditve v gospodarskem razvoju, (ur. Borak Neven), Zbornik 1. Strokovnega posvetovanja o bančništvu: Banke na razpotju, Portorož, 1995, str. 9-27
- 60) Simoneti Marko, Jamnik Borut: Projekt: Razvoj trga kapitala v Sloveniji, Raziskava investicije in financiranje podjetij - Anketa 1999, Ljubljana: Central & Eastern European Privatization Network, 2000, 85 str.
- 61) Simoneti Marko, Andreja Böhm et al: Spremembe v strukturi in koncentraciji lastništva ter poslovanje podjetij po razdelitveni privatizaciji v Sloveniji v razdobju 1995 – 1999, Ljubljana: Central & Eastern European Privatization Network, 2001, 91 str.
- 62) Story Jonathan, Walter Ingo: Political economy of financial integration in Europe, First ed., Manchester: Manchester University Press, 1997, str. 337
- 63) Strobel Frederick R.: The U.S. Banking and Corporate Structure: Some Implications for Industrial Policy, Journal of Economic Issues, Vol. XIX, Number 2, June 1985, str. 541-548
- 64) Štiblar Franjo: Kakšen bo slovenski bančni prostor ob vstopu v EU, Gospodarska gibanja, Ljubljana, št. 304, 1999, str. 27-47
- 65) Štiblar Franjo: Vpliv lastništva na uspešnost corporate governance bank v Sloveniji, Gospodarska gibanja, Ljubljana, št. 331, 2001, str. 25-53
- 66) Tainio Risto, Lilja Kari: The finnish business system in transition: Outcomes, actors and their influence
- 67) Tajnikar Maks: Prestrukturiranje realnega sektorja v slovenskem gospodarstvu v devetdesetih letih, Slovenska ekonomska revija, 48 (1997), 3-4, str. 48-70
- 68) The Fourth Round Table On Financing Small And Medium - Sized Enterprises, Roundtable proceedings, (ed: Vadjal Jaka, Heath Jeremy, Schlegel Bernard), Bled, 5-6 September 2002, 144 str.
- 69) Veselinovič Draško: Komu na finančnem trgu dajemo največji pomen, Finance, Ljubljana, št. 123, 2002, str. 17-19
- 70) Viršek Damjan: NKBM si močno želi Poštno Banko Slovenije, Delo, Ljubljana, 20.9.2002, str. 11
- 71) Walter Ingo: A framework for the optimum structure of financial systems, Fontainblue: Insead, 1992, 39 str.
- 72) Walter Ingo, Smith Roy C.: Bank Industry linkages: Models for Eastern European Economic Restructuring, Fontainblue: Insead, 1992, 30 str.
- 73) Walter Ingo, Smith Roy C.: High Finance in the Euro-Zone, London: Financial Times & Prentice Hall, 2000, 344 str.

- 74) Zgodba o uspehu v dveh delih, Ljubljana: Gospodarski vestnik, Ljubljana, 18. 2. 1993, str. 41
- 75) Zysman John: Governments, Markets and Growth, Ithaca, Cornell University Press, 1987, 358 str.
- 76) Žugelj Damjan et al: Tvegani kapital:si upate tvegati?, Ljubljana: Lisac & Lisac, 2001, 175 str.

VIRI

- 1) A wiser, weaker state, The Economist, London: june 5th 1999a, str. 5-10, [URL: <http://www.economist.com/displayStory.cfm>]
- 2) Banking, Finance and Insurance, U.S. Census Bureau, Statistical Abstract of United States: 2000, No. 789: Flow of Funds Accounts, [URL: <http://www.census.gov/prod/www/statistical-abstracts-us.html>]
- 3) Bukatarevič Vida, Uroš Čufer: Zadolženost realnega sektorja do tujine in domačih bank, Ljubljana: Banka Slovenije, Analitsko raziskovalni center, januar 2001
- 4) Corporate finance overview, Europepeople com, 1999, [URL: www.europepeople.com/overview/germany.htm]
- 5) Četrto poročilo o državnih pomočeh, Ministrstvo za finance, julij 2002, 8 str.
- 6) Državni razvojni program, Poročevalec Državnega zbora republike Slovenije, Ljubljana, Letnik XXVIII, št.6 in št.6/I, 19. januar 2002, str. 125 - 371
- 7) Finančni trgi, april 2002, Banka Slovenije, 28. str. [URL: <http://www.bsi.si/html/publikacije>]
- 8) Finland winner: Merita bank, Global Investor, Issue 137, Nov 2000, str. 32
- 9) IMF The World economic Outlook, The Global Economy After September 11, December 2001, str. 158, [URL: <http://www.imf.org/external/pubs/it/weo/2001/03/index.htm>]
- 10) Kronološki pregled delovanja Banke Slovenije na monetarnem področju, gradivo Banke Slovenije, oktober 2002
- 11) Letno poročilo Ljubljanske borze 2001, Ljubljana: Ljubljanska borza, 2002, str. 35
- 12) OECD Economic surveys: Finland, Paris: OECD, 1985, 66 str.
- 13) Oxford Advanced Learner's Dictionary of Current English (ed. A.S. Hornby), Third edition, Oxford: Oxford University Press, 1986, 1041 str.
- 14) Poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev za leto 2001 in Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2001, Poročevalec DZ RS, Ljubljana, Letnik XXVIII, št. 64, 2.7. 2002, str. 59 - 140
- 15) Scandinavian models, The Economist, London, May 18th 2000a, [URL: <http://www.economist.com/displayStory.cfm>]
- 16) Strategija gospodarskega razvoja Slovenije, Poročevalec Državnega zbora republike Slovenije, Ljubljana, Letnik XXVIII, št.6, 19.januar 2002, str. 3-12
- 17) Stockmarket concentration, The Economist, London, May 11th 2000b, [URL: <http://www.economist.com/displayStory.cfm>]
- 18) Stockmarkets, The Economist, London, May 25th 2000c, [URL: <http://www.economist.com/displayStory.cfm>]
- 19) Šega Lidija: Veliki moderni poslovni slovar, angleško-slovenski, Ljubljana: Cankarjeva založba, 1997, 957 str.
- 20) Tainio Risto, Lilja Kari: The finnish system in transition: outcomes, actors and influence, 2002, Helsinki School of Economics, working paper, 2002
- 21) The gand illusion, The Economist, London: June 5th 1999b, str. 3-5

- 22) The poacher as gamekeeper, The Economist, London, Apr 27th 2000d, [URL: <http://www.economist.com/displayStory.cfm>]
- 23) Torvi Kai: EU Mebership has benefited Finnish Economy, Virtual Finland, 1999, [URL: <http://virtual.finland.fi/finfo/english/tellisuus.html#gett>]
- 24) The Finnish State aid policy – public financing to R&D acitivities, Ministry of Trade and Industry, Ljubljana, maj 2002
- 25) The World Economic Outlook (WEO) Database, April 1999, [URL: <http://www.imf.org/external/pubs/it/weo/1999/01/data/index.htm>]

PRILOGA

Priloga 1 : Javni primarni trg med letoma 1997 in 2001 (v milijonih tolarjev)

Leto	Bančni vrednostni papirji				Vrednostni papirji drugih izdajateljev				Skupaj
	Izdaja delnic		Izdaja dolžniških VP		Izdaja delnic		Izdaja dolžniških VP		
	Št.	Tržna. vrednost	Št.	Tržna. vrednost	Št.	Tržna. vrednost	Št.	Tržna. vrednost	
1997	0	0	5	8.167	2	443	1	1.000	9.610
1998	0	0	3	3.081	1	135	1	2.000	5.216
1999	0	0	3	3.319	1	1.016	3	2.726	7.061
2000	0	0	4	9.319	1	473	1	2.000	11.792
2001	0	0	1	2.154	0	0	0	0	2.154
Skupaj	0	0	16	26.040	5	2.067	6	7.726	35.833

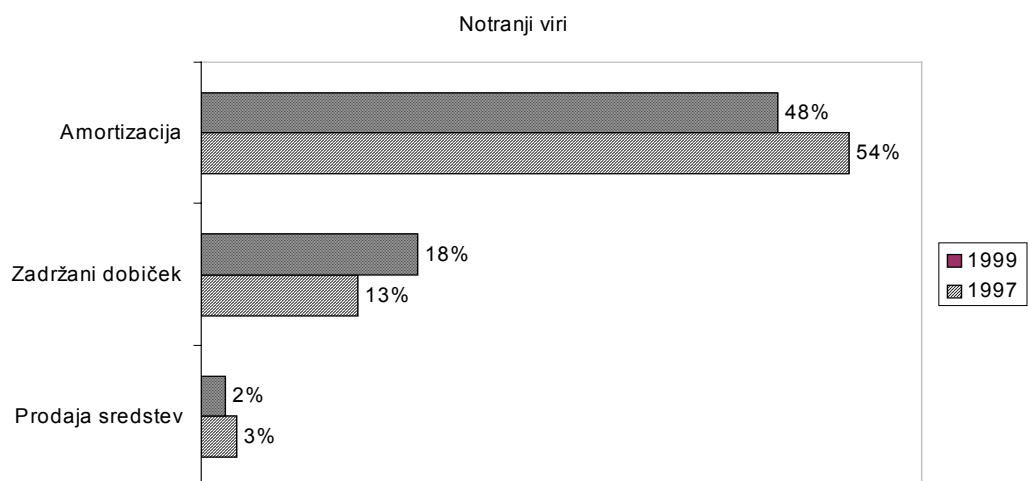
Vir: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2001, Poročevalec Državnega zbora Republike Slovenije, Letnik XXVIII, št. 64, Ljubljana, 2.julij 2002 str. 106

Priloga 2: Nejavne ponudbe vrednostnih papirjev med letoma 1997in 2001 (v milijonih tolarjev)

Leto	Bančni vrednostni papirji				Vrednostni papirji drugih izdajateljev				Skupaj
	Izdaja delnic		Izdaja dolžniških VP		Izdaja delnic		Izdaja dolžniških VP		
	Št.	Nomin. vrednost	Št.	Nomin. vrednost	Št.	Nomin. vrednost	Št.	Nomin. vrednost	
1997	2	558	2	1.320	19	7.929	5	819	10.626
1998	0	0	2	1.177	3	590	3	140	13.804
1999	1	418	5	7.588	20	5.658	7	2.650	16.314
2000	0	0	5	6.846	26	29.590	7	3.703	40.139
2001	6	6.263	6	12.923	18	15.092	16	11.521	45.798
Skupaj	9	7.239	20	29.854	86	58.858	38	18.833	126.681

Vir: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2001, Poročevalec Državnega zbora Republike Slovenije, Letnik XXVIII, št. 64, Ljubljana, 2.julij 2002 str. 106

Priloga 3: Financiranje načrtovanih vlaganj v idealnih pogojih



Vir: Simoneti M., Jamnik B.: Projekt: Razvoj trga kapitala v Sloveniji, Raziskava investicije in financiranje podjetij - Anketa 1999, Ljubljana: Central & Eastern European Privatization Network, 2000

SLOVAR TUJIH IZRAZOV

adverse selection – napačna izbira
banker`s acceptances – bančni akcepti
bond – obveznica
certificates of deposits – prenosljivi depozitni certifikati
commercial paper – komercialni papir
corporate governance – vladanje podjetjem
forwards – valutni terminski posli
funds – sredstva
futures – finančne terminske pogodbe
government securities – državni vrednostni papirji
Hausbank – hišna banka
innovation spiral – inovacijska spirala
insurance company – zavarovalnica
investment vehicles – nosilci naložb
junk bonds – zelo tvegane obveznice
liquidity trap – likvidnostna past
money fund – denarni sklad
moral hazard – moralno tveganje
mortgage – hipoteka
mutual fund – vzajemni sklad
options – opcije
pension fund – pokojninski sklad
repurchase agreement – pogodba o ponovnem odkupu
shareholder value – vrednost (enote) premoženja delničarjev
stocks – delnice
swaps - zamenjave