

PORTFELJSKE TUJE INVESTICIJE V FINANCIRANJU SLOVENSКИH PODJETIJ¹

dr. Matija Rojec, Fakulteta za družbene vede in Urad RS za makroekonomske analize in razvoj

dr. Marko Simoneti, Pravna fakulteta Univerze v Ljubljani

UDK: 339.727.22

JEL: F210, G300

Povzetek

V prispevku razvijamo argument, da je v Sloveniji treba ustvariti pogoje, ki bodo podjetjem omogočala izbiro med različnimi načini financiranja. Slovenska podjetja se ne bi smela odpovedovati dinamičnemu razvoju in investicijskim priložnostim za širitev doma in v tujini samo zato, ker nimajo ustreznih možnosti za financiranje tovrstnih projektov prek domačih bank. Tudi domače možnosti lastniškega financiranja so trenutno zelo omejene, zato gre predvsem za vprašanje, kako pritegniti zadosten obseg trajnih lastniških virov financiranja iz tujine. Pri tem se osredotočamo na značilnosti, determinante, ovire in ukrepe, potrebne za pritegnitev portfeljskih tuji investicij, saj je bilo o neposrednih tujih investicijah v Slovenijo povedano že veliko.

Ključne besede: financiranje podjetij, portfeljske tuje investicije, Slovenija

Abstract

In the paper we develop the argument that Slovenia needs to create conditions, which would allow firms to choose among different modes of financing. Slovenian firms should not give up the dynamic development and investment opportunities at home and abroad only because domestic banks do not offer adequate possibilities for financing this kind of projects. Domestic possibilities for equity financing are also very limited at a current stage, therefore, the right question is how to attract adequate volume of long term equity financial sources from abroad. Further on we concentrate on the main features, determinants, barriers and necessary measures for attracting foreign portfolio investment, as foreign direct investment in Slovenia have already been extensively discussed.

Key words: firm financing, foreign portfolio investment, Slovenia

1. UVOD

Izkušnja Slovenije iz sedanje finančne krize jasno kaže, da je financiranje dinamične gospodarske rasti prek dodatnega zadolževanja domačih bank v tujini lahko zelo tvegano. Ker so se s kratkoročnimi dolžniškimi viri iz tujine financirali tvegani in dolgoročni projekti slovenskih podjetij doma in v tujini, so se v domačem gospodarstvu akumulirala velika tveganja. Nekatere naložbe podjetij so bile res špekulativne in povezane z nepremičninskim in borznim balonom ter konsolidacijo lastništva, vendar pa so bile številne naložbe tudi razvojno usmerjene, vendar tvegane in dolgoročne. Ko ob nastanku finančne krize ni bilo mogoče več obnavljati kratkoročnih dolgov bank do tujine, je morala poseči država s svojimi ukrepi, da je zagotovila stabilnost domačega bančnega sistema. Postalo je očitno, da niti bankirji niti uprave podjetij niso računali, da bo treba pri teh formalno sicer kratkoročnih dolgovih nekoč vrniti tudi glavnico.

Druge hitro rastoče države so pri financiranju razvoja iz tujine namesto bank v večji meri uporabljale tudi strateške in portfeljske investitorje. To je v pogojih finančne krize pomenilo manjšo finančno izpostavljenost podjetij do bank v težavah. Portfeljski investitorji v delnice in strateški lastniki iz tujine pa so tudi sami morali nositi svoj del rizikov zaradi poslabšanja poslovanja. S tem je v primerjavi s Slovenijo nastala tudi precej drugačna porazdelitev izgub med domačimi in tujimi subjekti. Zanimive so tudi izkušnje nekaterih razvitih držav, na primer sosednje Avstrije, ki je prodor svojih podjetij na tvegane trge jugovzhodne Evrope uspela financirati tudi prek tujih institucionalnih investitorjev v avstrijske delnice. S tem so avstrijska podjetja obdržala nadzor nad projekti v teh državah v svojih rokah, velik del poslovnih tveganj pa prenesla na mednarodne portfeljske investitorje, ki v zadnjih letih predstavljajo že več kakor polovico prometa na dunajski borzi.

V tem prispevku razvijamo argument, da je v Sloveniji treba ustvariti pogoje, ki bodo podjetjem omogočala izbiro med različnimi načini financiranja. Slovenska podjetja se ne bi smela odpovedovati dinamičnemu razvoju in investicijskim priložnostim za širitev doma

¹ Ta članek je nastal na osnovi projekta Inštituta za ekonomska raziskovanja (IER): »Razvojne priložnosti trga kapitala v Sloveniji po finančni krizi«, ki ga je financirala Ljubljanska borza d.d., Ljubljana.

in v tujini samo zato, ker nimajo ustreznih možnosti za financiranje tovrstnih projektov prek domačih bank. Tudi domače možnosti lastniškega financiranja so trenutno zelo omejene, zato gre predvsem za vprašanje, kako pritegniti zadosten obseg trajnih lastniških virov financiranja iz tujine. Pri tem se osredotočamo na portfeljske tuje investicije (PTI), saj je bilo od determinantah, ovirah in ukrepih, potrebnih za pritegnitev neposrednih tujih investicij (NTI) v Slovenijo, povedano že praktično vse (glej, na primer, Rojec in Šušteršič, 2002; Damijan in Rojec, 2004).

V nadaljevanju (i) najprej predstavimo pomen PTI za financiranje gospodarstev iz tujine in obnašanje tokov PTI v kriznih razmerah, (ii) potem analiziramo prednosti in slabosti financiranja podjetij s strani domačih in tujih portfeljskih investitorjev na trgu kapitala, (iii) nato predstavimo obseg in relativni pomen PTI v Sloveniji in drugih državah EU, (iv) ter analiziramo determinante privlačnosti države za portfeljske tuje investitorje, (v) nazadnje pa poskušamo opredeliti nekatere korake, potrebne za povečanje obsega PTI v Slovenijo.

2. NEKATERE ZNAČILNOSTI PTI

PTI so definirane z vidika države prejemnice sredstev in vključujejo naložbe tujcev v različne finančne instrumente, s katerimi se trguje na finančnih trgih – obveznice, delnice in instrumenti denarnega trga, ki jih izdajajo domača država, banke in druge finančne institucije ter podjetja. Z vidika tega prispevka nas zanimajo zlasti podjetniške PTI, posebno tiste, ki jih kot nakup delnic domačih podjetij opravijo tujci.

PTI so v teoriji pogosto sodefinirane z opredelitvijo razlik do NTI, ki so kategorija mednarodnega investiranja, v kateri rezidenčna enota iz enega gospodarstva pridobi trajen interes v podjetju, ki je rezident drugega gospodarstva. Trajen interes pomeni obstoj dolgoročne povezanosti med neposrednim investitorjem in podjetjem ter pomembno stopnjo vpliva investitorja na upravljanje podjetja. Merilo, ki se pri tem uporablja, je, da se NTI vzpostavi, ko ima rezident iz enega gospodarstva 10-odstotni ali večji lastniški delež podjetja v drugem gospodarstvu. Vse nadaljnje transakcije med povezanimi podjetji so NTI-transakcije. Poleg mnogih statističnih problemov statističnega zbiranja podatkov za NTI in PTI je tu še problem 10 % razmejitvene črte med NTI in PTI. Ta pogosto ne izraža dejanskega stanja; vsebinsko gre lahko za NTI že pri manj kakor 10-odstotnem lastniškem deležu, ali za PTI pri več kakor 10-odstotnem lastniškem deležu. Glavne primerjalne značilnosti NTI in PTI so:

- NTI so v lasti tujih multinacionalnih podjetij ter so sektorsko in podjetniško specifične, to je države prejemnice ne morejo odločati o smeri teh investicij.

PTI običajno pomenijo naložbo v velika domača podjetja in državne obveznice ter niso sektorsko specifične.

- Obstajajo različne vrste povezav med NTI in PTI. Z ustvarjanjem povezav z domačimi podjetji (dobavitelji, kupci) NTI spodbujajo ustvarjanje/širitev domačih podjetij, ki se bodo za financiranje svojih širitev naslonila na PTI. Po drugi strani pa PTI lahko spodbudijo razvoj domačih kapitalskih trgov, ki potem pomagajo pritegniti NTI.
- NTI lahko transferirajo tehnologijo in izboljšajo dostop do trga, medtem ko PTI lahko pomagajo okrepiti proces razvoja domačega kapitalskega trga. S tem da zagotavljajo finančna sredstva in zmanjšujejo stroške kapitala domačim podjetjem, PTI lahko povečajo konkurenčnost teh podjetij. Čeprav portfeljski investitorji najprej investirajo v podjetja »*blue chip*«, izkoriščajo tudi »cenovne anomalije«, s tem da investirajo tudi v manjša in neznana podjetja s potencialom rasti, ki so podcenjena.
- PTI so bolj volatilne kakor NTI, najbolj volatilna pa so kratkoročna bančna posojila. Tudi NTI kot finančni tok so lahko volatilne, saj investitorji zmanjšujejo svoje devizno-tečajne rizike tako, da uravnovežajo svoje naložbe z obveznostmi v različnih valutah skozi bančna posojila in PTI.
- Tokovi NTI so bolj zdržni, medtem ko je za PTI verjetno, da se zmanjšajo, ko portfeljski investitorji postanejo bolj selektivni glede tega, kam investirati.
- Le zelo majhno število držav uspeva pritegniti velike zneske NTI in PTI. To so iste države (UNCTAD, 1999: 4–6).

Obstaja niz potencialnih koristi, ki spodbujajo investitorje k internacionalizaciji njihovih portfeljev. Te prednosti so gonilna sila in motivacija za angažiranje v PTI in temeljijo na: (i) sodelovanju v rasti drugih (tujih) trgov, (ii) zavarovanju investitorjeve potrošne košarice, (iii) učinkih diverzifikacije in, možno, na (iv) nenormalnih donosih zaradi segmentacije trga. Ceteris paribus bo imel tuji investitor koristi, če bo večji delež naložb investiral v tujini: (i) čim večji bo pričakovani donos, (ii) čim nižja bo variabilnost donosov, (iii) čim nižja bo korelacija med donosi tujih vrednostnih papirjev in donosi na investitorjevem domačem trgu in, možno, (iv) čim večji je delež uvoženih dobrin in storitev v potrošnji investitorja (BIS, 2009). Pomen PTI raste z razvojem finančnih trgov. V najrazvitejših državah OECD PTI pogosto presegajo klasične oblike NTI in dolgoročnih bančnih posojil (glej tabelo 1).

Poleg zgoraj navedenih prednosti PTI za financiranje podjetij – zmanjšanje stroška kapitala in delitev rizika z nerezidenti, literatura navaja še niz drugih možnih razvojnih prispevkov PTI za dvig konkurenčnosti domačih podjetij in države prejemnice, med njimi mobilizacijo

domačih² in tujih prihrankov, finančno posredovanje in učinkovitejšo alokacijo kapitala za investicije, krepitev poslovnega okolja, v katerem delujejo podjetja, s tem da prispevajo k razvoju dobro delujočih finančnih trgov. PTI lahko igrajo tudi pomembno vlogo v financiranju domače infrastrukture. Prispevek PTI k financiranju investicij je večji, če se realizira z izdajo novih delnic in obveznic na primarnih trgih.

PTI h krepitvi kapitalskih trgov prispevajo: (i) dodatna likvidnost, ki jo prinašajo na lokalne kapitalske trge, (ii) izboljšanje standardov na lokalnih kapitalskih trgih (kakovost informacij in objavljanja podatkov, zaščita manjšinskih delničarjev, regulativa o trgovanju, torej dvig odgovornosti in transparentnosti), (iii) spodbujanje razvoja novih institucij in storitev, kakor so investicijski menedžment, finančne svetovalne storitve, računovodstvo in revizija, storitve tržnega informiranja, agencije za določanje kreditnega ratinga itd. To pomaga k povečevanju transparentnosti v finančnih transakcijah in izboljšanju vodenja ter obvladovanja podjetij (*corporate governance*).

Po drugi strani pa velike fluktuacije tokov PTI negativno vplivajo na plačilno bilanco in lahko vodijo v nestabilnost deviznega tečaja, kakor tudi v visoko volatilitnost cen naložb. Dolgoročni vpliv PTI na razvoj je odvisen od tega, ali tokovi PTI financirajo višjo raven formiranja fiksnega kapitala, kot je zdržna. Na kratek rok bodo PTI v obliki državnih obveznic in nakupov vrednostnih papirjev na sekundarnem trgu spodbujale potrošnje skozi učinek na bogastvo in kreditni bum. To lahko privede do precejšnjih težav in okrepi ciklično gibanje tokov tujega kapitala, zlasti če je domači finančni sistem šibek, neustrezno reguliran in nadziran (UNCTAD, 1999; Vujović, 2007).

3. OBNAŠANJE RAZLIČNIH OBLIK KAPITALSKIH TOKOV V KRIZNIH OBDOBJIH

Pri obnašanju različnih oblik kapitalskih tokov v kriznih obdobjih je pomembno razlikovanje med kratkoročnimi in dolgoročnimi kapitalskimi tokovi. Prvi naj bi bili bolj spremenljivi od drugih. Večina empiričnih študij ugotavlja, da so NTI običajno najstabilnejši kapitalski tok (glej na primer Felices in dr., 2008; Dobson in

Hufbauer, 2001). To je logično, saj se NTI realizirajo zaradi trajnega interesa biti v neki državi, tu pa so še težave z dezinvestiranjem v primeru NTI, ki je povezano z velikimi izstopnimi (*sunk*) stroški. PTI so bolj volatilne in po nekaterih študijah tudi prociklične. Eden od pomembnih razlogov za večjo volatilitnost PTI kakor NTI je asimetrija informacij, ki prispeva k slabi oceni rizika (UNCTAD, 1999). Znotraj PTI Felices in dr. (2008) ugotavljajo, da so bili prilivi lastniških PTI na porajajoče se trge (*emerging markets*) v 1980–2007 stabilnejši kakor tokovi dolžniških PTI. Mnogi ugotavljajo, da je najbolj nestabilen vir financiranja čezmejno bančno posojanje (BIS, 2009: 26–28).

Levchenko in Mauro (2007) prav posebej analizirata odpornost različnih oblik kapitalskih tokov proti krizam in ugotavljata, da so lastniške oblike finančnih tokov (posebno NTI) zelo stabilne ob nenadnih padcih neto kapitalskih tokov, medtem ko z bankami povezani kapitalski tokovi pogosto strmo padejo in ostanejo na nižji ravni po nekaj let.³

Kleindienst (2000) analizira obnašanje PTI v latinskoameriški dolžniški krizi v 1980. letih ter v mehiški 1994–1995 in azijski 1997–1998 (ASEAN-4, Južna Koreja, Rusija, Brazilija). Ugotavlja, da je bilo vsem tem krizam skupno, da je v letih pred njimi prišlo do precejšnjih neto prilivov tujega kapitala in da se je ob nastopu kriznih obdobjih ta tok radikalno obrnil. Ugotavlja (Kleindienst, 2000: 20, tabela 10), da so bile v analiziranih primerih NTI ves čas najmanj volatilna kategorija neto kapitalskih tokov v vseh regijah – ASEAN-4 + J. Koreja, tranzicijska gospodarstva, Latinska Amerika – obenem pa so bile neto PTI v praktično vseh primerih bistveno manj volatilna kategorija kapitalskih tokov kakor druge neto naložbe, med katere spadajo predvsem bančna posojila in komercialni krediti. V 1990. letih je bila stopnja nihanja neto PTI v vseh treh regijah bistveno nižja celo od dolgoročnih bančnih in trgovinskih posojil. Pri petih azijskih državah, ki jih je kriza najbolj prizadela, je bila stopnja nihanja neto PTI celo trikrat nižja od stopnje nihanja drugih neto naložb (predvsem kratko- in dolgoročnih bančnih posojil in komercialnih kreditov). Ob tem je pomembno še nekaj: privatni neto kapitalski tokovi na porajajočih se trgih so bili v 1990. letih ves čas pozitivni, vendar so pri tem pomembne razlike: neto NTI in PTI so bile v analiziranih državah v 1990. letih stalno pozitivne, pri drugih neto naložbah – predvsem bančna posojila in komercialni neto krediti – pa se je predznak med mehiško (1994) in azijsko ter rusko krizo (1997, 1998) dramatično spremenil v negativno smer.

² Hecht, Razin in Gad Shinar (2004) so analizirali učinke različnih oblik prilivov kapitala na domače investicije v državah v razvoju. Ugotavljajo, da je velikost dolgoročnega učinka NTI na domače investicije 0,68 (1 US\$ prilivov v obliki NTI poveča domače investicije za 0,68 US\$), medtem ko je ustrezen učinek pri PTI 0,53, pri posojilih pa le 0,35. Ugotovitve Boswortha in Collinsa (1999), ki sta analizirala učinke priliva kapitala na domače investicije za 58 držav v razvoju v obdobju 1978–1995, so manj optimistične. Ugotovila sta, da je povečanje kapitalskih prilivov za 1 US\$ v obliki NTI prinese enako povečanje domačih investicij, pri PTI ni zaznati nikakršnega ali le majhen vpliv na domače investicije, vpliv posojil pa pade nekam med prva dva.

³ Pa vendar nekatere druge empirične analize niso jasno pokazale, da bi bili kratkoročni kapitalski tokovi bolj ali občutneje bolj spremenljivi kot NTI in drugi dolgoročni kapitalski tokovi (Claessens, Dooley and Warner, 1995). IMF (1999: 19) je ugotovil, da so NTI res najmanj volatilna kategorija izmed vseh kapitalskih tokov, vendar pa drugi dolgoročni tokovi nihajo enako močno kot kratkoročni. Poleg tega med NTI in bolj spremenljivimi kratkoročnimi tokovi obstaja močna povezava (medsebojni krediti povezanih oseb, kratkoročni instrumenti za zaščito dobičkov tujih neposrednih investitorjev itd.).

Podrobnejša analiza držav, ki jih je azijska kriza najbolj prizadela, kaže, da se je najslabše obnašal dolžniški kapital (Kleindienst, 2000: 21–22). Neto NTI so bile ves čas krize pozitivne in so se pokazale kot najodpornejše. Do velikih odtokov privatnega kapitala v letih 1997 in 1998 ni prišlo zaradi neto PTI, temveč skoraj izključno zaradi odlivov na podlagi bančnih kreditov. Banke v teh državah so beležile veliko kreditno ekspanzijo, s krediti, ki so jih najemale v tujini, pa so v veliki meri financirale nakupe nepremičnih in vrednostnih papirjev rezidentov. Do borznega balona je nedvomno prišlo s posredovanjem domačih bank. Kriza leta 1997 je nastopila, ko so tuji upniki prenehali podaljševati kratkoročne kreditne linije domačim poslovnim bankam (UNCTAD, 1999: 14–16).⁴

Zgornji podatki slej ko prej kažejo, da so PTI nedvomno dodale svoj delež k nastopu finančnih kriz v 1990. letih, vendar pa je bila njihova negativna vloga v krizah občutno manjša kot vloga dolžniškega kapitala. Tokovi, povezani z lastniškim kapitalom, s NTI in PTI, so pri azijski in drugih krizah odigrali bolj postransko vlogo. Vir azijske krize je bilo predvsem čezmerno zadolževanje domačega bančnega in realnega privatnega sektorja ter neučinkovita alokacija kapitalov (nepremičnine, vrednostni papirji). Kleindienst (2000) tudi ugotavlja, da je bila kriza predvsem posledica strukturnih neravnovesij v gospodarstvu ter poslabšanja temeljnih (zlasti makroekonomskih) agregatov, pri čemer je čezmerno odzivanje investorjev krizo le še bolj zaostrilo, kakor pa so to narekovali temeljni dejavniki, nikakor pa njihova ravnjanja niso bila povzročitelj krize.

Azijska kriza je v veliki meri spremenila obnašanje globalnih portfeljskih investorjev. Še leta po krizi so bili donosi na novih trgih znatno pod pričakovanji, pri čemer pa se stabilnost ni izboljšala. Čeprav je bila cena krize visoka, so se PTI nadaljevale, pri čemer pa so investitorji precej bolj pozorno spremljali ključne ukrepe ekonomske politike, ekonomsko rast, raven deviznih rezerv in stabilnost deviznega tečaja, splošno makroekonomsko

⁴ Podobne so ugotovitve Vujovića (2007: 44), ki analizira različne oblike kapitalovskih tokov v državi v razvoju v obdobju 1997–2005. Ugotavlja, da NTI z azijsko krizo praktično niso bile prizadete, saj se njihovi letni neto prilivi v državo v razvoju po letu 1997 praktično sploh niso zmanjšali: 168,7 mrd. USD v letu 1997, 172,4 mrd. USD v 1998, 183,3 mrd. USD v 1999, 168,8 mrd. USD v 2000 itd. Drugače je bilo z neto prilivi PTI, ki so se zmanjšali od 30,9 mrd. USD v letu 1997 na vsega 6,9 mrd. USD v 1998 in so znesek iz leta 2007 presegli šele v letu 2004 s 37,3 mrd. USD. To potrjuje tezo o večji volatiliteti PTI na znake krize. Vpliv krize pa je bil največji pri tokovih posojil; neto tokovi dolgov so padli od 107,2 mrd. USD v letu 1997 na 54,2 mrd. USD v 1998 in so presegli vrednost iz 1997 šele v letu 2004 (119,0 mrd. USD). Dodaten problem je, da so najbolj padla prav posojila privatnih posojilodajalcev, namreč s 94,1 mrd. USD v letu 1997 na 19,9 mrd. USD v 1998. Komercialne banke so se torej na finančni krizo odzvale mnogo močneje kot institucionalni investitorji, kar govori močno v prid tezi o potrebi diverzificiranja eksternih virov financiranja. Posamezni tokovi so se po krizi različno hitro popravljali. NTI so imele blago padajoč trend vse do leta 2002, ko so začele spet hitro rasti. PTI so se na predkrizni nivo vrnile šele v letu 2003, od takrat naprej pa so beležile znatno rast. Tudi pri neto kreditnih tokovih državam v razvoju je bila predkrizna raven dosežena šele po šestih letih, potem pa so v obdobju 2004–2006 rasli (Vujović, 2007: 44).

stabilnost, stanje in rizike v bančnem sistemu, kakovost regulatornega okvira na delniškem trgu, kakovost domačih računovodskih in revizorskih standardov, stopnjo zaščite investorjev, posojilodajalcev in malih delničarjev. PTI so med krizo potrdile svojo občutljivost za spremembe ekonomskih pogojev in investicijske klime. V naslednjih letih so finančne inovacije (derivati in sekuritizacija tokov kapitala) in nove tehnike upravljanja finančnih rizikov povečale občutljivost sistema odločanja, ki ga uporabljajo portfeljski investitorji. Tako se je dejansko zmanjšala stopnja tolerance, skrajšal reakcijski čas in povečala nevarnost prehitrega odzivanja na motnje, s tem pa tudi naglega širjenja »finančne okužbe« na celoten sklop novih trgov. Inherentna nestabilnost PTI zahteva stabilne makroekonomske razmere in pazljivo upravljanje tokov kapitala, da bi se izognili poudarjenemu cikličnemu gibanju (Vujović, 2007).

Čeprav natančnejših analiz o obnašanju različnih oblik kapitalovskih tokov v sedanji krizi še ni, obstoječi podatki nakazujejo dvoje. Prvič, tudi v sedanji krizi se zdi, da se najbolj stabilno obnašajo NTI, najmanj pa posojila, medtem ko so PTI nekje vmes. Drugič, globina in narava sedanje krize je vsekakor precej globlja in drugačna od regionalnejši kriz v 1980. in 1990. letih. Poglejmo nekaj števil.

Struktura bruto prilivov v tabeli 1 pokaže, kako se gospodarska območja medsebojno finančno povezujejo: prek NTI, portfeljskih naložb in trga kapitala ali prek posojil in kreditov. Osnovna značilnost je, da finančna integracija ZDA in EU poteka zlasti prek trga kapitala in PTI, pri manj razvitih gospodarstvih pa je najpomembnejša pot prek NTI. Pri tem je treba upoštevati pomemben delež državnih obveznic, prek katerih razvite države financirajo svoje fiskalne potrebe s tujo akumulacijo. Kriza v letu 2008 to strukturo bistveno ne spreminja, povzroči pa zapiranje posameznih področij samih vase in zmanjšanje obsega medsebojnih finančnih tokov, predvsem zaradi zmanjšanja portfeljskih naložb in posojil.

Neto finančni tokovi v tabeli 2 pa prikazujejo, koliko neto tuje akumulacije prejemajo porajajoča se gospodarstva in gospodarstva v razvoju ter v kakšni obliki. Osnovna značilnost so visoki prilivi tuje akumulacije v letu 2007 v višini približno 600 mrd. USD, ki so že v naslednjem letu ob začetku krize povsem presahnili in napovedi IMF so, da se bo tako stanje ohranilo tudi v letih 2009 in 2010. Do zmanjšanja je prišlo tudi pri NTI, vendar so se spremembe manj izrazite in neto prilivi iz tega naslova so še vedno močno pozitivni. Povsem drugače je pri posojilih in PTI, kjer je prišlo do sunkovitega obrata in neto odlivov kapitala iz manj razvitih gospodarstev. Kumulativni neto odlivi v obdobju 2008–2010 bodo pri posojilih kar dvakrat večji kakor pri portfeljskih naložbah: odliv 572,5 mrd. USD pri posojilih in odliv 295,6 mrd. USD pri portfeljskih naložbah.

Tabela 1: Globalni finančni tokovi – prilivi v 2006–2008, v mrđ. USD

	2006	2007	2008
ZDA			
Neposredne tuje investicije	243,2	275,8	319,7
Portfeljske tuje investicije	1126,7	1154,7	527,7
Druge investicije	695,3	699,0	- 313,4
SKUPAJ – kapitalski prilivi	1247,3	2129,5	534,1
Evrsko območje			
Neposredne tuje investicije	331,8	524,8	162,5
Portfeljske tuje investicije	1032,0	808,4	631,9
Druge investicije	928,3	1287,6	303,6
SKUPAJ – kapitalski prilivi	2292,1	2620,9	1098,0
Porajajoča se in gospodarstva v razvoju			
Neposredne tuje investicije	416,4	610,0	666,6
Portfeljske tuje investicije	287,6	357,8	- 30,2
Druge investicije	212,6	698,4	87,9
SKUPAJ – kapitalski prilivi	916,7	1666,2	724,3

Vir: IMF, 2009b: 180.

Tabela 2: Neto finančni tokovi porajajočih se in gospodarstev v razvoju v 2007–2010, v mrđ. USD

	2007	2008	2009	2010
Privatni finančni tokovi	696,5	129,5	- 52,5	28,3
Neposredne tuje investicije	411,2	425,0	279,0	269,5
Portfeljske tuje investicije	88,1	- 85,4	- 99,8	- 110,4
Drugi privatni finančni tokovi	197,1	- 210,1	- 231,6	- 130,8
Uradni finančni tokovi	- 69,5	- 105,7	50,3	- 14,2

Vir: IMF, 2009a: 192.

Na začetku je imela sedanja finančna kriza le precej omejen vpliv na porajajoče se trge. Stanje se je precej poslabšalo v septembru 2008, ko je prišlo do nepričakovano ostrih preobratov prejšnjih prilivov, kar je postavilo domače finančne sisteme v precej stresne situacije. Med avgustom 2007 in koncem novembra 2008 so cene vrednostnih papirjev na porajajočih se trgih šle skozi tri faze. V prvi fazi (do oktobra 2007) so se te cene obnašala precej bolje, v drugi fazi, med novembrom 2007 in majem 2008, pa bolj ali manj enako kakor cene na razvitih trgih. Sredi maja 2008, ko so se ekonomski obeti poslabšali, apetiti investorjev pa padli, so cene vrednostnih papirjev v razvitih državah in na glavnih porajajočih se trgih začele močno padati. V tej tretji fazi, za katero je bila značilna velika prodaja vrednostnih papirjev porajajočih se trgov s strani tujih investorjev, je bil padec cen očitnejši na porajajočih se trgih kakor v razvitih državah. V septembru in oktobru 2008 je povečana premija za riziko vodila tudi do močnih povečanj pribitkov na državne obveznice porajajočih se trgov. Tu so bile posebej na udaru države z velikimi deficiti tekočega računa in zunanji dolgovi (BIS, 2009: 111–130). Po drugi strani pa so v letu 2009

že ob prvih znakih, da se upad gospodarske aktivnosti umirja, kapitalski trgi razvijajočih se držav (predvsem v državah BRIC) doživeli velik obrat navzgor, in to bistveno večji kakor na trgih razvitih držav.

V 1980. in 1990. so prilivi kapitala na porajajoče se trge prispevali k ranljivosti in so pogosto še povečali krize zaradi velikih in hitrih prilivov in odlivov kapitala na domače finančne trge, ki so bili pogosto plitvi, nelikvidni in tudi sicer nagnjeni k volatilnosti. Danes so mnogi porajajoči se trgi sposobni gladko absorbirati precej ostre spremembe v kapitalskih gibanjih. Povezave med prožnostjo finančnega sistema in kapitalskih tokov gredo v obeh smereh. Sofisticirana in diverzificirana baza domačih investorjev je ključna za prožen finančni sistem. Obenem pa večja navzočnost tujih investorjev načeloma pogloblja domače finančne trge, krepi diverzificiranost investorjev in izboljšuje likvidnost (BIS, 2009: 65). Pa vendarle pretekle izkušnje kažejo, da veliki prilivi kapitala (v obsegu 10 % BDP ali več, kakor je bilo na nekaterih porajajočih se trgih pred zadnjo krizo) – naj so absorbirani ali ne – potisnejo cene obstoječih naložb navzgor in morda sploh ne vodijo v ustvarjanje novih sredstev (BIS, 2009: 131–133).

4. PORTFELJSKE TUJE INVESTICIJE V KONTEKSTU RAZLIČNIH OBLIK FINANCIRANJA PODJETIJ

Profitno motivirana podjetja se načeloma odločajo za vse tiste investicijske projekte, ki so bolj donosni od stroška kapitala, ki ga dobimo kot tehtano povprečje stroškov lastniškega in dolžniškega financiranja (angl. WACC). Stroški kapitala so torej v veliki meri odvisni od strukture financiranja oziroma od razmerja med lastniškimi in dolžniškimi viri. Optimalna struktura je tista, pri kateri podjetje doseže minimalne stroške kapitala.

Optimalna struktura financiranja oziroma optimalna zadolženost podjetja je zelo odvisna od izpostavljenosti podjetja do drugih tveganj. Če so druga tveganja majhna, si lahko podjetje privoščiti več tveganj iz financiranja in nasprotno. S povečevanjem deleža dolga se namreč povečujejo finančna tveganja podjetja, ki so vezana na plačilo fiksno opredeljenih obresti in vračilo glavnice dolga. Lastniški viri so za podjetje trajni in načeloma dražji od dolžniških, saj investitorji v delnice prevzemajo večja tveganja kakor investitorji v obveznice in banke pri bančnih posojilih. Donosi pri dolžniškem financiranju so namreč fiksno določeni in imajo prednost pred residualnimi donosi na lastniško financiranje, ki so v veliki meri odvisni od uspešnosti poslovanja. S tem ko postaja podjetje bolj tvegano zaradi financiranja z dolgovi upniki in tudi lastniki podjetja zahtevajo višjo donosnost in zato je mogoče s povečevanjem zadolžitve zniževati povprečne stroške kapitala samo do določene meje, do točke optimalne zadolžitve.

Velika razlika med lastniškimi in dolžniškimi viri z vidika podjetja je tudi v ročnosti: pri dolžniških virih običajno obstaja rok zapadlosti, lastniški viri pa so trajni. Pri lastniških virih pride investitor lahko do likvidnih sredstev samo s prodajo svojih delnic ali deležev v podjetju, pri dolžniških virih pa mora počakati do zapadlosti. Pri javnih delniških družbah, ki kotirajo na borzi, pa imajo imetniki delnic in obveznic dodatno možnost, da vsak dan pridobijo likvidna sredstva s prodajo vrednostnih papirjev na trgu. Podjetjem kotacija delnic na trgu razširi možnosti lastniškega financiranja na številne raznovrstne portfeljske investitorje, obstoječi lastniki pa so izpostavljeni možnosti izgube kontrole nad podjetjem. Kotacija obveznic na trgu pa velikim podjetjem zmanjšuje odvisnost od financiranja s strani bank. Kotacija delnic ali obveznic na trgu kapitala za podjetja, ki postanejo javne delniške družbe, pomeni tudi mnogo višje standarde transparentnosti poslovanja, s tem dodatne stroške, pa tudi dnevno ocenjevanje uspešnosti poslovanja in tveganosti s strani investitorjev na kapitalskem trgu.

Razvoj finančnega sektorja z vidika strukture in obsega za podjetja preprosto pomeni, da se strošek kapitala zniža in s tem postanejo ekonomsko upravičeni

dodatni projekti, odprejo se nove priložnosti za rast in razvoj podjetja. Stroški kapitala se pri tem lahko znižajo zaradi izboljšanja strukture financiranja ali pa cenejših posameznih virov financiranja. Razvit finančni trg tudi pomembno prispeva, da sredstva pridobijo vsi tisti in samo tisti projekti in podjetja, ki izpolnjujejo to ekonomsko merilo.

Mednarodna finančna integracija ima na mikro ravni podjetja podoben učinek, saj se pojavijo dodatne možnosti za lastniško in dolžniško financiranje pod ugodnimi pogoji iz tujine, kar znižuje stroške kapitala. Na makro ravni pa je nekoliko drugače. Številne študije kažejo, da razvoj domačega finančnega trga nedvomno pozitivno vpliva na gospodarsko rast. Finančna integracija pa pozitivno vpliva na gospodarsko rast le, če jo spremlja ustrezen razvoj domačega finančnega trga, ki je ključen z vidika sposobnosti absorpcije pritokov kapitala iz tujine in njihove ustrezne alokacije (Masten, 2010). Pretekle izkušnje kažejo, da veliki prilivi kapitala (v obsegu 10 % BDP ali več), kakršna je bila situacija z nekaterimi porajajočimi se trgi pred zadnjo krizo, potisnejo cene obstoječih naložb navzgor in morda sploh ne vodijo v ustvarjanje novih sredstev (BIS, 2009: 131–133). Pri finančni integraciji in financiranju iz tujine postane na makro ravni pomembno tudi, kako so tveganja poslovanja porazdeljena med rezidenti in nerezidenti. To je odvisno predvsem od tega, za kateri tip investitorjev iz tujine gre: banke, portfeljski investitorji v obveznice, portfeljski investitorji v delnice ali strateški investitorji in kdo je doma neposredni prejemnik sredstev: država, banke ali podjetja.

Podjetja lahko dolgoročne projekte načeloma financirajo z notranjimi viri iz lastnega poslovanja, kot so amortizacija in zadržani dobički, ali pa z zunanjimi viri: z dokapitalizacijo s strani obstoječih lastnikov, s posojili, z angažiranjem portfeljskih investitorjev – v obliki prodaje obveznic ali delnic, ali pa s takšno ali drugačno povezavo z novim strateškim investitorjem (neposredne investicije v obliki skupne naložbe, vstop strateškega investitorja v podjetje z nakupom na novo izdanih delnic). Pri tem so viri financiranja domači ali tuji. Pri visoki stopnji mednarodne finančne integracije in pri omejenosti domačih virov v hitro rastočih državah je logično, da je velik del teh virov v končni instanci tujega izvora, kar pa z vidika podjetja ne bi smelo pomeniti razlike.⁵

Narava pogodbenega razmerja med rezidenti in nerezidenti pri teh različnih oblikah podjetniškega financiranja iz tujine se razlikuje na naslednji način:

- NTI vključujejo kapitalska in neopredmetena sredstva. Investitor ima kontrolo nad podružnico,

⁵ Pri vstopu strateškega partnerja ali portfeljskega investitorja je načeloma jasno ali gre za financiranje iz domačih ali tujih virov, drugače pa je pri posojilih. Če podjetje najame posojilo pri domači banki, je to zanj domač vir financiranja, ne glede na to, da je banka verjetno večji del sredstev, ki jih posoja podjetju, sama pridobila s tujim posojilom.

ki jo je vzpostavil, in ima koristi od svoje investicije tudi posredno prek sinergij s povečanjem prodaje, zmanjšanjem stroškov proizvodnje, povečanjem učinkovitosti proizvodnje v skupini kot celoti. Tuji investitor nosi rizike poslovanja svojega podjetja v državi prejemnici.

- PTI je nakup vrednostnih papirjev: delnic ali obveznic podjetja izdajatelja. PTI posredujejo finančni trgi in torej zahtevajo obstoj zadosti likvidnega primarnega in sekundarnega kapitalskega trga, domačega ali mednarodnega. Z vidika države prejemnice lastniška PTI (nakup delnice) ne pomeni izgube kontrole nad lastništvom podjetja izdajatelja vrednostnega papirja. PTI je čista finančna transakcija, ki je ne spremlja transfer neopredmetenih sredstev ali upravljaljskih znanj. Primarna motivacija portfeljskih investorjev je iskanje donosa in zmanjšanje rizika z diverzifikacijo portfelja. Investitor pričakuje dobiček v obliki dividend in kapitalskih dobičkov, po drugi strani pa deli riziko poslovanja posameznega podjetja kot tudi nosi tveganja spremenjenih splošnih razmer na finančnih trgih. Pri obveznicah (dolžniške PTI) je donos fiksen in znan vnaprej, ročnost pa je načeloma določena s trajanjem obveznice. Vendar pa je obveznico mogoče prodati tudi prej, kjer spet igra vlogo riziko, ki ga predstavljajo posojilodajalec in gibanje obrestnih mer na finančnih trgih.
- Bančno posojilo je pogodba vnaprej določenega trajanja med posojilodajalcem in posojilodajalcem. Posojilodajalec do izteka pogodbe dobiva obresti in glavnico v skladu z vnaprej določenimi pogoji. Tok plačil je določen v pogodbi in se ne spreminja s plačilno sposobnostjo dolžnika, tu ni nikakršne delitve rizika (UNCTAD, 1999: 7–8).

Z vidika finančne stabilnosti države prejemnice sredstev iz tujine so pomembne štiri dimenzije strukture kapitalskih tokov: (i) lastniški nasproti dolžniškemu kapitalu, (ii) kratkoročni nasproti dolgoročnemu

kapitalu, (iii) investicije nasproti potrošnji in (iv) tuja nasproti domači valuti in investicije v menjalnem in nemenjalnem sektorju. Nekateri od teh vidikov so relevantni tudi s podjetniškega vidika, in sicer:

- *Lastniški nasproti dolžniškemu kapitalu.* Lastniške oblike investicij služijo za prenos rizika na investitorje in stran od uporabnika sredstev. Nagrajevanje lastniških investorjev je seveda odvisno od dejansko zasluženih donosov. Dolg pa je treba servisirati ne glede na donose, ki jih posojilodajalec realizira z izposojenimi sredstvi.
- *Kratkoročna nasproti dolgoročnim sredstvom.* Posojilodajalci, ki se zanašajo na dolgoročno zadolžitve za financiranje dolgoročnih projektov, so manj ranljivi za rizike, povezane z obrestnimi merami in refinanciranjem. Padeč tržne vrednosti dolgoročnega dolžniškega papirja – na primer zaradi spremenjene tržne ocene rizika ali višjih obrestni mer – bo nosil posojilodajalec.
- *Tuja nasproti domači valuti.* Če se podjetje zadolži v tuji valuti, se dodatno izpostavlja tudi valutnim rizikom, zato je s tujo valuto bolj smiselno financirati projekte, ki bodo prinašali donose v tuji valuti (BIS, 2009: 25–26).

V zgornjem poenostavljenem kontekstu so NTI in lastniške PTI »dober« tok kapitala z vidika potencialne ranljivosti prejemnika, saj so trajen vir financiranja, donosi lastnikov pa so odvisni od uspešnosti poslovanja podjetja. Na drugi strani spektra pa se zdi, da je zanašanje na kratkoročno zadolževanje v tuji valuti najbolj rizična strategija za podjetja (BIS, 2009: 131–133).

V tabeli 3 kratko predstavljamo osnovne značilnosti različnih tujih virov financiranja z vidika podjetja prejemnika sredstev glede na: (i) način vračila sredstev, (ii), nosilca rizika poslovanja, (iii) vpliv financerja / investitorja na upravljanje podjetja, (iv) ali financer

Tabela 3: Različni tuji viri financiranja z vidika podjetja prejemnika sredstev

	NTI	Lastniške PTI	Dolžniške PTI (glej BIS, 2009)	Posojila/ krediti
Način vračila osnovnega vložka	Trajen vir financiranja	Trajen vir financiranja	Dolgoročni vir financiranja	Dolgoročni ali kratkoročni vir financiranja
Nosilec rizika uspešnosti poslovanja	Tuji investitor	Tuji investitor	Podjetje	Podjetje
Vpliv financerja/ investitorja na upravljanje podjetja	Odločilen	Posreden, prek gibanja cen VP	Posreden, prek gibanja cen VP	Izjemoma, pri posebnih določbah v pogodbi.
Investitor prinaša tudi druge nosilce konkurenčnosti (oprema, trgi, znanje itd.)	Da	Ne	Ne	Ne
Značilnosti podjetja prejemnika sredstev	Ni pravila, privlačnost za tujega investitorja	Predvsem večja podjetja, visoka transparentnost poslovanja	Predvsem večja podjetja, visoka transparentnost poslovanja	Normalno poslovanje; izkazuje sposobnost vračila

/ investitor prinaša tudi druge nosilce konkurenčnih prednosti, (v) značilnosti podjetja prejemnika sredstev. Tabela 3 ponuja naslednja sporočila:

- Najem posojila zagotavlja potrebna sredstva, ne da bi se pred podjetje postavljale neke dodatne zahteve v smislu transparentnosti poslovanja. Kreditne pogodbe sicer večkrat vsebujejo tudi dodatne zahteve glede poslovanja, upravljanja in poročanja podjetja banki, vendar so te zaveze zaupnega značaja. Seveda pa podjetje v primeru posojila v celoti samo nosi riziko vračila glavnice in plačila obresti, če projekt, ki ga je s posojilom financiralo, ne bo uspešen.
- Financiranje s pritegnitvijo portfeljskih investorjev – izdaja obveznic ali dokapitalizacija z izdajo novih delnic – pomeni za podjetje precejšnjo zaostroitev glede transparentnosti poslovanja in sprotnega obveščanja investorjev. Kotacija delnic ali obveznic na borzi pomeni, da je podjetje pod stalnim nadzorom kapitalskega trga in zato seveda pod večjim pritiskom. Vsaka sprememba v kreditni boniteti ali uspešnosti poslovanja podjetja se takoj odrazi na ceni vrednostnega papirja in vpliva na možnosti dodatnega financiranja prek trga. Odločitve za financiranje s portfeljskimi investitorji dejansko pomeni, da se podjetje odpre logiki kapitalskega trga in najširši investicijski javnosti.
- Pri PTI je treba razlikovati med obveznicami kot dolžniškim in delnicami kot lastniškim vrednostnim papirjem. Obveznice so povsem podobne bančnemu posojilu in predvsem za velika podjetja pomenijo dodatno možnost dolžniškega financiranja ter manjšo odvisnost od bank. Ta prednost se je pokazala kot pomembna predvsem v sedanji krizi, ki je povzročila velike omejitve pri bančnem financiranju podjetij zaradi toksičnih naložb bank, izdaja podjetniških obveznic pa je na globalni ravni v tem obdobju dosegla zgodovinsko rekorden obseg. Pri prodaji novih delnic portfeljskim investitorjem pa podjetje pridobi trajne vire financiranja in tveganje poslovanja podjetja se deloma prenese na nove lastnike, pride pa tudi do zmanjšanja kontrole obstoječih delničarjev nad podjetjem, vendar praviloma kontrolna skupina delničarjev ostane nespremenjena.
- Tudi vstop strateškega investitorja v podjetje, prek dokapitalizacije ali z ustanovitvijo skupnega podjetja, zagotavlja prenos rizikov poslovanja na lastnike, vendar obenem prinaša še dve drugi komponenti. Prva je določena stopnja kontrole podjetja s strani strateškega investitorja (odvisno od njegovega deleža v kapitalu), kar seveda pomeni omejevanje dosedanjih lastnikov v neodvisnosti odločanja. Druga pa je, da strateški investitor načeloma prinaša še celo vrsto drugih razvojnih komponent – tehnologijo, nove proizvode, znanja, trge itd. –, pomembnih za razvoj podjetja. Podjetje se bo za dokapitalizacijo s strani strateškega investitorja torej odločilo, ko za

svoj razvoj ne potrebuje le finančnih sredstev, temveč tudi druge razvojne komponente. Če podjetje tega ne potrebuje, želi pa deliti riziko poslovanja z novimi lastniki, je pritegnitev portfeljskih investorjev boljša rešitev.

5. POMEN PORTFELJSKIH TUJIH INVESTICIJ ZA FINANCIRANJE SLOVENSКИH PODJETIJ

V tem delu analiziramo pomen PTI za financiranje slovenskih podjetij in njihovo dinamiko. Najprej na kratko predstavimo osnovne značilnosti financiranja slovenskih podjetij po različnih instrumentih in sektorjih financiranja. Predvsem nas zanima razmerje med dolžniškim in lastniškim načinom financiranja ter med domačimi sektorji in tujino. Potem pa nas zanima še razmerje med NTI in PTI. Za analizo PTI potrebujemo vpogled v vse tri vidike financiranja podjetij – lastniško nasproti dolžniškemu financiranju, domače nasproti tujemu financiranju in NTI nasproti PTI.⁶

V financiranju slovenskih podjetij očitno prevladuje dolžniški način financiranja, na katerega je leta 2006 odpadlo 91,2 % vseh tokov financiranja podjetij, v prvih devetih mesecih leta 2008 pa 87,9 %. Znotraj dolžniškega financiranja je očitno stalno in hitro povečevanje pomena posojil (s 63,2 % na 72,6 %), medtem ko se delež komercialnih kreditov stalno zmanjšuje (z 28,0 % na 15,3 %). Delež tujih posojil se je povečal s 4,4 % na 8,5 %, delež tujih komercialnih kreditov pa je upadel z 9,6 % na 7,7 %. Najmanjša komponenta financiranja je lastniški kapital, na katerega odpade le nekaj več kakor 12 % celotne vrednosti tokov financiranja. Delež tujega lastniškega kapitala v celotnih tokovih financiranja podjetij od leta 2006 naprej drastično pada, in sicer od 7,8 % leta 2006, na 4,6 % leta 2007 in na vsega 0,8 % v prvih devetih mesecih 2008⁷ (glej tabelo 4). Ta trend se seveda zrcali tudi v drastičnem upadanju deleža lastniškega kapitala v celotnih tujih virih financiranja slovenskih podjetij, in sicer s 35,7 % leta 2006, 28,1 % leta 2007 pa vse do le 4,5 % v prvih devetih mesecih leta 2008.

Tekoče financiranje podjetij z bančnimi posojili se je v prvih treh četrtletjih leta 2008 medletno znižalo za 16,5 %. Podjetja so manjkajoče vire nadomestila z zadolževanjem pri drugih sektorjih. Predvsem se je povečalo najemanje posojil med samimi podjetji in

⁶ To je možno le s kombiniranjem različnih vrst podatkov Banke Slovenije, to je s podatki iz Poročila o finančni stabilnosti (Banka Slovenije, 2008, 2009a), prikaza stanja mednarodnih naložb Slovenije (Banka Slovenije, 2009c) in plačilne bilance (Banka Slovenije, 2009b). Podatki iz Poročila o finančni stabilnosti omogočajo analizo virov financiranja podjetij, vendar ne ločujejo med NTI in PTI, podatki iz Prikaza stanja mednarodnih naložb Slovenije in plačilne bilance pa omogočajo ločevanje med NTI in PTI, ne omogočajo pa točnega identificiranja podatkov samo za podjetja.

⁷ Tuji lastniški kapital v Tabeli 5 se nanaša tako na NTI kot na PTI.

Tabela 4: Tokovi financiranja podjetij po finančnih instrumentih v mio. EUR, 2006–2008

	2006	2007	jan.–sep. 2008
VREDNOST SKUPAJ, mio. EUR	4797	9237	6547
<i>Slovenija</i>	3755	7731	5432
<i>Tujina</i>	1042	1506	1114
Posojila	3032	6162	4753
<i>Slovenija</i>	2823	5693	4196
<i>Tujina</i>	209	469	557
Komercialni krediti	1343	1931	1001
<i>Slovenija</i>	846	1179	347
<i>Tujina</i>	461	614	507
Lastniški kapital	422	1144	793
<i>Slovenija</i>	86	859	889
<i>Tujina</i>	372	423	50
STRUKTURA – SKUPAJ, %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
<i>Slovenija</i>	78,3 %	83,7 %	83,0 %
<i>Tujina</i>	21,7 %	16,3 %	17,0 %
Posojila	63,2 %	66,7 %	72,6 %
<i>Slovenija</i>	58,8 %	61,6 %	64,1 %
<i>Tujina</i>	4,4 %	5,1 %	8,5 %
Komercialni krediti	28,0 %	20,9 %	15,3 %
<i>Slovenija</i>	17,6 %	12,8 %	5,3 %
<i>Tujina</i>	9,6 %	6,6 %	7,7 %
Lastniški kapital	8,8 %	12,4 %	12,1 %
<i>Slovenija</i>	1,8 %	9,3 %	13,6 %
<i>Tujina</i>	7,8 %	4,6 %	0,8 %

Vir: Banka Slovenije, 2009a.

najmanje posojil v tujini (za 63 % in 71 % medletno). Za slabo tretjino se je povečalo tudi najmanje posojil pri nedenarnih finančnih institucijah. Po mnenju Banke Slovenije (2009a: 26–27) je zdržnost tako spremenjene strukture financiranja podjetij v prihodnjem obdobju negotova.

Spremembe v strukturi tokov financiranja slovenskih podjetij, kakor se kažejo v tabeli 4, pa so se pokazale v precejšnjih strukturnih premikih v stanju finančnih obveznosti slovenskih podjetij. Od leta 2003 do konca septembra 2008 je delež lastniškega kapitala padel za celih 10 odstotnih točk, s 53,3 % na 43,3 %. Samo v prvih devetih mesecih leta 2008 je strukturni delež lastniškega kapitala padel za 6,2 odstotni točki oziroma za 4,6 milijarde EUR. V zadnjem četrtletju 2008 je borzni indeks SBI izgubil še nadaljnjih 40 % vrednosti, kar bo še naprej močno znižalo vrednost in delež lastniškega kapitala. To jasno kaže, da so slovenska podjetja zaradi prevrednotenja njihovih preteklih naložb v njihovih bilancah stanja in upada poslovne aktivnosti postala visoko zadolžena.

Tabela 5 prikazuje strukturo stanja finančnih obveznosti podjetij po instrumentih. Velik padec strukturnega deleža lastniškega kapitala ima za posledico povečano razmerje med dolžniškim in lastniškim financiranjem podjetij, ki se je povečalo s 102 % na koncu leta 2007 na 131 % ob koncu septembra 2008. Zaradi nadaljevanja padca cen delnic bo na koncu leta 2008 še slabše. V evroobmočju je to razmerje 104,8 %, torej precej nižje kakor v Sloveniji (Banka Slovenije, 2009a: 30). V strukturi stanja finančnih obveznosti slovenskih podjetij smo torej priča izrazitemu povečevanju deleža dolžniških virov financiranja. Kakor ugotavlja Banka Slovenije (2009a: 37–38), so se v letu 2007 pokazali prvi znaki naraščajočega bremena hitrega zadolževanja, saj se je dolg podjetij povečal za 11 odstotnih točk BDP na 80,4 %. V tem letu so se kazalniki obremenjenosti z odplačevanjem obresti po večletnem izboljševanju ali vsaj stagnaciji poslabšali.

Finančna kriza je še posebno prizadela gradbeništvo in poslovanje z nepremičninami, ki sta se nadpovprečno zadolževala in sta tudi dosegla nadpovprečne stopnje rasti v času konjunktore. Zadolženost, izkazana s finančnim

Slika 1: Razmerje med lastniškim in dolžniškim financiranjem podjetji v odstotkih



Vir: Banka Slovenije.

Tabela 5: Struktura stanja finančnih obveznosti podjetij po instrumentih v mio. EUR, 2003–september 2008

	2003	2004	2005	2006	2007	sept. 2008
SKUPAJ, mio. EUR	52387	56551	62984	71305	88014	89847
STRUKTURA – SKUPAJ, %	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Vrednostni papirji, razen delnic	0,4	0,6	0,8	0,7	0,7	0,7
Posojila	25,8	27,6	29,3	29,3	30,9	36,0
Delnice in drugi lastniški kapital	53,3	53,2	49,8	49,8	49,5	43,3
Druge terjatve (vključno s komercialnimi krediti)	20,4	18,6	20,1	20,1	19,0	19,9

Vir: Banka Slovenije, 2009a.

vzvodom, je po podatkih BS dosegla konec leta 2008 kar 420 % v gradbeništvu in 281 % pri poslovanju z nepremičninami. Veliko povečanje zadolženosti je bilo zaznано tudi v finančnem posredništvu, predvsem z namenom financiranja lastniške konsolidacije. Finančni holdingi so septembra 2009 sicer predstavljali le okoli 5 % razvrščene aktive, vendar le-ti predstavljajo skupino komitentov z najhitreje rastočimi zamudami ter tudi z najhitrejšo rastjo oblikovanih rezervacij (Banka Slovenije, 2009a). Če upoštevamo še dejstvo, da so se z lastniško konsolidacijo in nepremičninami v času konjunktore s pomočjo bančnih kreditov ukvarjala tudi številna druga podjetja, je jasno, da je bančni sistem slabo opravil alokacijo akumulacije iz tujine. Za izhod iz krize bo treba poleg novih naročil razrešiti tudi problem prezadolženosti in prestrukturirati vire financiranja pri podjetjih.

Po letu 2004 so se tokovi financiranja podjetij iz tujine stalno povečevali, točneje, povečevali so se dolžniški

viri financiranja – posojila in trgovinski krediti – medtem ko so letni prilivi lastniškega kapitala stagnirali na ravni nekaj več kakor 400 mio. EUR (401 mio. EUR v 2004, 425 mio. EUR v 2005, 378 mio. EUR v 2006, 423 mio. EUR v 2007), da bi v prvih devetih mesecih leta 2008 padli na vsega 48 mio. EUR. Tako se je delež lastniškega kapitala v celotnih tokovih financiranja podjetij iz tujine zmanjšal s 55,0 % leta 2004 na 28,1 % leta 2007 in nič več kakor 4,3 % v prvih devetih mesecih leta 2008. Rezultat tega je bil v zmanjšanju lastniškega kapitala v stanju financiranja podjetij v tujini s 43,8 % ob koncu leta 2004 na 38,1 % ob koncu septembra 2008 (glej tabelo 6).

Tabela 7 kaže strukturo naložb nerezidentov v vrednostne papirje, izdane v Sloveniji po sektorjih. Očitno je predvsem dvoje: konstantno upadanje deleža podjetij in hitro naraščanje deleža države. Medtem ko je država v obdobju od 2004 do februarja 2009 povečala svoj delež v naložbah nerezidentov z vsega 7 % na kar 39 %, je delež podjetij padel s 64 % na vsega 31 %. Ta

Tabela 6: **Financiranje podjetij v tujini, transakcije in stanje v mio. EUR in %, 2004–2008**

	2004	2005	2006	2007	jan.–sept. 2008
Tokovi financiranja iz tujine					
SKUPAJ, mio. EUR	731	819	1042	1506	1114
STRUKTURA – SKUPAJ, %	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Vrednostni papirji, razen delnic	- 2,4	0,7	1,0	0,2	0,2
Posojila	24,2	7,7	20,1	31,2	50,0
Lastniški kapital	55,0	51,9	36,3	28,1	4,3
Trgovinski krediti in drugo	23,3	39,7	42,6	40,5	45,6
Stanje konec obdobja					
SKUPAJ, mio. EUR	9921	11811	12633	14426	15575
STRUKTURA, %	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Vrednostni papirji, razen delnic	0,1	0,1	0,2	0,2	0,4
Posojila	32,4	28,3	24,2	24,7	29,4
Lastniški kapital	43,8	42,9	44,3	44,6	38,1
Trgovinski krediti in drugo	23,7	28,7	31,3	30,5	32,1

Vir: Banka Slovenije, 2009a.

Tabela 7: **Naložbe nerezidentov v vrednostne papirje, izdane v Sloveniji, po sektorjih v mio. EUR in %, od 2004 do februarja 2009**

	2004	2005	2006	2007	2008	feb. 2009
SKUPAJ, mio. EUR	2401	3000	4129	5054	5295	6239
STRUKTURA – SKUPAJ, %	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Podjetja	64	57	52	55	36	31
Banke	25	25	24	26	29	26
Drugi finančni posredniki	2	1	0	1	3	2
Zavarovalnice	2	2	2	2	2	2
Država	7	16	22	16	30	39

Vir: Banka Slovenije, 2009a.

Opomba: Podatki niso neposredno primerljivi z vsoto obveznosti iz naslova NTI in PTI v prikazu stanja mednarodnih naložb Slovenije (Banka Slovenije, 2009c). Razlika je v tem, da v tabeli 7 niso upoštevane tiste obveznosti do tujine, ki izhajajo iz NTI v d. o. o.-podjetja.

dvojni trend je po eni strani posledica povečanega obsega prodaje državnih obveznic, po drugi strani pa upada cen delnic v letih 2008 in 2009. Če so naložbe nerezidentov v vrednostne papirje podjetij še leta 2007 znašale 2779,7 mio. EUR, so bile februarja 2009 le še 1934,1 mio. EUR. Obenem so naložbe nerezidentov v vrednostne papirje države narasle z 807,2 mio. EUR na 2433,2 mio. EUR.

Z vidika naše analize, ki se osredotoča na PTI, je problem podatkov iz Poročila o finančni stabilnosti (Banka Slovenije, 2009a) v tem, da ne razlikuje med NTI in PTI. Te podatke nam dajejo podatki iz plačilne bilance (Banka Slovenije, 2009b) in iz prikaza stanja mednarodnih naložb (Banka Slovenije, 2009c). V strukturi obveznosti iz stanja mednarodnih naložb Slovenije, ki jo prikazujemo v tabeli 8, so na prvem mestu posojila z 36,2 %, sledijo NTI s 24,2 %, gotovina in vloge z 18,3 %, PTI s 13,3 % in komercialni krediti s 7,3 %.

Nas zanimajo le tuji viri financiranja razvoja podjetij, ne pa tudi drugih sektorjev. Kaj nam s tega vidika pove tabela 8? Pove nam: (i) da grede NTI v celoti v financiranje razvoja podjetij in bank; (ii) da med PTI prevladujejo dolžniški vrednostni papirji državnega sektorja, nekaj malega dolžniških vrednostnih papirjev imajo tudi banke, drugi sektorji, kamor spadajo predvsem podjetja in prebivalstvo, pa praktično nič; (iii) da PTI v obliki lastniških vrednostnih papirjev predstavljajo le 11,6 % vseh PTI; le-ti grede pretežno v druge sektorje, to je v delnice slovenskih podjetij, nekaj malega pa tudi v delnice bank; (iv) da grede komercialni krediti izključno v druge sektorje; (v) posojila pa »počrpajo« banke in drugi sektorji. Ker posojila, ki jih najamejo banke v tujini, slej ko prej tudi končajo pri »drugih sektorjih«, je posredno tudi to način financiranja slovenskih podjetij.

Kar se tiče financiranja slovenskega podjetniškega sektorja, ki predstavlja naš primarni predmet analize,

Tabela 8: Stanje mednarodnih naložb Slovenije – obveznosti po spremenljivkah na dan 30. 6. 2009

	mio. EUR	struktura v %
OBVEZNOSTI – skupaj	44523,1	100,0
NEPOSREDNE NALOŽBE V SLOVENIJI	10777,3	24,2
Lastniški kapital in reinvestirani dobički	7406,6	16,6
<i>Banke</i>	1471,1	3,3
<i>Drugi sektorji</i>	5935,4	13,3
Neto obveznosti do povezanih družb – <i>drugi sektorji</i>	3370,8	7,6
NALOŽBE V VREDNOSTNE PAPIRJE	5935,7	13,3
Lastniški vrednostni papirji	687,4	1,5
<i>Banke</i>	65,6	0,1
<i>Drugi sektorji</i>	621,7	1,4
Dolžniški vrednostni papirji – obveznice in zadolžnice	5248,3	11,8
<i>Državni sektor</i>	4997,6	11,2
<i>Banke</i>	242	0,5
<i>Drugi sektorji</i>	8,7	0,0
FINANČNI DERIVATIVI	183,3	0,4
KOMERCIALNI KREDITI – <i>drugi sektorji</i>	3266,7	7,3
POSOJILA	16102,2	36,2
<i>Državni sektor</i>	160,7	0,4
<i>Banke</i>	10605,6	23,8
<i>Drugi sektorji</i>	5335,9	12,0
GOTOVINA IN VLOGE	8153,8	18,3
<i>Banka Slovenije</i>	3744,9	8,4
<i>Banke</i>	4408,9	9,9
DRUGE OBVEZNOSTI	104,2	0,2
<i>Banke</i>	47,8	0,1
<i>Drugi sektorji</i>	56,4	0,1

Vir: Banka Slovenije, 2009c.

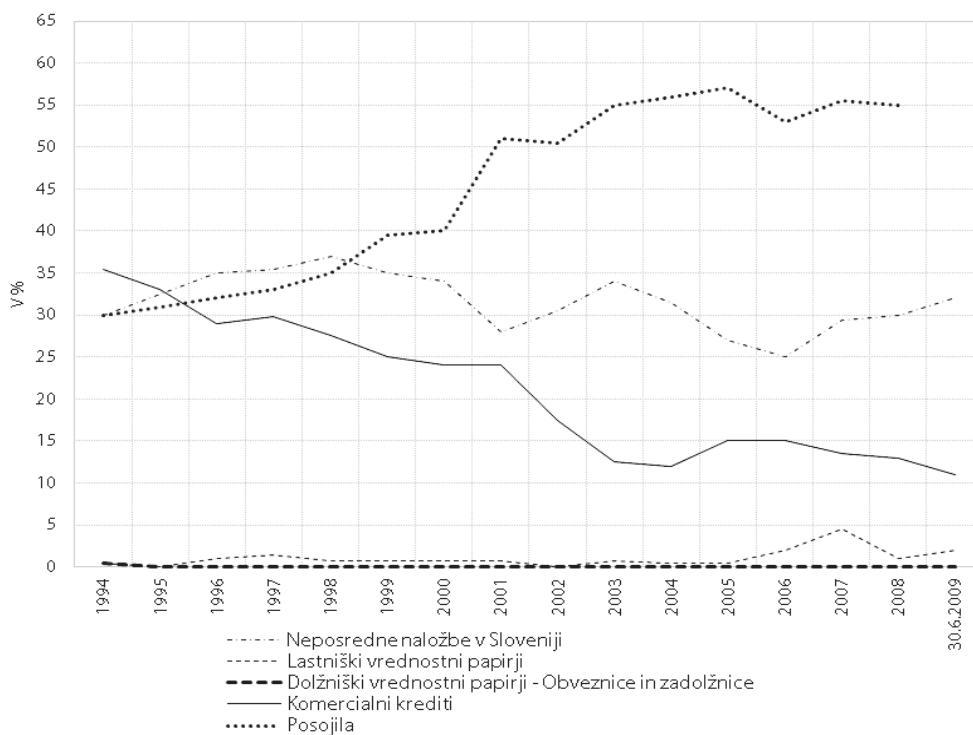
Tabela 9: Stanje mednarodnih naložb »drugih sektorjev« Slovenije – obveznosti po spremenljivkah na dan 30. 6. 2009

	mio. EUR	%
OBVEZNOSTI »DRUGIH SEKTORJEV« – skupaj	29361,9	100,0
NEPOSREDNE NALOŽBE V SLOVENIJI	9306,2	31,7
Lastniški kapital in reinvestirani dobički	5935,4	20,2
Neto obveznosti do povezanih družb	3370,8	11,5
NALOŽBE V VREDNOSTNE PAPIRJE	630,4	2,1
Lastniški vrednostni papirji	621,7	2,1
Dolžniški vrednostni papirji – obveznice in zadolžnice	8,7	0,0
KOMERCIALNI KREDITI	3266,7	11,1
POSOJILA	16102,2	54,8
<i>Banke</i>	10605,6	36,1
<i>Drugi sektorji</i>	5335,9	18,2
DRUGE OBVEZNOSTI	56,4	0,2

Vir: Banka Slovenije, 2009c.

Opomba: Med posojili upoštevamo tudi obveznosti bank iz naslova tujih posojil.

Slika 2: **Struktura stanja mednarodnih naložb »drugih sektorjev« Slovenije – obveznosti po spremenljivkah v obdobju 31. 12. 1994 – 30. 6. 2009**



Vir: Banka Slovenije, 2009c.

Opomba: Med posojila so štete tudi obveznosti bank iz naslova tujih posojil.

tabela 8 podaja nekako zamegljeno sliko. V tabeli 9 prikazujemo le tiste obveznosti iz naslova mednarodnih naložb Slovenije, ki se nanašajo na »druge sektorje«; ta kategorija zajema vse sektorje razen države in bank, v njej pa dominira podjetniški sektor. Pri tem upoštevamo tudi posojila, ki jih banke najamejo v tujini, saj je njihov končni namen financiranje »drugih sektorjev«. Posojila (54,8 %) in komercialni krediti (11,1 %) predstavljajo skupaj 65,9 % zunanjih virov financiranja drugih sektorjev, naslednjih 31,7 % odpade na NTI (dobro tretjino tega dejansko odpade na neto obveznosti do povezanih družb, torej na v osnovi kreditno razmerje med povezanimi osebami), le minimalnih 2,1 % pa na PTI, in sicer na lastniške vrednostne papirje. Zaključek je več kakor jasen. PTI kot vir financiranja razvoja podjetij so v Sloveniji nepomembne oziroma neizkoriščene.

Poglejmo, kaj se je dogajalo s strukturo zunanjih virov financiranja drugih sektorjev v zadnjih petnajstih letih in kako se Slovenija v tem pogledu pokaže v mednarodnih primerjavah. Tu se najprej postavlja vprašanje, ali smo bili v analiziranem obdobju priča kakršnim koli premikom v strukturi zunanjega financiranja slovenskih »drugih sektorjev«. Slika 2 kaže, da se je v strukturi zunanjega financiranja v obdobju 1994–2009 stalno povečeval

delež posojil⁸ in stalno padal delež komercialnih kreditov. Strukturni delež NTI ves čas močno niha, vendar ohranja deleže nekje nad 30 %. PTI so ves čas na izrazito nizki ravni, ki ne presega 2,0 %, razen leta 2007, ko so se na vrhuncu kapitalskih trgov približale 5-odstotnemu deležu.

Tabela 10 kaže letne prilive tujih sredstev po različnih instrumentih finančnega računa v obdobju 2004–2009.⁹ NTI vse do leta 2009 kažejo stalno naraščanje, potem

⁸ Vrednost tujih posojil tako bankam kot drugim sektorjem se je vseskozi povečevala, vendar je bila rast posojil bankam bistveno hitrejša. Tako smo v strukturi posojil od leta 2002 naprej priča stalnemu upadanju deleža stanja tujih posojil drugim sektorjem neposredno (zmanjšanje od 35,9 % na 18,2 % v obdobju od 31. 12. 2002 do 30. 6. 2009) ob hkratnem povečevanju strukturnega deleža tujih posojil bankam (povečanje od 15,3 % na 36,1 % v obdobju od 31. 12. 2002 do 30. 6. 2009). Očitno je, da so domače banke postopoma vse bolj prevzemale funkcijo posrednika med tujimi bankami in slovenskimi »drugimi sektorji«.

⁹ V denarnih tokovih se upad cen delnic kaže le posredno, saj ima transakcija z isto delnico v letu 2007 in 2008 za posledico drugačen denarni tok. Ti podatki zato niso vsebinsko primerljivi s podatki izračunanimi na osnovi sprememb v mednarodnih obveznostih in naložbah Slovenije, ki vsebujejo tako učinek letnih transakcij kot tudi učinek spremenjenih cen na celotno stanje obveznosti in naložb. Podatki se tudi zbirajo na povsem drugačen način: tokovi iz plačilnega prometa s tujino, stanja in spremembe stanj pa prek posebnih vprašalnikov.

Tabela 10: Prilivi (obveznosti) v Slovenijo po instrumentih finančnega računa v 2005–2009 (v mio. EUR)

	2004	2005	2006	2007	2008	jan.–avg. 2009
Neposredne naložbe	665,2	472,5	513,3	1106,4	1313,4	– 8,2
Naložbe v vrednostne papirje	15,7	96,0	685,0	1055,4	612,1	2766,8
<i>Lastniški vrednostni papirji</i>	– 9,8	79,2	156,4	203,8	– 194,8	7,9
<i>Dolžniški vrednostni papirji</i>	25,5	16,9	528,7	851,6	806,9	2758,9
<i>od tega državni sektor</i>						1508,9
Posojila	1671,1	2731,4	2063,6	3841,1	1868,0	– 1891,6
<i>Državni sektor</i>	4,7	– 26,8	– 115,0	– 42,8	– 28,8	– 19,9
<i>Banke (brez BS)</i>	961,3	2465,3	1442,6	3354,5	1227,3	– 2129,3
<i>Drugi sektorji</i>	705,1	292,9	735,9	529,4	669,5	257,6
Komercialni krediti	213,7	291,3	478,5	499,4	– 67,2	– 552,0

Vir: Banka Slovenije, 2009b.

Tabela 11: Stanje vhodnih NTI kot delež v BDP v državah EU v 1995, 2000, 2005, 2006, 2007 in 2008, v %

	2000	2005	2006	2007	2008
Svet	18,1	22,7	24,8	27,9	24,5
EU-25/27¹	25,6	33,5	38,0	40,9	35,1
Avstrija	16,3	20,0	24,2	34,0	33,7
Belgija in Luksemburg	77,4				
Belgija		132,3	153,2	165,2	102,9
Bolgarija	21,5			92,3	92,2
Ciper	32,0	52,7	56,0	86,5	83,4
Češka	38,2	48,1	54,8	57,7	52,7
Danska	28,7	39,1	50,3	47,1	44,1
Estonija	47,0	93,6	77,2	78,0	68,8
Finska	19,9	27,3	30,5	34,8	32,2
Francija	19,5	28,5	35,0	40,1	34,7
Nemčija	14,3	18,0	17,4	19,0	19,2
Grčija	11,2	13,2	15,1	16,9	10,3
Madžarska	47,7	55,9	73,0	70,5	41,4
Irska	131,9	105,7	81,2	73,6	63,7
Italija	11,0	12,4	15,9	17,3	14,9
Luksemburg		203,0	176,1	60,2	158,9
Latvija	26,6	28,7	37,5	38,6	33,9
Litva	20,4	25,1	36,7	38,3	27,2
Malta	58,1	77,3	92,1	100,7	108,4
Nizozemska	63,3	74,1	68,2	87,9	74,0
Poljska	20,0	31,1	30,6	33,8	30,7
Portugalska	28,4	35,2	43,9	51,2	41,0
Romunija	18,8			36,7	36,7
Slovaška	23,3	32,8	55,0	53,6	48,4
Slovenija	14,8	21,7	22,0	27,7	29,6
Španija	26,9	32,6	36,2	37,4	39,6
Švedska	38,3	47,8	56,8	56,0	52,9
Velika Britanija	30,4	37,1	47,8	48,6	36,9

Vir: UNCTAD, 2001, 2006, 2007, 2008 in 2009 (za EU); www.bsi.si (za Slovenijo).

Opomba: ¹ EU-25 za 2000, 2005 in 2006 ter EU-27 za 2007 in 2008.

pa v letu 2009 (obdobje januar–avgust) drastičen padec. Prilivi iz naslova lastniških vrednostnih papirjev so ves čas zelo skromni, vendar so vse do leta 2008 postopoma rasli: v letu 2008 smo priča preobratu, ki je privedel celo do negativnega toka oziroma do umikanja tujih portfeljskih investitorjev iz Slovenije. V letu 2009 (obdobje januar–avgust) praktično ni bilo prilivov iz naslova naložb v slovenske lastniške vrednostne papirje (pritok v vrednosti 7,9 mio. EUR). Očitno je torej, da so se NTI in tudi lastniške PTI izrazito negativno odzvale na krizo, pri čemer sta med obema tipoma naložb naslednji razliki: NTI so se na krizo odzvale šele v letu 2009, lastniške PTI pa seveda že v letu 2008. Oboje je pričakovano, lastniške PTI zaradi njihove kotacije na borzi omogočajo precej hitrejšo odzivnost na spremembe na kapitalnem

trgu, pri čemer lastnikom PTI za razliko od neposrednih investitorjev ni treba iskati strateških investitorjev, ki bi bili pripravljeni vstopiti v podjetje. Slednje je v pogojih ekonomske recesije še dodatno oteženo. Pri tem pa velja poudariti, da se je tudi pri NTI v obdobju januar–avgust 2009 v primerjavi z enakim obdobjem leta 2008 bistveno poslabšala situacija iz naslova medsebojnih terjatev in obveznosti med povezanimi podjetji. Tukaj gre v bistvu za upniško-dolžniška razmerja, ki so metodološko sicer uvrščena med NTI. Če so imele v obdobju januar–avgust 2008 slovenske podružnice za 692,5 mio. EUR neto obveznosti do povezanih podjetij, so te obveznosti v enakem obdobju 2009 znašale 165,3 mio. EUR, kar pomeni, da so slovenske podružnice povezanim podjetjem v letu 2009 neto vračale svoje dolgove

Tabela 12: Lastniške in dolžniške PTI v državah EU v letu 2007 v mio. EUR: vrednost, razmerje med lastniškimi in dolžniškimi PTI ter njihov delež v BDP

	Skupaj PTI	Lastniške PTI	Dolžniške PTI	Lastniške/ skupaj PTI	Skupaj PTI/ BDP	Lastniške PTI/BDP
Avstrija	405953	73316	332633	18,1 %	97,9 %	17,7 %
Belgija	416230	141953	274278	34,1 %	82,2 %	28,0 %
Bolgarija	4117	1439	2559	35,0 %	8,2 %	2,9 %
Ciper	27684	11518	16099	41,6 %	111,1 %	46,2 %
Češka	27052	12199	14223	45,1 %	12,5 %	5,6 %
Danska	245370	72295	173075	29,5 %	72,2 %	21,3 %
Estonija	4977	2364	2549	47,5 %	21,1 %	10,0 %
Finska	332248	212666	119560	64,0 %	122,2 %	78,2 %
Francija	2410675	959538	1450713	39,8 %	84,1 %	33,5 %
Nemčija	3224589	992006	2232118	30,8 %	87,8 %	27,0 %
Grčija	309862	70428	239278	22,7 %	86,7 %	19,7 %
Madžarska	68687	19177	49453	27,9 %	44,0 %	12,3 %
Irska	1223134	422311	800810	34,5 %	457,1 %	157,8 %
Italija	1541863	354558	1187306	23,0 %	66,6 %	15,3 %
Latvija	1505	240	1242	16,0 %	4,4 %	0,7 %
Litva	5752	854	4514	14,8 %	12,2 %	1,8 %
Luksemburg	2142624	1720627	421996	80,3 %	3897,6 %	3129,9 %
Malta	2041	1380	639	67,6 %	24,4 %	16,5 %
Nizozemska	1681987	414929	1267058	24,7 %	191,8 %	47,3 %
Poljska	90602	28860	61742	31,9 %	17,2 %	5,5 %
Portugalska	236928	75549	161158	31,9 %	96,8 %	30,9 %
Romunija	8624	3210	5080	37,2 %	4,3 %	1,6 %
Slovaška	8203	315	7584	3,8 %	8,6 %	0,3 %
Slovenija	5624	913	4598	16,2 %	10,3 %	1,7 %
Španija	1356726	311813	1044865	23,0 %	84,7 %	19,5 %
Švedska	479625	183948	295608	38,4 %	100,1 %	38,4 %
Velika Britanija	3660166	1656850	2003316	45,3 %	136,6 %	61,8 %
Skupaj	19922846	7745258	12174054	38,9 %	108,3 %	42,1 %

Vir: International Monetary Fund, <http://www.imf.org>.

oziroma so začele neto kreditirati povezane osebe (matično podjetje in/ali druge njegove podružnice).¹⁰

Letni prilivi v Slovenijo iz naslova dolžniških vrednostnih papirjev stalno rastejo in so se izrazito povečali prav v letu 2009 kot posledica iskanja tujih virov prek izdaje obveznic države in bank. Enako kakor NTI in lastniške PTI so v letu 2009 negativne predznake zabeležila tudi posojila in komercialni krediti. Pri obojih smo v obdobju januar–avgust 2009 pričali negativnemu toku obveznosti oziroma neto vračanju obstoječih tujih posojil in kreditov. Izjema so posojila drugim sektorjem, ki so se zmanjšala, vendar so ohranila pozitiven predznak. Neto vračanje obstoječih tujih posojil je torej posledica dogajanja v bančnem sektorju. Če sklenemo, z vidika

podjetij so se v kriznih razmerah negativno izkazale prav vse oblike tujega financiranja. Še najbolj so se obnesla posojila »drugim sektorjem«. Z vidika volatilitnosti se daleč najslabše odrežejo posojila bankam, tem pa sledijo lastniške PTI.

Kam postavljajo Slovenijo glede NTI in predvsem PTI mednarodne primerjave? Kar se NTI tiče, je Slovenija med tistimi državami EU, ki imajo najnižje deleže stanja vhodnih NTI v BDP (glej tabelo 11). Med članicami EU so imele leta 2009 nižji delež le Grčija, Italija, Nemčija in Litva.

Tudi kar se PTI tiče, je Slovenija med državami EU z absolutno in relativno najmanjšimi PTI. To je sicer pričakovano, saj prav vse nove članice EU, ki so šle skozi

Tabela 13: Porazdelitev lastniškega kapitala podjetij, ki kotirajo na borzi v evropskih državah v 2007, v %

Države	Tuji investitorji	Privatne finančne institucije	Privatne nefinančne institucije	Individualni investitorji	Javni sektor
Evropa	37	27	17	14	5
Avstrija	31	33	24	7	5
Belgija	38	19	20	20	3
Bolgarija	20	11	40	15	6
Ciper	11	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.
Danska	30	20	31	17	1
Estonija	49	1	36	5	9
Finska ⁵	62	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.
Francija	41	29	13	7	10
Nemčija	21	24	40	13	2
Grčija	52	6	10	19	13
Madžarska	72	10	11	4	4
Islandija	39	19	31	12	0
Irska	67	n. p.	n. p.	18	n. p.
Italija	14	23	26	27	10
Latvija	40	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.
Litva	35	4	19	16	26
Malta	41	6	33	16	4
Norveška	40	7	18	4	31
Nizozemska	70	9	n. p.	44	n. p.
Poljska	42	26	6	12	14
Portugalska	45	20	25	10	0
Slovaška	74	3	12	2	1
Slovenija	14	16	29	17	23
Španija	37	18	25	20	0
Švedska	38	27	9	16	8
Švica	60	15	9	16	0
Velika Britanija	40	44	3	13	0

Vir: FESE 2008.

¹⁰ Da je to resen problem, potrjuje dejstvo, da kar okrog 40 % posojil slovenskim podjetjem iz tujine pride od lastniško povezanih družb (glej, Banka Slovenije, 2009a: 44).

proces tranzicije, izkazujejo bistveno nižje razmerje med PTI in BDP. V EU kot celoti je razmerje med stanjem vseh PTI in BDP leta 2007 znašalo 108,3 %, razmerje med lastniškimi PTI in BDP pa 42,1%. Netehtano povprečje za nove članice, ki so šle skozi proces tranzicije, znaša 14,3 % za celotne PTI in 4,2 % za lastniške PTI, za Slovenijo pa nič več kakor 10,3 % in 1,7 %. Pri skupnih PTI imajo nižji delež v BDP od Slovenije le Romunija, Latvija, Bolgarija in Slovaška, pri lastniških PTI pa le Slovaška, Latvija in Romunija. Posebno očiten je torej strukturni zaostanek Slovenije pri lastniških PTI. Če gledamo delež lastniških PTI v celotnih PTI, je ta za celoto EU 38,9 %, netehtano povprečje za nove članice EU, ki so šle skozi tranzicijo, je 26,6 %, v Sloveniji pa vsega 16,2 %. Nižji delež od Slovenije imajo le Slovaška, Litva in Latvija. Torej: Slovenija zelo malo koristi PTI in trg kapitala kot vir zunanjega financiranja, predvsem pa to velja za lastniške PTI, ki se uporabljajo za financiranje razvoja podjetniškega sektorja. Delež lastniških PTI v BDP je v EU kot celoti 25-krat večji kakor v Sloveniji. Slovenija koristi PTI kot vir financiranja pretežno kot način zadolževanja države v tujini (državne obveznice).

Ugotovitve iz tabele 12 potrjuje tudi porazdelitev lastniškega kapitala podjetij, ki kotirajo na borzi v evropskih državah (tabela 13). Slovenija po strukturi lastništva podjetij na borzi od drugih razvitih držav odstopa po zelo visokem deležu javnega sektorja (višji kakor v Sloveniji je le še v Norveški in Litvi) in po tem, da imamo skupaj z Italijo daleč najnižji delež tujih portfolio investitorjev med vsemi državami.

Sklepna ugotovitev na podlagi podatkov iz tabele 13 je, da so slovenska podjetja izrazito naklonjena financiranju s posojili, medtem ko sta portfeljsko investiranje in sodelovanje s strateškimi investitorji precej nepopularna, vsekakor pa se uporabljata bistveno manj kakor v drugih državah EU. Ko so se ob nastanku finančne krize pojavile težave pri refinanciranju domačih bank v tujini, je morala poseči država s svojimi garancijami, saj očitno niti bankirji niti poslovodstva niso računali, da bo treba pri teh formalno sicer kratkoročnih dolgovih nekoč odplačati tudi glavnico. Kljub državnim garancijam za kreditiranje podjetij pa so banke v finančni krizi očitno previdne pri novih kreditih za visoko zadolžena domača podjetja, ki se dodatno soočajo še z velikim upadom obsega naročil.

6. DETERMINANTE PRIVLAČNOSTI DRŽAVE ZA PORTFELJSKE TUJE INVESTITORJE

Gonilna sila tokov PTI je motivacija, povezana z iskanjem donosov in zmanjševanjem rizika skozi diverzifikacijo portfelja. Izredno hitro rast tokov PTI nekje od začetka 1990. let prejšnjega stoletja so spodbujali oziroma omogočali naslednji dejavniki oziroma okoliščine: (i) globalizacija in liberalizacija finančnih trgov, ki pomeni,

da se kapital lahko med državami premika svobodneje in z manjšimi stroški, (ii) izboljšanje ekonomskih temeljev v mnogih porajajočih se gospodarstvih, kar je rezultiralo v bistveno višjih stopnjah rasti PTI kakor v državah OECD, (iii) ugodni globalni makroekonomski pogoji, ki so jih zaznamovale nizke obrestne mere in obsežna likvidnost na mednarodnih finančnih trgih, (iv) institucionalizacija varčevanja in razmah profesionalnega upravljanja sredstev (vzajemni skladi, »hedge-skladi« in druga investicijska podjetja), kar je zmanjšalo operativne stroške finančnih transakcij (v primerjavi s komercialnimi bankami), (v) odločilen napredek v komunikacijsko-informacijski tehnologiji. Ti elementi tvorijo osnovo strategije portfeljske diverzifikacije portfeljskih investitorjev na globalni ravni (UNCTAD, 1999: 13–14).

Teoretično se diskusija o determinantah PTI v glavnem vrti okoli različnih in različnih teorij optimalnega portfelja, v kateri sta donos in riziko (diverzifikacija portfelja) glavna dejavnika, ki določata alokacijo portfeljskih tokov (Miller in Whitman, 1970; Kreicher, 1981, Kraay in dr., 2000). Obstaja neka optimalna alokacija portfeljskih tokov med državami in dejanski tokovi predstavljajo prilagajanje temu ravnotežju. Pri Millerju in Whitmanu (1970) so razlike v obrestnih merah zelo pomembna determinanta mednarodnih gibanj kapitala, saj navajajo investitorje, da se odzovejo na njihove spremembe. Pri Kreicherju (1981) pa obstaja nek želeni obseg kapitala, ki ga želijo ekonomski subjekti, ker pa se dejanski obseg razlikuje od želenega, prihaja do investicijskih tokov. Želeni obseg kapitala je odvisen od niza po državah specifičnih spremenljivk, kakor so realna obrestna mera, indeksi industrijske proizvodnje, dohodki itd. Po Kouriju in Porterju (1974), ki kombinirata pristop optimalnega portfelja in plačilnobilančno teorijo, sta dohodek in obrestne mere tista, ki pomembno vplivata na kapitalske tokove. Komplikacija modela optimalnega portfelja nastopi, ko se upoštevajo informacijske asimetrije med mednarodnimi investitorji (Brennan in Cao, 1997), ki lahko vodijo v to, da investitorji morda ne bodo delovali skladno z logiko modela.¹¹ Še en pristop k analizi portfeljskih tokov je izposojen iz teorije mednarodne trgovine: Portes in Rey (1999) sta uspešno uporabila gravitacijski model, ki prek tržne kapitalizacije vključuje velikost trga, spremenljivka oddaljenosti pa je približek za stroške investiranja. Ugotavljata, da tržni donosi ne igrajo signifikantne vloge v portfeljskih tokovih. Velikost trga kot pozitivna in oddaljenost kot negativna sta ključni signifikantni determinanti kapitalskih tokov. Pri tem poudarjata, da informacijske asimetrije generirajo negativen učinek razdalje na trgovino z vrednostnimi papirji (Portes in Rey, 1999). Dejavniki geografske bližine pri investiranju v vrednostne papirje poudarjata tudi Tesar in Werner (1995). Torej, ekonomska literatura se v glavnem strinja, da sta glavni sili v ozadju tokov

¹¹ Prav iz tega izhaja izrazita nagnjenost investitorjev k investiranju na domače trge, ki jo v svojem ključnem članku u mednarodnih trgih kapitala ugotavljata French in Poterba (1991). Negativen vpliv informacijskih asimetrij na tokove PTI poudarjata tudi Portes in Rey (1999).

PTI odzivanje na spremembe v donosih in rizičnosti mednarodnega trga. Po drugi strani pa informacijske asimetrije zmanjšujejo ustreznost odzivov. Gravitacijski modeli pa potrjujejo vpliv velikosti trga in oddaljenosti (problem informiranosti) na portfeljske tokove.

V tem kontekstu se je detaljnija analiza determinat tokov PTI strukturirala okoli različnih skupin determinant. Skladno s standardnim Tobin-Markowitzovim okvirom lahko determinante PTI prilivov razdelimo v štiri široke kategorije: (i) investicijski donos doma glede na tujino, (ii) dojetanje investicijskega rizika, (iii) stopnja sogibanja med mednarodnimi donosi in (iv) motiv diverzifikacije (Calderon, Loayza in Serven, 2003). Hkrati pa lahko te determinante razvrstimo v domače oziroma vlečne (*pull*) in zunanje ali globalne oziroma potisne (*push*) dejavnike.

V praksi se zdi, da razmerje med zunanjimi in notranjimi pogoji zelo verjetno variira glede na okoliščine. BIS (2009) to argumentira na naslednji način:

Zunanji dejavniki. Obilna »globalna likvidnost«, ki vključuje nizke svetovne obrestne mere in močno rast

denarja v razvitih državah, se pogosto navaja kot eden pomembnih zunanjih dejavnikov, ki je »potisnil« kapital v porajajoča se gospodarstva. Še en zunanji dejavnik je poslovni cikel v industrijskih državah, ki ima lahko pozitivne in negativne vplive na kapitalske tokove v porajajoča se gospodarstva. Na primer, recesija v razvitih državah v zgodnjih 1990. letih je naredila investicijske priložnosti v porajajočih se gospodarstvih bolj profitabilne in je spodbudila tokove v te države (Calvo in dr., 1996). Močnejša rast v industrijskih državah pa lahko poveča profitabilnost domačih podjetij v teh državah, kar spodbudi tok investicij v te države (Ferrucci, 2004). Medtem ko zgornji zunanji makroekonomski dejavniki prispevajo k cikličnemu obnašanju mednarodnih investorjev, pa mikroekonomski dejavnik diverzifikacije portfelja globalnih investorjev lahko vodi v stabilnejše tokove kapitala (BIS, 2009, str. 19–22).

Notranji dejavniki. Glavni element, ki »vleče« mednarodni kapital v porajajoča se gospodarstva, je višji pričakovani donos, prilagojen za riziko. Višja rast in stabilnejši makroekonomski obeti so tako pomembni dejavniki pritegnitve kapitala v te države. Podatki kažejo, da se dinamika neto privatnih kapitalskih tokov v porajajoča

Tabela 14: **Najpomembnejša merila v odločitvah institucionalnih investorjev pri investiranju v države SVN**

Merila	Pomen (v %)*
Splošna merila	
Stabilnost pravnega sistema	83
Stabilnost finančnega sistema	81
Stabilnost političnega sistema	78
Stabilnost valute	68
Jasna davčna zakonodaja	63
Splošna gospodarska situacija	62
Striktne stečajne zakonodaje	59
Mikroekonomska merila	
Usposobljenost posloводства	93
Produktivnost investicijske tarče	83
Rast konkretnega sektorja	83
Usposobljenost/kvalificiranost zaposlenih v investicijski tarči	65
Osebnosti stiki s poslovodstvom	65
Raven obdavčitve investicijske tarče	53
Merila finančnega trga	
Likvidnost posameznih delnic	97
Zakonodaja in implementacija zakonov	83
Kontrola kapitalskih tokov	78
Prisotnost strateških investorjev	53

Vir: Köke, 1999.

Opombe: * Povprečna stopnja pomembnosti na lestvici od 0–100 %. Stopnja pomembnosti je izračunana kot povprečje vseh odgovorov za vsako posamezno merilo. Potem so rezultati normirani tako, da se razvrščajo od 0 % (nepomembno) do 100 % (zelo pomembno). V tabeli so prikazana le najpomembnejša merila.

se gospodarstva poveča vsakič, ko njihova rast preseže rast v razvitih gospodarstvih. Prav tako se je v porajajočih se gospodarstvih v 1990. letih močno znižala volatilitnost rasti in inflacije, pri čemer so ključno vlogo igrale domače makroekonomske politike. Institucionalne reforme in politike, ki olajšujejo dostop tujih investorjev do domačih finančnih trgov, kot so odstranitev kapitalske kontrole in liberalizacija NTI, so tudi olajšale mednarodne tokove kapitala (BIS, 2009, str. 22–23).

V nadaljevanju natančneje navajamo nekatere kompleksnejše modele/analize determinant PTI za države, ki so primerljive s Slovenijo. Prva je študija Kókeja (1999), ki analizira merila institucionalnih investorjev pri investiranju v lastniške vrednostne papirje v državah srednje in vzhodne Evrope (SVE), vključno s Slovenijo. Analiza temelji na obsežni anketi med institucionalnimi investitorji v države SVE. Analiza se koncentrira na domače (»vlečne«) dejavnike PTI, to je analizira privlačnost SVE kapitalskih trgov za zahodne investitorje. Tabela 14 podrobneje prikazuje pomen posameznih meril v odločitvah zahodnih institucionalnih investorjev v državah SVE, kot izhajajo iz ankete: najpomembnejša za odločitev je likvidnost konkretne delnice (97 %), sledi usposobljenost posloводства (93 %), stabilnost pravnega (83 %) in finančnega sistema (81 %). Kje so torej prednosti in slabosti držav SVN kot lokacije za PTI? Dejavniki, ki pozitivno vplivajo na PTI v SVN, so dober potencial za donos, stabilnost pravnega sistema, kompetence posloводства in likvidnost delniškega trga, nizka raven splošnega in makroekonomskega rizika ter nizek riziko, ki izhaja iz ureditve finančnega trga. Med državami so seveda razlike. Problem Slovenije sta predvsem nizka likvidnost in nerazvitost delniškega trga.

Garibaldi in dr. (2001) se sprašujejo, kaj usmerja kapital v tranzicijske države. Potencialne determinante PTI delijo na tiste, ki vplivajo tudi na druge tokove kapitala (NTI) in one, ki so specifične za PTI. Splošne determinante so: (i) spremenljivke makroekonomske uspešnosti/stabilnosti, kamor spadajo inflacija, bilanca javnih financ in rast. Njihov pričakovani vpliv je bolj ali manj evidenten; (ii) indikatorji tečajnega režima v smislu, ali je gibanje tečaja vnaprej napovedano, ali obstajajo kakšne omejitve glede konvertibilnosti oziroma ali obstajajo prakse multipli deviznih tečajev. Vse, kar deluje v prid stabilnosti tečajev, naj bi bilo pozitivno za PTI; (iii) indikator privatizacije in liberalizacije na podlagi tranzicijskih indikatorjev EBRD, ki zajemajo napredek v liberalizaciji cen, liberalizaciji trgovine in privatizaciji. Liberalnejše države in države, ki so prišle dlje v procesu privatizacije, naj bi bile sposobne pritegniti več PTI; (iv) indikatorji institucionalne kakovosti in pravnega okvira, ki zajemajo argument, da so institucionalne in pravne pomanjkljivosti ovira za privatne posle, zlasti pa za tuje investicije.

Determinante, ki so specifične za PTI, pa so: (i) razvoj trga vrednostnih papirjev. Države z naprednejšimi trgi

vrednostnih papirjev so bolj opremljene z regulatornim in pravnim okvirom za tovrstne posle; (ii) restrikcije za portfolio investicije; (iii) indikatorji rizika neizpolnjevanja obveznosti, kamor spadajo obseg zunanjega dolga in mednarodne rezerve; (iv) tečaji državnih vrednostnih papirjev. PTI bodo šle v države, ki ponujajo relativno ugodne realne obrestne mere na državne vrednostne papirje. Rezultati ekonometrične analize z uporabo gornjih spremenljivk kažejo, da bazični pogoji ne dajejo ustrezne razlage PTI. Edini makroekonomski značilnosti, ki sta robustna prediktorja PTI, sta prisotnost infrastrukture finančnega trga (merjen z indeksom razvoja trga vrednostnih papirjev) in indikator zaščite lastniških pravic.

7. SKLEPNE UGOTOVITVE IN NEKAJ USMERITEV ZA EKONOMSKO POLITIKO

Številke nedvoumno kažejo, da slovenska podjetja uporabljajo PTI kot vir financiranja svojih dejavnosti v zelo majhnem obsegu. To najbrž dolgoročno ni normalno stanje, zato je smiselno ustvarjati pogoje, da bodo podjetja lahko v večjem obsegu uporabljala tudi ta način financiranja. Med notranjimi dejavniki za pritegnitev tujih PTI, na katere vplivamo sami, so najpomembnejši tisti, ki so tudi sicer splošnega pomena za dobro delovanje gospodarstva – hitro rastoče, stabilno in odprto gospodarstvo, z jasnimi institucionalnimi okvirom in učinkovito pravno državo je najboljša politika za pritegnitev večjega obsega PTI.

Razen majhnega trga Slovenija glede osnovnih gospodarskih parametrov, ki opredeljujejo tokove PTI, nikakor ne zaostaja za drugimi državami. S prevzemom pravil EU in evra kot nacionalne valute so se bistveno zmanjšala vsa tveganja, povezana z institucionalno ureditvijo, valutna tveganja so bila odpravljena, mednarodna boniteta države se je izboljšala, saj smo tudi vsem zunanjim investitorjem jasno dokazali, da izpolnjujemo zahtevne politične, strukturne in ekonomske pogoje za vstop. Dolgoročno gledano ima Slovenija relativno visoko in stabilno gospodarsko rast, relativno visok BDP per capita, zmerne javnofinančne deficite, gospodarstvo je precej odprto, formalnih restrikcij za kapitalske tokove nimamo, deželni riziko in bonitetne ocene so solidni. Seveda se v časih krize vsi ti parametri slabšajo, toda to velja tudi za druge države. Kje so potem tiste specifične pomanjkljivosti, zaradi katerih ima Slovenija tako malo PTI? Na prvem mestu so vsekakor nizka delniška kultura na ravni podjetij in posledično majhen, nerazvit in nelikviden domači trg kapitala.

Domača podjetja večinoma obvladujejo veliki delničarji v povezavi z državo, ki ne trgujejo aktivno z delnicami podjetij, ampak izvajajo nadzor prek organov upravljanja. Dodatni lastniški viri financiranja se iščejo predvsem v tem zaprtem krogu velikih lastnikov, ponudb novih

delnic ali obveznic za širši krog investitorjev pa praktično ni. V tesni povezavi s tem zaprtim sistemom financiranja podjetij je tudi nepregledno korporacijsko upravljanje podjetij s strani velikih lastnikov, ki večkrat poteka tudi v nasprotju z interesi manjših finančnih investitorjev. Seveda tudi uprave podjetij nosijo del krivde za majhen pomen institucionalnih lastnikov na sploh in zlasti tistih iz tujine. Slabo komuniciranje s tujimi investitorji in analitiki, slaba kakovost in preglednost obveščanja ter finančnega poročanja, odsotnost jasnih strategij razvoja so dejavniki, ki preprečujejo večji interes tujih portfeljskih investitorjev v številnih domačih delniških družbah. Osnovni problem večjega obsega PTI je torej, da v Sloveniji dejansko manjka primernih nakupnih priložnosti z vidika velikosti in kakovosti izdajateljcev kakor tudi z vidika likvidnosti vrednostnih papirjev.

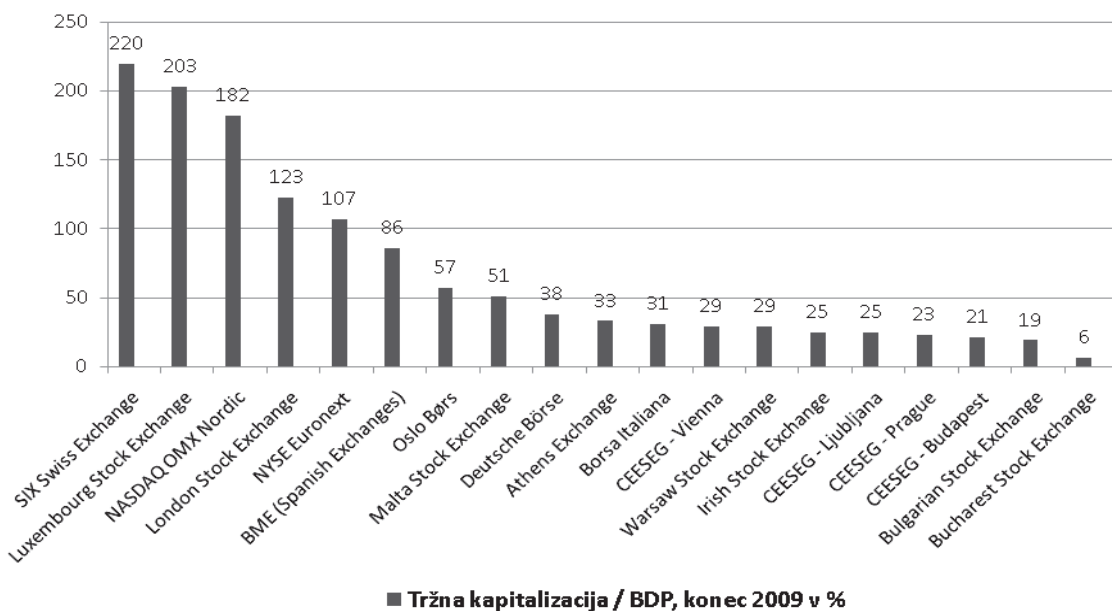
Močne in razvejane baze domačih institucionalnih investitorjev v Sloveniji ni, prav ta pa je ključna tudi za vstop tujih investitorjev. Pomembni domači paradržavni skladi in privatne holdinške družbe se ukvarjajo z upravljanjem podjetij, ne pa z upravljanjem portfelja vrednostnih papirjev. Domači pokojninski skladi so naloženi predvsem v državne obveznice in bančne depozite, ne pa v vrednostne papirje podjetij. Vzajemni skladi pa po odpravi omejitev sveža sredstva v veliki meri investirajo v tuje vrednostne papirje. Prebivalstvo je s privatizacijo pridobilo domače delnice in išče predvsem možnosti za razpršitev naložb v tujini. Pri tem ne smemo podcenjevati dejstva, da želijo imeti tuji institucionalni investitorji možnost hitrega izstopa iz svojih naložb ob nizkih transakcijskih stroških. Nelikvidnih trgov se zato izogibajo, saj vsak večji nakup ali prodaja povzroči

spremembo cene vrednostnih papirjev v njihovo škodo. Podatki evropskega združenja borz (FESE) jasno kažejo, da smo po tržni kapitalizaciji še primerljivi z drugimi, po obratu tržne kapitalizacije pa zaostajamo in slovenski trg kapitala je bistveno manj likviden od primerljivih trgov v EU. Trg brez trgovanja pa preprosto ni pravi delujoči trg. Tujih finančnih investitorjev torej ne zanima nadzor nad slovenskimi podjetji, vendar so po drugi strani transparentnost poslovanja, zaščita finančnih investitorjev in likvidnost kapitalskega trga predpogoji, da se Slovenija sploh uvrsti na njihov investicijski zemljevid.

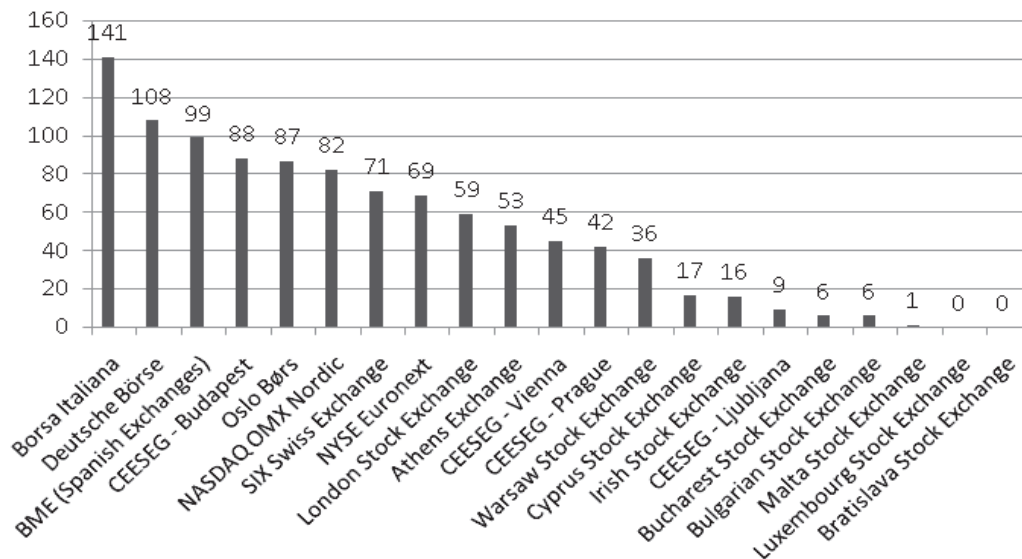
Morda so prav težave s prezadolženostjo slovenskih podjetij, ki so se pokazale med krizo, tista spodbuda, ki smo jo potrebovali na ravni podjetij za spremenjen odnos do financiranja prek trga kapitala. Če strnjeno povzamemo, delničarska kultura slovenskih podjetij je še vedno relativno nizka, saj trg kapitala ni pomemben vir dodatnega financiranja. Če k temu dodamo še splošen negativen odnos do vseh oblik vlaganj iz tujine, ki je značilen za Slovenijo že od začetka tranzicije, in nelikvidnost trga zaradi odsotnosti aktivnih domačih institucionalnih upravljalcev naložb, potem ni presenečenje, da je delež tujih investitorjev v trgovanju na trgu kapitala nižji kakor na drugih primerljivih trgih v EU. Na Ljubljanski borzi tujci opravijo približno 20 % prometa, na drugih borzah v srednjeevropski skupini borz (Dunaj, Budimpešta, Praga) pa imajo več kakor polovičen delež.

Drugi problemi, ki povzročajo skromen obseg PTI v slovenska podjetja, na katerih bi se lahko v večji meri

Slika 3: Velikost trga na podlagi tržne kapitalizacije v BDP



Slika 4: Likvidnost trga na podlagi obrata tržne kapitalizacije



■ Hitrost obrata tržne kapitalizacije domačih delnic v 2009, v %

Vir: FESE.

angažirala tudi država in ekonomska politika, pa so:

- Nedelovanje pravne države v smislu neučinkovite implementacije zakonov, zlasti na področju trga kapitala, vključno s prevzemno zakonodajo.
- Pomanjkljiva regulativa finančnega trga, slaba zaščita lastniških pravic, predvsem izrazito slaba in neučinkovita zaščita malih delničarjev in institucionalnih finančnih investitorjev ter problematično korporacijsko upravljanje podjetij.
- Nedokončane zgodbe lastninjenja podjetij ter netransparentna lastniška in upravljavka vloga države v podjetjih, kar vse preprečuje večjo aktivnost portfeljskih investitorjev. Le-ti se ne podajajo v netransparentne zgodbe, obstoječi lastniki podjetij – država in tudi pretendenti na kontrolne lastniške deleže – pa eksplicitno zavirajo dokapitalizacije in udeležbo novih investitorjev v njih. Država bi morala postati zgled drugim velikim delničarjem glede spoštovanja pravic manjših domačih in tujih finančnih investitorjev. V sedanjih razmerah je država kot solastnik z vidika korporacijskega upravljanja del problema in ne del rešitve.
- Nezaupljiv odnos ekonomske politike do domačega kapitalskega trga kot prostora za manipulacije cen in špekulacije in izrazita podpora za »bančno« usmerjen domači finančni sistem.
- Davčno neprijazno oziroma zapleteno obdavčevanje portfeljskih tujih investitorjev.
- Nacionalne posebnosti pri imetništvu delnic, skrbniških storitvah, trgovanju in poravnavi poslov na trgu kapitala, ki niso skladni z uveljavljeno mednarodno poslovno prakso in se jih tuji investitorji

najraje izognejo s preusmeritvijo svojih naložb drugam.

Viri in literatura:

- Aggarwal, R., L. Klapper in P. D. Wsocki. 2005. Portfolio Preferences of Foreign Institutional Investors. *Journal of Banking and Finance*, 29 (12): 2919–2946.
- Ahlquist, J. S. 2006. Economic Policy, Institutions, and Capital Flows: Portfolio and Direct Investment Flows in Developing Countries. *International Studies Quarterly*, 50: 681–704.
- Amaya, C.A.G., P. Rowland. 2004. Determinants of Investment Flows into Emerging Markets. *Borradores de Economia* No. 313, Banco de la Republica. (<http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra313.pdf>)
- Baek In-Mee. 2006. Portfolio investment flows to Asia and Latin America: Pull, push or market sentiment? *Journal of Asian Economics*, 17 (2): 363–373.
- Balboa, M., J. Marti. 2003. An integrative approach to the determinants of private equity fundraising. SSRN Working paper 493344.
- Banka Slovenije. 2008. Poročilo o finančni stabilnosti. Ljubljana.
- Banka Slovenije. 2009a. Poročilo o finančni stabilnosti. Ljubljana.
- Banka Slovenije. 2009b. Bilten, leto 18, št. 10 (oktober). Ljubljana.

- Banka Slovenije. 2009c. Ekonomski odnosi s tujino, julij. Ljubljana.
- Bartram, S.M., G. Dufey. 2001. International Portfolio Investment: Theory, Evidence, and Institutional Framework. Mimeo. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=270196> or doi:10.2139/ssrn.270196.
- Baughn, C. C., K. E. Neupert. 2003. Culture and National Conditions Facilitating Entrepreneurial Start-ups. *Journal of International Entrepreneurship*, 1: 313–330.
- BIS. 2009. Capital flows and emerging market economies. CGFS (Committee on the Global Financial System) Paper 33. Basel: Bank for International Settlements.
- Black, B. R. Gilson. 1998. Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, 47 (3): 243–277.
- Bosworth, B., S. Collins. 1999. Capital Flows to Developing Economies: Implications for Saving and Investment. *Brookings papers on Economic Activity*, 0 (1): 143–169.
- Brennan, Cao. 1997. International Portfolio Investments Flows. *The Journal of Finance*, 52 (5): 1851–1880.
- Calderon C., N. Loayza, L. Servén. 2003. Do Capital Flows Respond to Risk and Return?. The World Bank, Policy Research Working Paper, 3059.
- Calvo, G. A., L. Leiderman., C. M. Reinhart. 1993. Capital inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America. *IMF Staff Papers*, 40 (1): 108–151.
- Calvo, G. A., L. Leiderman., C. M. Reinhart. 1994. Inflows of Capitals to Developing Countries in the 1990s: Causes and Effects. IADB working papers No. 302. Inter-American Development Bank.
- Calvo, G. A., L. Leiderman., C. M. Reinhart. 1996. Inflows of Capital to Developing Countries in 1990s: Causes and Effects. *Journal of Economic Perspectives*, 10: 123–129.
- Cao, Xun. 2008. Domestic Economic Policies, Cross-Border Information Asymmetries, and Transnational Portfolio Investments. Mimeo. Neihaus Center for Globalization and Governance, Woodrow Wilson School of Public and International Affairs, Princeton University; Department of Government, University of Essex.
- Chuhan, Claessens, Mamingi. 1993. Equity and Bonds Flows to Asia and Latin America. The World Bank, International Economics Department, WPS 1160.
- Claessens, S., M. Dooley, A. Warner. 1995. Portfolio Capital Flows: Hot or Cold? *World Bank Economic Review*, 9 (1): 153–174.
- Claessens, Oks, Polastri. 1998. Capital Flows to Central and Eastern Europe and Former Soviet Union. *World Bank* 11/4/98.
- Cumming, D., D. Schmidt, U. Walz. 2006. Legality and venture capital governance around the world. SSRN working paper 537243.
- Damijan, J.P., M. Rojec. 2004. Foreign direct investment and the catching-up process in new EU member states: is there a flying geese pattern? WIIW Research Reports, 310. Wien: Wiener institut für internationale wirtschaftsvergleiche.
- Desai, M., P. Gompers, J. Lerner. 2006. Institutions and entrepreneurial firm dynamics: Evidence from Europe. Harvard NOM Research Paper 03–59.
- Djankov, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Sheleifer. 2002. The regulation of entry. *Quarterly Journal of Economics*, 117 (1): 1–37.
- Dobson, W., G.C. Hufbauer. 2001. World capital markets: challenge to the G10. Peterson Institute for International Economics, June.
- EBRD. 2009. Transition Report 2009. London: European Bank for Reconstruction and Development.
- Felices, G., B.-E. Orskaug. 2008. Estimating the determinants of capital flows to emerging market economies: a maximum likelihood disequilibrium approach. Working Paper No. 354 London: Bank of England.
- Fernandez-Arias. 1994. The new wave of Private Capital Inflows. Push or Pull?. The World Bank, International Economics Department, Policy Research Working Paper 1312.
- Ferrucci, G. 2004. Understanding capital flows to emerging market economies. *Financial Stability Review*, June, 89–97.
- FESE. 2008. Share Ownership Structure in Europe. Federation of European Securities Exchanges.
- French, K. and J. Poterba. 1991. Investor Diversification and International Equity markets. *American Economic Review*, 81: 222–226.
- Froot, K., P. O'Connell and M. Seasholes. 2000. The Portfolio Flows of International Investors. Mimeo, FDO Partners. <http://www.fdopartners.com>.
- Garibaldi, Mora, Sahay, Zettlemeyer. 2001. What Moves Capital to Transition Economies?. *IMF Staff Papers*, Vol. 48, Special Issue.
- Groh, A.P., H. Von Liechtenstein and K. Lieser. 2008. The European Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index(es). Working Paper WP-773, IESE Business Scholl, University of Navarra.

- Gompers, P., J. Lerner. 1998. What Drives Venture Fundraising?. *Brookings Papers on Economic Activity, Microeconomics*, str. 149–192.
- Hecht, Y., A. Razin and N. Gad Shinar. 2004. Interactions between Capital Inflows and Domestic Investment: Israel and Developing Economies. *Israel Economic Review*, 2 (2): 1–14.
- Hernandez, Rudolph. 1995. Sustainability of Private Capital Flows to Developing Countries. Is Generalized Reversal Likely? *The World Bank, International Economics Department, Policy Research Working Paper* 1518.
- Hernandez, Mellado, Valdes. 2001. Determinants of Private Capital Flows in the 1970s and 1990s: Is there Evidence of Contagion? *IMF Working Paper, WP/01/64*.
- IMF. 1999. *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues*. Washington.
- IMF. 2009a. *World Economic Outlook*. October 2009. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- IMF. 2009b. *Global Financial Stability Report*. October 2009. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Jeng, L. A., Ph. C. Wells. 2000. The determinants of Venture Capital funding: evidence across countries. *Journal of Corporate Finance*, 6 (3): 241–289.
- Kinda, T. 2007. Increasing Private Capital Flows to Developing Countries: The Role of Physical and Financial Infrastructure. Mimeo, CERDI-CNRS, Université d'Auvergne.
- Kleindienst, R. 2000. Ali so omejitve tujih portfeljskih naložb res v prid slovenskega gospodarstva? Okrogla miza na temo Vloga tujcev na slovenskem finančnem trgu in v slovenskem gospodarstvu, 10. april 2000, Ljubljana: Gospodarska zbornica Slovenije.
- Köke, F.J. 1999. Institutional Investment in Central and Eastern Europe: Investment Criteria of Western Portfolio Managers. ZEW Discussion paper No. 99.37. Center for European Economic Research, Mannheim.
- Kouri, Porter. 1974. International Capital Flows and Portfolio Equilibrium. *The Journal of Political Economy*, 82 (3): 443–467.
- Kraay A., N. Loayza, L. Servén, J. Ventura. 2000. Country Portfolios. NBER Working Paper Series, Working Paper 7795.
- Kreicher. 1981. International Portfolio Capital Flows and Real Rates of Interest. *The Review of Economics and Statistics*, (63): 1: 20–28.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny. 1997. Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, 52 (3): 1131–1150.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny. 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106 (6): 1113–1155.
- Lee, S. M., S. J. Peterson. 2000. Culture, Entrepreneurial Orientation and Global Competitiveness. *Journal of World Business*, 35 (4): 401–416.
- Levchenko, A, P. Mauro. 2007. Do some form of financial flows help protect against “sudden stops”? *World Bank Economic Review*, 21 (3).
- Lozovsky, O., A. Kudina. 2007. The Determinants of Portfolio Flows into the CIS Countries. CASE studies and analyses, CASE, Warsaw.
- Economies. *Review of International Economics*, 17 (4): 734–750.
- Mandilaras, A. and H. Popper. 2009. Capital Flows, Capitalization, and Openness in Emerging East Asian Economies. *Review of International Economics*, 17 (4): 734–750.
- Martin, P. and H. Rey. 2001. Financial Super-Markets: Size Matters for Asset Trade. Mimeo, Princeton University. <http://www.princeton.edu>.
- Masten, Igor: Finančna stabilnost v Sloveniji in uravnotežen razvoj finančnega sistema, Razvojne priložnosti trga kapitala po finančni krizi. Raziskovalno poročilo, IER, 2010.
- Meggison, W. 2004. Toward a global model of venture capital? *Journal of Applied Corporate Finance*, 16 (1): 89–107.
- Miller C. N., M. Whitman M. 1970. A Mean-Variance Analysis of United States Long-Term Portfolio Foreign Investments. *The Quarterly Journal of Economics*, 84 (2): 175–196.
- Montiel, P., C. M. Reinhart. 1999. Do capital controls and macroeconomic policies influence the volume and composition of capital flows? Evidence from 1990s. *Journal of International Money and Finance*, 18 (4): 619–635.
- Portes, Rey. 1999. The Determinants of Cross-Border Equity Flows. NBER Working Paper Series, Working Paper 7336.
- Rodriguez, F., D. Rodrik. 1999. Trade Policy and Economic Growth: A Skeptic's Guide to the Cross-National Evidence. NBER working paper 7081.
- Roe, M. 2006. Political determinants of corporate governance. Oxford.
- Rojec, M. J. Šušteršič. 2002. Razvojna vloga in politika do neposrednih tujih investicij v Sloveniji. *IB Revija*, 36 (1): 78–94.

Sachs, J., A. Warner. 1995. Economic Reform and the Process of Global Integration. *Brookings Papers on Economic Activity*.

Schertler, A. 2003. Driving Forces of Venture Capital Investments in Europe: A Dynamic Panel Data Analysis. *European Integration, Financial Systems and Corporate Performance (EIFC) working paper No. 03–27*. United Nations University.

Takeda, H. 2006. The Determinants of Equity Investment from Japan to East Asian Countries. *Working Paper Series No. 2005–11*. The University of Kitakyushu.

Taylor, Sarno. 1997. Capital Flows to Developing Countries: Long- and Short-Term Determinants. *The World Bank Economic Review*, 11 (3): 451–470.

Tesar, L., I. Werner. 1995. Home Bias and High Turnover. *Journal of International Money and Finance*, 14 (4): 467–492.

Thanyakhan, S. 2008. The Determinants of FDI and FPI in Thailand: A Gravity Model Analysis. PhD Thesis. Lincoln University.

UNCTAD. 1999. Foreign Portfolio Investment (FPI) and Foreign Direct Investment (FDI): Characteristics, similarities, complementarities and differences, policy implications and policy development. TD/B/COM.2/EM.6/2 and Corr. 1. Geneva: United Nations.

UNCTAD. 2001. *World Investment Report 2001*. Geneva.

UNCTAD. 2006. *World Investment Report 2006*. Geneva.

UNCTAD. 2007. *World Investment Report 2007*. Geneva.

UNCTAD. 2008. *World Investment Report 2008*. Geneva.

UNCTAD. 2009. *World Investment Report 2009*. Geneva.

Vujović, D. 2007. Institucionalne pretpostavke inostranih portfolio investicija. *Ekonomika preduzeća*, 55 (1–2): 36–45).

Wilken, P. H. 1979. *Entrepreneurship: A Comparative and Historical Study*. Norwood.

World Bank. 1997. *Private Capital Flows to Developing Countries: The Road to Financial Integration*. New York: Oxford University Press.