

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

TUJE PORTFELJSKE NALOŽBE NA SLOVENSKEM
TRGU KAPITALA

Ljubljana, marec 2002

NATAŠA KLARIČ

IZJAVA

Študent/ka _____ izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom _____ in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

1	UVOD	1
2	FINANČNI TRG	2
2.1	RAZDELITEV FINANČNIH TRGOV	2
2.1.1	<i>Trg lastniškega in trg dolžniškega kapitala</i>	2
2.2	TRG KAPITALA	3
2.2.1	<i>Trg vrednostnih papirjev</i>	4
2.2.1.1	<i>Razdelitev trga vrednostnih papirjev</i>	5
2.3	MEDNARODNI PRETOK KAPITALA	6
2.3.1	<i>Vzroki in značilnosti finančnih pritokov</i>	7
2.4	UČINKOVITOST TRGA KAPITALA	8
3	TUJE PORTFELJSKE NALOŽBE	10
3.1	DEFINICIJA TUJIH PORTFELJSKIH NALOŽB	11
3.2	RAZLIKE MED TUJIMI PORTFELJSKIMI IN NEPOSREDNIMI NALOŽBAMI	12
3.3	SLABOSTI IN PREDNOSTI TUJIH PORTFELJSKIH NALOŽB PRED TUJIMI NEPOSREDNIMI NALOŽBAMI	13
3.4	TUJE PORTFELJSKE NALOŽBE NA SLOVENSKEM TRGU KAPITALA	14
3.4.1	<i>Organiziran in neorganiziran trg vrednostnih papirjev in tuje portfeljske naložbe</i>	18
3.5	OMEJITVE IN SKRBNIŠKI RAČUNI ZA TUJCE	18
3.5.1	<i>Vpliv portfeljskih omejitev na razvoj slovenskega trga kapitala</i>	20
3.5.2	<i>Vpliv tujih portfeljskih naložb na donosnost in vrednotenje delnic na Ljubljanski borzi</i>	23
3.5.3	<i>Vpliv tujih portfeljskih naložb na likvidnost trga</i>	26
3.5.4	<i>Katere države največ investirajo na našem trgu</i>	28
4	DEJAVNIKI PRIVLAČNOSTI	30
4.1	SLOVENSKI TRG KAPITALA OB SPROSTITVI OMEJITEV	30
4.2	DEJAVNIKI KAPITALSKIH TOKOV	31
4.3	DEJAVNIKI PRIVLAČNOSTI	33
4.3.1	<i>Glavni dejavniki tujih naložb v Slovenijo</i>	36
5	SKLEP	38
	LITERATURA	39
	VIRI	41

1 UVOD

S 1. julijem 2001 je začel veljati sklep Banke Slovenije o odpravi omejitev za naložbe nerezidentov v slovenske vrednostne papirje. V zadnjih mesecih je opazen povečan promet nerezidentov v celotnem borznem prometu. Tako je njihov promet v oktobru z vrednostjo 3,5 milijarde tolarjev daleč največji v posameznih mesecih leta 2001. Delež prometa tujcev je tako oktobra že dosegel 11,4 odstotka celotnega borznega prometa, kar je v zgodovini borze največ.

V diplomski nalogi skušam prikazati učinek omejitev tujih portfeljskih naložb v slovenske vrednostne papirje na razvoj slovenskega trga kapitala, na donosnost in vrednotenje vrednostnih papirjev na njem ter na njegovo likvidnost in na zanimanje nerezidentov za naložbe v Sloveniji.

Portfeljske naložbe ustvarjajo finančni posredniki, ki v lovu za najbolj ugodnim razmerjem med tveganjem in donosom spreminjajo vrste, oblike, panožno in geografsko sestavo finančnih naložb. Ti subjekti na podlagi trgovanja s finančnimi oblikami, to pomeni izkoriščanje cenovnih neravnotežij v prostoru in času ter prevzemanje cenovnih tveganj, omogočajo ustvarjanje kapitalskih dobičkov. Borzni člani in borza v zadnjem času opažajo povečano zanimanje nerezidentov za naložbe v Sloveniji. Ali jih bodo v prihodnosti tudi uresničili in kako, je odvisno od številnih dejavnikov.

Po splošnem prepričanju ima mednarodni pretok kapitala vrsto pozitivnih učinkov. Za enakomeren ter uspešen razvoj realnega in finančnega gospodarstva torej potrebujemo odprtost za neposredne naložbe, ki močneje vplivajo na razvoj proizvodnega dela ekonomije in prost pretok portfeljskih naložb, kar močneje vpliva na razvoj finančnega dela ekonomije.

Diplomsko delo je razdeljeno v tri poglavja. V prvem poglavju sem opredelila finančne trge in njihovo razdelitev, pomen mednarodnega pretoka kapitala ter učinkovitost trga kapitala. V drugem in obsežnejšem poglavju sem opredelila pojem tujih portfeljskih naložb, primerjavo s tujimi neposrednimi naložbami, osrednjega pomena pa je bil vpliv tujih portfeljskih naložb na razvoj slovenskega trga kapitala. Tretje poglavje je osredotočeno na dejavnike privlačnosti za tuje portfeljske naložbe.

2 FINANČNI TRG

Finančni trg lahko definiramo kot prostor, na katerem se srečujeta ponudba in povpraševanje po finančnih sredstvih. Osnovna funkcija finančnih trgov je v učinkovitosti alociranja finančnih sredstev od suficitnih k deficitnim ekonomskim celicam (Prohaska, 1999, str. 10). Med prvimi, to so tisti, ki imajo vlogo posojilodajalca (suficitne celice), so navadno gospodinjstva, včasih pa tudi podjetja, vlada ter tujci in njihove vlade. K posojilojemalcem (deficitne celice) pa štejemo predvsem podjetja in vlado, kot tudi gospodinjstva in tujce, ki s temi sredstvi financirajo nakupe avtomobilov, hiš, pohištva. Z omogočanjem pretoka teh finančnih sredstev, finančni trgi prispevajo k višji produkciji in učinkovitosti gospodarstva. Prav tako neposredno vplivajo na izboljšanje finančnega položaja potrošnika, saj mu omogočajo časovno učinkovitejšo strukturo nakupov. Ob predpostavki, da finančni trgi delujejo učinkovito, lahko rečemo, da izboljšujejo ekonomsko blaginjo vsakega posameznika v družbi.

2.1 RAZDELITEV FINANČNIH TRGOV

Finančni trg v najširšem pomenu obsega vse prenose finančnih sredstev oziroma finančne tokove, ne glede na tok oziroma na način prenosa in ne glede na finančne oblike, ki se pri tem uporabljajo ter ne glede na finančne institucije, ki izvajajo te prenose.

Finančne trge lahko delimo na (Prohaska, 1999, str. 10):

- trg lastniškega kapitala in trg dolžniškega kapitala,
- primarni in sekundarni trg,
- trg denarja in trg kapitala.

2.1.1 Trg lastniškega in trg dolžniškega kapitala

Podjetje ali posameznik lahko zbere sredstva na finančnem trgu na dva načina. Prvi in tudi najpogostejši način je izdaja dolžniških finančnih instrumentov, kot sta na primer obveznica in hipoteka, kar pomeni pogodbeno obvezo posojilojemalca, da bo lastniku tega instrumenta plačeval fiksni znesek v rednih časovnih intervalih (obresti) do določenega datuma (datum dospelja), ko bo izvršil tudi končno plačilo. Glede na čas dospelja se dolžniški instrumenti ločijo na kratkoročne (čas dospelja je manj kot leto dni), dolgoročne (čas dospelja je 10 let ali več) in srednjeročne (čas dospelja je od 1 leta do 10 let).

Drugi način zbiranja sredstev je izdaja lastniških finančnih instrumentov, kot so navadne delnice, ki prinašajo pravico do udeležbe pri čistem dobičku in lastništvo nad podjetjem, sorazmerno z odstotkom delnic, ki jih ima nekdo v lasti, glede na celotno število izdanih delnic. Poleg tega pa lastnikom navadno prinašajo tudi periodična izplačila (dividende) in se smatrajo kot dolgoročni vrednostni papirji, saj nimajo določenega časa dospelja (Mishkin, 1998, str. 16).

Prednost za lastnike dolžniških vrednostnih papirjev je v tem, da so le-ti izplačani pred izplačilom obveznosti iz lastniških vrednostnih papirjev. Prednost slednjih pa je ta, da se vsako povečanje v dobičkonosnosti podjetja ali vrednosti sredstev, prenaša direktno na njihove lastnike, medtem ko lastniki dolžniškega kapitala s tem nič ne pridobijo, saj je njihov donos fiksni.

2.2 TRG KAPITALA

Glede na čas prenosa (ročnost, dospelost) finančnih sredstev od suficitnih k deficitnim celicam delimo finančni trg na trg denarja in trg kapitala (Fabozzi, Modigliani, 1992, str. 13). Na trgu denarja se trguje le s kratkoročnimi dolžniškimi instrumenti (čas dospelja je manj kot eno leto), medtem ko na trgu kapitala trgujemo z dolgoročnimi dolžniškimi in lastniškimi instrumenti. Prvi, kratkoročni vrednostni papirji, so bolj razširjeni, zato imajo tudi večjo likvidnost. Prav tako ima njihova tržna cena manjše nihanje, kar se kaže v večji varnosti naložb. Rezultat vsega tega je, da podjetja in banke na trgu denarja aktivno delujejo, saj s tem zaslužijo obresti na presežek sredstev, za katerega pričakujejo, da bo le kratkotrajen. Instrumenti trga kapitala, kot so na primer delnice in dolgoročne obveznice, pa so navadno v lasti finančnih posrednikov. Največkrat so to zavarovalnice in pokojninski skladi, katerih potrebe po sredstvih, kratkoročno gledano, niso tako pomembne.

Osnovni namen trga kapitala je povečevanje obsega varčevanja in usmerjanje pridobljenih finančnih sredstev v bolj donosne naložbe. Trg kapitala se deli na primarni in sekundarni (Dimovski, 2000, str.2), sekundarni trg kapitala pa se nadalje deli na terciarni in kvartarni trg. Poglavitni funkciji trga kapitala, odločilni za učinkovitost in solventnost finančnega sistema sta:

- povečanje finančnih virov sredstev,
- omogočanje učinkovitejše porabe teh sredstev z namenom spodbujanja in pospeševanja gospodarske rasti.

Trg kapitala je del finančnega trga za dolgoročne finančne oblike, preko katerega se prenašajo finančni prihranki od suficitnih k deficitnim celicam. Poleg tega se preko finančnega trga spreminjajo upniki podjetij in drugih pravnih in fizičnih oseb (Černe, 1998, str. 2).

Preko trga kapitala podjetja zbirajo večji del sredstev za dolgoročno financiranje svojih investicij, hkrati pa služi tudi za dolgoročno financiranje javnega dolga. Trg kapitala v širšem pomenu zajema trgovanje z vsemi dolgoročnimi finančnimi instrumenti. V ožjem pomenu besede pa trg kapitala pomeni mesto trgovanja z dolgoročnimi dolžniškimi in lastniškimi vrednostnimi papirji, katerih izdajatelji so lahko podjetja, banke in druge poslovne institucije, država, občine in posamezniki.

Splošna vloga trga kapitala pa je v mobilizaciji in kanalizaciji prihrankov v produktivne namene. Trg kapitala zagotavlja tvegani kapital in dolgoročno dolžniško ali kreditno financiranje na temelju izdaje lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev. Poleg tega prispeva k povečanju

konkurence v finančnem sistemu in pomaga usmeriti sredstva v investicije z najvišjim donosom ob danem tveganju. To spodbuja gospodarsko rast, znižuje stroške finančnega posredništva, pomaga krepiti finančno strukturo podjetij in izboljšuje splošno solventnost finančnega sistema.

Dobro razvit trg kapitala krepi in razširja učinkovitost monetarne politike. Z razvojem trga kapitala, v povezavi z razvojem denarnega trga, se domači finančni sistem poveže z mednarodnim sistemom in omogoča kapitalske pretoke preko državnih meja. Finančni sistem mora biti za doseg ciljev učinkovit in solventen. Za razvoj finančnih trgov in v tem smislu tudi trga kapitala je zelo pomembna vloga vlade oziroma države, ki s svojo monetarno in fiskalno politiko oblikuje pogoje, v katerih trg kapitala deluje in se razvija.

Trg kapitala se lahko deli na trg dolgoročnih posojil in trg dolgoročnih vrednostnih papirjev (Prohaska, 1999, str. 11). Pri trgu dolgoročnih posojil, imenujemo ga tudi pogodbeni trg, gre za dolgoročno posojilo in za trajna posojila, ko posojilodajalec postane tudi lastnik podjetja. Pri tem gre za bilateralne odnose in se kreditni odnos ne izraža z vrednostnimi papirji. K trgu kapitala štejemo tudi tista dolgoročna in trajna posojila, kjer gre za odprti trg, torej je vse zapisano na vrednostnem papirju, ki ga lahko vsakdo kupi.

Trg kapitala se deli tudi na primarni in sekundarni trg, ki se naprej lahko razčleni na terciarni trg (trg "prek okenc") in kvartarni trg.

2.2.1 Trg vrednostnih papirjev

Trg vrednostnih papirjev kot del trga kapitala omogoča nastanek finančnih oblik vrednostnih papirjev in njihov prenos. Trg omogoča likvidnost posameznim finančnim oblikam vrednostnih papirjev, ponudnik in povpraševalec pa lahko na tem trgu ob vsakem času in za določeno ceno uskladita interese z nakupom ali prodajo oblike vrednostnega papirja. Trg omogoča tudi racionalno alokacijo prihrankov in zamenjavo likvidnih sredstev v investicijska in obratno.

Trg vrednostnih papirjev je mehanizem, ki pripelje skupaj kupce in prodajalce določenega vrednostnega papirja. Tako lahko na newyorški borzi vrednostnih papirjev (NYSE) kupimo ali prodamo celo vrsto delnic in tudi obveznic. Z drugimi delnicami in večino obveznic lahko trgujemo na trgu preko okenc. Opcije lahko kupujemo ali prodajamo na Chicago Board of Options Exchange. Nekateri od teh trgov imajo centralno lokacijo (npr. NYSE na Wall Street številka 11 v New Yorku), drugi pa je nimajo. Trg preko okenc tako deluje samo kot množica posredniških hiš, ki so med seboj povezane s sodobnimi komunikacijskimi povezavami.

Kakršnakoli je že organizacija posameznih trgov, namenjena je temu, da se zbere čimveč kupcev in prodajalcev in da ti opravijo čimveč kupčij. Značilnosti, ki jih ima dober trg vrednostnih papirjev, pa so sledeče (Reilly, 1986, str. 73):

- **pravočasne in natančne informacije**; kupci in prodajalci morajo poznati ceno in obseg preteklih transakcij ter kakšni sta trenutna ponudba in povpraševanje po določenem papirju.
- **likvidnost**; trg mora biti organiziran tako, da lahko kupec v zelo kratkem času kupi in prodajalec v zelo kratkem času proda papir, s katerim želi trgovati; to pa se mora zgoditi po ceni, ki je blizu tistim iz prejšnjih transakcij, če vmes ni prispela kakšna pomembna informacija; likviden trg zagotavlja, da se cene iz transakcije v transakcijo bistveno ne spreminjajo; tak trg je mogoč samo tam, kjer se srečuje veliko število ponudnikov in veliko število povpraševalcev.
- **nizki stroški transakcij**; učinkovitost trga ne more biti visoka, če stroški transakcij niso nizki; k tem stroškom spadajo stroški dostopa na trg, posredniške provizije, borzna provizija in stroški prenosa papirja po izvedeni kupčiji.
- **naglo prilagajanje cen novim informacijam**; zagotovljeno mora biti, da cene odražajo vse informacije, ki zadevajo nek papir.

2.2.1.1 Razdelitev trga vrednostnih papirjev

Trg vrednostnih papirjev ni enovit, ampak je razdeljen v več slojev.

O **primarnem trgu** govorimo takrat, ko se prodajajo nove izdaje vrednostnih papirjev (Mishkin, 1998, str. 16). Različni ekonomski subjekti izdajajo vrednostne papirje zato, da bi si zagotovili nova, sveža finančna sredstva. Interes kupcev vrednostnih papirjev pa je, da donosno naložijo svoje finančne presežke. Ta trg imenujemo primarni, ker so na njem papirji prvič ponujeni v prodajo. Primeri takih izdaj so izdaja novih državnih obveznic z namenom financirati proračunski primanjkljaj, izdaja obveznic nekega podjetja za financiranje nove proizvodne linije ali izdaja novih delnic bodočega podjetja.

Na **sekundarnem trgu** gre za trgovanje s papirji, ki so bili že prej prodani na primarnem trgu. Ko je bil nek papir enkrat prodan na primarnem trgu, lahko kasneje zamenja nešteto lastnikov s trgovanjem na sekundarnem trgu. To je zelo pomembno, ker je s tem kupcem papirja zagotovljena likvidnost njihovih naložb. V nekem trenutku lahko investitor potrebuje denar ali pa spozna, da naložba ni obetavna, zato se odloči, da bo prodal svoje papirje, ki jih je kupil pri investicijski banki. Brez organiziranega sekundarnega trga tega ne bi mogel storiti in zanimanje za vrednostne papirje bi bilo v takem primeru mnogo manjše. Mnogo manjše pa bi bile tudi možnosti donosnega planiranja finančnih presežkov.

Sekundarni trg je zelo pomemben tudi za ekonomski subjekt, ki je izdal papirje, s katerimi se trguje. Ob vsaki novi izdaji vrednostnih papirjev bo lahko le-te prodal samo po ceni, ki bo takrat na trgu veljala za njegove stare papirje.

Institucije, ki omogočajo delovanje sekundarnega trga so borze, centralne lokacije, kjer se kupci in prodajalci vrednostnih papirjev (ali njihovi agenti oziroma brokerji) srečajo z namenom izpeljati posel. Drugače povedano so to ustanove, ki omogočajo svojim članom trgovanje z določenim blagom. Naslednji mehanizem sekundarnega trga je trg preko okenc («over the counter» - OTC). Na njem se največ trguje z vrednostnimi papirji, ki ne kotirajo na borzah (Fuller, 1987, str. 33).

Terciarni trg imenujemo poslovanje na trgu »preko okenc« s tistimi vrednostnimi papirji, ki kotirajo tudi na borzi. Ko nek vrednostni papir kotira na borzi, so njeni člani običajno dolžni trgovati z njim le v njenem okviru. Običajno je tudi najbolje poslovati preko borze, ki je najbolje organizirana in kjer se cene oblikujejo na osnovi velikega števila ponudb in povpraševanj. Kljub temu pa sme nekdo, ki ni član borze, sam organizirati trgovanje s papirjem, ki kotira tudi na borzi. Transakcije na tem trgu so hitrejše od tistih na borzi, potekajo pa pretežno med institucionalnimi investitorji (zavarovalnice, skladi, banke).

Obseg poslovanja na terciarnem trgu je navadno odvisen od tega, ali je ta trg boljši ali slabši od borze. Če mu investitorji zaupajo bolj kot borzi, potem se tu sklene tudi več poslov. Zelo pomembna pa je tudi primerjava stroškov transakcij med obema mehanizmoma. Terciarni trg je doživel največji razcvet v letih od 1965 do 1972, ko so ga veliki investitorji uporabljali zato, da so se izognili prevelikim provizijam, ki so bile na borzah fiksno določene. Po letu 1975, ko so provizije postale stvar dogovora, je pomembnost terciarnega trga upadla, vendar le-ta še vedno ostaja pomemben člen v trgovanju z vrednostnimi papirji, posebej še v primerih, kadar je delovanje borze prekinjeno ali pa je ta zaprta.

Pojem **kvartarni trg** uporabljamo takrat, ko se z vrednostnimi papirji trguje brez posrednika. Ponavadi gre za velike finančne institucije, ki prodajajo papirje direktno ena drugi. Ta način se uporablja zato, da se izognemo plačilu provizije. Res je sicer, da se s pomočjo posrednika navadno hitreje najde kupca, vendar pa je pri velikih naročilih prihranek pri proviziji tolikšen, da se izplača, če si kupca poiščemo sami. Takšen način trgovanja omogoča nižje stroške in hkrati zagotavlja tajnost sklenjenih poslov.

2.3 MEDNARODNI PRETOK KAPITALA

Sestavni del mednarodnih gospodarskih odnosov vsake države so tudi pretoki kapitala. Kapital se lahko giblje iz države v državo v različnih oblikah, na primer zadolževanje v tujini, vlaganje v tuje vrednostne papirje, tuja denarna pomoč. Najbolj nazorna ponazoritev, v kakšnih oblikah in v kakšnih količinah se vrši ta pojav, je plačilna bilanca. Plačilna bilanca prikazuje vse ekonomske transakcije rezidentov ene države z rezidenti vseh drugih držav v nekem časovnem obdobju, običajno je to eno leto. Pretoki kapitala so zajeti v njenem drugem delu, in sicer na njenem kapitalsko – finančnem računu. Le-ta je podrobneje razdeljen na neposredne naložbe, naložbe v

vrednostne papirje, ostale naložbe (komercialni krediti, posojila finančnemu, vladnemu in realnemu sektorju, vloge) in mednarodne denarne rezerve.

Ključnega pomena je tudi razlikovanje med kratkoročnimi in dolgoročnimi kapitalskimi tokovi. V teoriji kot kratkoročne tokove pojmuje tokove, ki se lahko hitro spremenijo (tudi obrnejo v nasprotno smer) in so občutljivi na pričakovane mednarodne razlike v donosnosti finančnih instrumentov po prilagoditvi za tveganje. Kratkoročni tokovi se včasih označijo kot »špekulativni« ali »vroči denar«. Kot dolgoročni tokovi se pojmujejo tokovi, ki se težje obrnejo in katerih velikost je odvisna predvsem od dolgoročnih ali temeljnih dejavnikov. V praksi pa se kapitalski tokovi delijo na kratkoročne in dolgoročne predvsem glede na rok njihovega dospelja oz. dospelja instrumenta ali naložbe. Kot kratkoročni se tako pojmujejo tokovi, ki se nanašajo na instrumente z rokom dospelja manj kot eno leto, drugi tokovi pa sodijo med dolgoročne.

Pomembna neugodna značilnost kratkoročnih kapitalskih tokov naj bi bila, da so bolj spremenljivi od dolgoročnih. To dejstvo se pogosto navaja tudi kot temeljni razlog za to, da naj država spodbuja predvsem dolgoročne tokove (zlasti tuje neposredne naložbe), saj naj bi kratkoročni tokovi potencialno destabilizirali gospodarstvo. Vendar pa obsežne empirične analize niso jasno pokazale, da bi bili kratkoročni kapitalski tokovi bolj spremenljivi kot tuje neposredne naložbe in drugi dolgoročni kapitalski tokovi. Claessens, Dooley in Warner so na primer ugotovili, da v večini primerov, ki so jih preučevali, kratkoročni tokovi niso bili bolj volatilni od dolgoročnih. Nekateri avtorji (na primer World Bank, 1997) pa so prišli tudi do nasprotnih ugotovitev. Kot je pokazala tudi študija IMF, je resnica najverjetneje nekje vmes. IMF je ugotovil, da so tuje neposredne naložbe res najmanj volatilna kategorija izmed vseh kapitalskih tokov, vendar pa drugi dolgoročni tokovi nihajo enako močno kot kratkoročni. Poleg tega izkušnje zadnjih dveh desetletij kažejo, da povečevanje deleža tujih neposrednih naložb v celotnih kapitalskih tokovih, ne zmanjšuje stopnje nihanja kapitalskih tokov kot celote. Razlog za to je v tem, da med neposrednimi tujimi naložbami in bolj spremenljivimi kratkoročnimi naložbami obstaja močna pozitivna povezava. Tudi zato, ker tuji neposredni investitorji svoje dobičke v precejšnji meri ščitijo tudi s pomočjo kratkoročnih finančnih instrumentov.

2.3.1 Vzroki in značilnosti finančnih pritokov

V svetu je vse bolj prisotna težnja po prostem pretoku kapitala. V zadnjih nekaj letih se je mednarodni pretok kapitala močno povečal. Povprečni letni neto pritek v države v razvoju je v letih od 1990 – 1996 presegel 150 milijard USD. V letu 1996 je v države v razvoju prišlo za 235 milijard USD tujega kapitala, kar predstavlja skoraj 0,8% svetovnega BDP (Fischer, 1997, str. 2).

Prost pretok kapitala naj bi doprinesel k:

- učinkovitejši alokaciji prihrankov in resursov, kar globalno gledano povečuje ekonomsko rast. Država, ki je pretežno uvoznica kapitala, usmeri tuji kapital v investicije in potrošnjo.

Investitorji pa pridobijo večje možnosti za diverzifikacijo naložb in s tem višje donose njihovih naložb.

- večji konkurenčnosti na trgu kapitala, ki bo povzročila nižje stroške posojanja in izposojanja kapitala,
- razvoju novih finančnih instrumentov, kot so opcije, zamenjave, evrozapisi in ostale finančne inovacije, s katerimi bi podjetja lažje upravljala s tveganji.

Na dolgi rok naj bi bili rezultati finančne liberalizacije večja stopnja investicij in večja gospodarska rast. Posledica finančne liberalizacije je tudi boljša disciplina vlade, kar pomeni boljše ekonomsko politiko.

Tokovi kapitala pa s seboj ne prinašajo le koristi. Ko se gospodarstvo odpira, je potrebno paziti na uravnoteženost makroekonomskih politik in stabilen domači finančni sistem. Povečan dotok kapitala nosi s seboj tveganje, da poruši makroekonomsko stabilnost gospodarstva, s tem pa zmanjša konkurenčnost izvoza in poglobi zunanje neravnovesje. Predstavlja nevarnost predvsem za države z neuravnoteženim gospodarstvom¹ in šibkim finančnim sektorjem.

Nekateri avtorji (Nadeem Ul Haque, Donald Mathieson, Sunil Sharma) navajajo tri vzroke za povečan pritek kapitala: povečano povpraševanje po denarju, povečano produktivnost kapitala in zunanje faktorje. Povečano povpraševanje po denarju izvira iz poglobljanja finančnega sistema, kar povečuje možnosti za nalaganje v različne finančne instrumente in nepremičnine. Prenizko povpraševanje, zaradi pomanjkanja denarja, vpliva na nižje cene takšnih naložb. Povečanje produktivnosti kapitala prinaša trajnejše višje donose naložb. Zunanji faktorji pa so povezani z začasnostjo višjih donosov. Spodbuda za dotok kapitala so višje obrestne mere. Ekonomske posledice pritoka kapitala so odvisne od vzroka za pritek in režima deviznega tečaja. V primeru čistega drsečega tečaja sta rezultata: apreciacija domače valute ter padec relativnih cen uvoznega blaga. V primeru uravnane drsečega in fiksne deviznega tečaja prihaja do inflacijskih pritiskov (Haque, Mathieson, Sharma, 1997, str. 3-4). Po mnenju istih avtorjev naj bi povečano povpraševanje po denarju pritegnilo pretežno kratkoročne portfeljske naložbe, medtem ko bo dvig domačih obrestnih mer (dvig produktivnosti kapitala) privabil več tujih neposrednih naložb.

2.4 UČINKOVITOST TRGA KAPITALA

Za narodno gospodarstvo ima finančni trg dva pozitivna učinka, in sicer posredniški učinek in učinek preoblikovanja premoženjskih oblik. Preko prvega se povečuje delež varčevanja v narodnem dohodku, po zaslugi drugega učinka pa se v narodnem dohodku povečuje delež realnega premoženja (Ribnikar, 1992, str. 172). Trg kapitala ima zelo pomembno vlogo, saj posameznikom, podjetjem in državi omogoča, da sodelujejo v raznih oblikah izposojanja in

¹ Uravnoteženo gospodarstvo pomeni nizko inflacijo, majhen proračunski deficit in uravnotežen tekoči račun plačilne bilance.

posojanja finančnih sredstev. Omogoča torej učinkovit prenos prihrankov varčevalcev k tistim investitorjem, ki jih bodo z družbenega vidika najbolj produktivno uporabili.

Da bi bila alokacija prihrankov v narodnem gospodarstvu najboljša in trg kapitala alokacijsko učinkovit, mora biti dobro organiziran, naložbe s katerimi se na njem trguje, morajo biti pravilno ovrednotene, investitorji pa morajo v trg zaupati. Stroški delovanja trga kapitala morajo biti najnižji možni. Omenjene značilnosti trga kapitala ima trg, ki ga v teoriji imenujemo popolni trg kapitala. Za pogoje gotovosti lahko značilnosti popolnega trga kapitala strnemo takole (Mramor, 1991, str. 21):

1. **Trg deluje brez trenja:**

- ni transakcijskih stroškov,
 - ni stroškov bankrota in finančne stiske,
 - ni stroškov agentov,
 - ni davkov,
 - vsi ekonomski subjekti imajo prost dostop do trga kapitala,
 - vsa sredstva so popolnoma deljiva in se prodajajo in kupujejo na trgu kapitala.
2. **Na trgu vlada popolna konkurenca;** za vsakega posameznika, ki na trgu kapitala kupuje ali prodaja vrednostne papirje, so cene dane.
3. **Trg je informacijsko učinkovit;** ni stroškov pridobivanja informacij in vsi udeleženci sočasno dobivajo vse informacije.
4. **Vsi udeleženci na trgu se obnašajo racionalno;** sprejemajo odločitve, s katerimi maksimirajo svojo koristnost.

V razmerah negotovosti se popolnemu trgu kapitala doda še eno predpostavko:

5. **Udeleženci na trgu kapitala imajo homogena pričakovanja;** to pomeni, da imajo vsi enako oceno verjetnostne porazdelitve prihodnjih denarnih donosov.

Trgi kapitala naj bi bili učinkoviti ker (Reilly, 1994, str.196):

- na trgu kapitala deluje veliko število udeležencev, ki skušajo maksimirati svoj donos, ki analizirajo in vrednotijo vrednostne papirje neodvisno drug od drugega,
- nove informacije prihajajo na trg naključno in ker udeleženci trga kapitala določijo prihod nove informacije na trg neodvisno drug od drugega,
- investitorji spremenijo ceno vrednostnega papirja v skladu z novo informacijo izredno hitro.

Informacijsko učinkovit trg kapitala zahteva vsaj nek minimalni obseg trgovanja. Večji kot je obseg trgovanja številnih investitorjev, hitreje bo prišlo do popravka cene in bolj učinkovitega trga. Neka dežela potrebuje učinkovit trg kapitala, ker edino tak trg kapitala lahko pravilno alocira kapital med deficitnimi in suficitnimi gospodarskimi celicami, najhitreje in z najnižjimi stroški. Če trg kapitala ni učinkovit, potem omogoča konstantno doseganje nadpovprečnih

donosnosti določenemu krogu investorjev in s tem zmanjšuje zaupanje v trg ostalih investorjev, kar vodi k še večji neučinkovitosti, kapital je nepravilno alociran in s previsokimi stroški.

Učinkoviti trgi kapitala učinkovito usmerjajo prihranke v najdonosnejše naložbe. Na svetovnih kapitalskih trgih se prihranki od koderkoli razporejajo kamorkoli po svetu. Kapitalski trgi delujejo dobro, če vlagatelji na njih razumejo, kaj jim obetajo različne vrste naložb in na tej podlagi svoje prihranke usmerijo v najdonosnejše izmed njih. Številni vzponi in padci ter nerealistične višine tečajev delnic in obveznic ter obrestnih mer v zadnjih letih dokazujejo, da učinkovitost na globalnih trgih kapitala ni bila dobra. Na to kažejo tudi štiri vrste dogodkov, ki smo jim bili priča v zadnjih letih (Sachs, 2001):

- prvi je **panika**, najbolj tipično izkazana v begu vlagateljev iz Azije leta 1997, ko so se nenadoma odločili zapustiti območje, ne zato, ker bi tamkajšnji trgi propadali, ampak ker so se tudi drugi vlagatelji množično odločali za beg. Tako je finančni preplah v Aziji povzročil propad številnih dobrih naložb.
- drugi dogodek je **prenapihnjen balon**, ki je povzročil krizo na Japonskem leta 1990. Balon se začne napihovati zaradi nekaterih v bistvu dobrih vesti (v japonskem primeru je bil to razcvet v predelovalni dejavnosti v osemdesetih letih), ki pa potem postanejo napihnjene do nerazpoznavnih razsežnosti. Sredstva se evforično stekajo v najbolj priljubljene sektorje in za krajši čas se cene premoženja močno okrepijo. Zgodnji vlagatelji si naberejo premoženje, s tem pa pritegnejo še druge. Pozni vlagatelji izgubijo - premoženje kupijo po visoki ceni, zatem pa le še opazujejo, kako izgublja vrednost.
- tretji dogodek je **moralni hazard**, pri čemer so vlagatelji brezbrizni do temeljne dobičkonosnosti naložb, saj pričakujejo, da jih bo, če se kaj zalomi, rešila vlada ali pa Mednarodni denarni sklad (MDS). Leta 1998 vlagatelji niso nalagali denarja v Rusijo zaradi temeljne moči tamkajšnjega gospodarstva, temveč zato, ker so bili prepričani, da jih bo iz morebitne nesreče rešila država. V zadnjem času so se vlagatelji oklepali tveganih argentinskih vrednostnih papirjev, nominiranih v pesih (kljub zelo visokim obrestnim meram) v prepričanju, da bo MDS Argentini odobril nova posojila.
- četrti dogodek pa se primeri takrat, ko vlagateljem **primanjkuje ogrodja**, da bi lahko ocenili dolgoročno vrednost kakega premoženja. Na obrestne mere dostikrat vplivajo prazne politične napovedi, kakršna je v razpravah pogosto obravnavana fraza o »politiki krepkega dolarja«. Gre za politiko, ki nima prave podpore ameriške vlade ali ameriških zveznih rezerv. Zato lahko obrestne mere za dolgo časa dosežejo nerealistične vrednosti ali pa se čez noč spremenijo, čeprav se temeljne gospodarske razmere le malo spremenijo.

3 TUJE PORTFELJSKE NALOŽBE

Gibalo gospodarskega razvoja je nedvomno naložbena dejavnost gospodarskih subjektov. Nove, dodatne naložbe so povezane s pridobivanjem sredstev. Viri financiranja naložb podjetja so lahko raznovrstni (Torkar, 2001 str. 17-18):

- poslovni partnerji (odložena plačila, posojila),
- bančna posojila,
- zadržani dobički,
- dolžniški kapital ali
- lastniški kapital.

Temelj navedenih virov financiranja naložb je varčevanje. Varčevalci in vlagatelji so navadno različni subjekti, zato so nujni različni finančni instrumenti in finančni posredniki, ki zagotavljajo prenos prihrankov v vlaganja. Varčevalci za svoje prihranke pričakujejo nagrado v obliki donosa za svoje naložbe. Izbira oblike naložbe v nekem trenutku je odvisna od relativnih razmerij med donosom in tveganjem naložb v posamezne finančne instrumente.

3.1 DEFINICIJA TUJIH PORTFELJSKIH NALOŽB

Beseda portfelj izhaja iz francoske besede »porte-feuille – listnica« in pomeni strukturo finančne aktive, ki jo imajo ekonomski subjekti.

Portfeljska naložba je naložba v skupek finančnih sredstev. Lahko je sestavljena iz denarja in/ali vrednostnih papirjev. Pri tujih portfeljskih naložbah gre za naložbe v tuje valute in/ali v tuje vrednostne papirje. V literaturi pa o tujih portfeljskih naložbah govorijo kot o naložbah v vrednostne papirje, verjetno zato, ker naložbe v tuje valute dosegajo zanemarljiv delež pri teh vrstah investicij.

Eno od definicij je predstavil Jančar Gorazd: »Tuje portfeljske naložbe so vse investicije v vrednostne papirje, katerih cilj ni prevzeti nadzora v kakem podjetju, temveč je cilj investicije dobiti dividende oziroma iztržiti dobiček ob prodaji vrednostnih papirjev« (Jančar, 1997, str. 24).

Vlaganja kapitala v tujino delimo na vlaganja s fiksnim donosom in na vlaganja s spremenljivim donosom. Vlaganja s spremenljivim donosom delimo naprej na neposredne naložbe in na portfeljske naložbe (Rojec, 1994, str. 25). Portfeljske naložbe se delijo na domače in tuje. Tuje portfeljske naložbe se delijo na lastniške in dolžniške vrednostne papirje (Jančar, 1997, str. 25).

Glavna razlika med portfeljskimi naložbami in neposrednimi naložbami je v tem, da pri portfeljskih naložbah tuji vlagatelji ne pridobijo večinske udeležbe v kapitalu oziroma večinskega deleža glasovalnih pravic v podjetju.

Glavni cilj portfeljskih naložb je čim večja donosnost naložbe, ki jo dosežejo z razliko med prodajno in nakupno ceno vrednostnih papirjev ter z dividendami. V kolikor gre za tuje

neposredne naložbe moramo zraven dodati še razliko, ki nastane zaradi različnega deviznega tečaja ob nakupu in ob repatriaciji finančnih sredstev, pridobljenih s prodajo vrednostnih papirjev, v državo investitorja.

Glavni motiv za portfeljske naložbe je, če predpostavimo, da ljudje niso naklonjeni tveganju, da z njimi dosežemo enako donosnost kot pri določeni (neportfeljski) naložbi z manjšim tveganjem ali da z njo dosežemo višjo donosnost kot pri določeni naložbi z enakim tveganjem. To dosežemo z diverzifikacijo sredstev ekonomskega subjekta v portfelj, s katerim zmanjšamo nesistematično tveganje pri enaki donosnosti in tako stabiliziramo donosnost naloženega portfelja.

Najpomembnejši motiv tujih portfeljskih naložb so razlike med pričakovanimi domačimi in tujimi donosi na vložena sredstva pri določenem tveganju. Tuji vlagatelj želi doseči z diverzifikacijo svojih sredstev v portfelj enak donos pri nižjem tveganju oziroma višji donos ob enakem tveganju. Vlagatelj doseže večjo diverzifikacijo z investiranjem svojih sredstev v tuje države. Na ta način zniža nesistematično tveganje svojega portfelja. Nesistematično oziroma specifično tveganje je tveganje, ki je vezano na konkretno podjetje. Zajema specifičnosti določenega podjetja od proizvodnega procesa do sposobnosti posloводства. Empirične raziskave na razvitih finančnih trgih so pokazale, da število 12 od 20 različnih delnic v portfelju lahko uspešno zmanjša tveganje investitorja (Dimovski, 1996, str. 63). Pri tem imajo pomembno vlogo, kot gostitelji portfeljskih naložb, države v razvoju, kamor sodi tudi Slovenija.

3.2 RAZLIKE MED TUJIMI PORTFELJSKIMI IN NEPOSREDNIMI NALOŽBAMI

V statističnih prikazih najpogosteje razlikujejo med portfeljskimi in neposrednimi naložbami z odstotki udeležbe v kapitalu, ki jih ekonomski subjekti pridobijo z lastnino nad vrednostnimi papirji določenega podjetja. Po priporočilih IMF se za portfeljsko naložbo v plačilni bilanci šteje naložba tujca, kjer je delež lastniškega kapitala neposrednega investitorja v celotnem lastniškem kapitalu podjetja manjši od deset odstotkov. Neposredna naložba pa je po priporočilih IMF naložba, kjer je delež lastniškega kapitala neposrednega investitorja v celotnem lastniškem kapitalu podjetja enak ali večji od deset odstotkov.

Bistvena razlika med tujimi portfeljskimi in neposrednimi naložbami je pravica nadzora in upravljanja podjetja v tujini. Za višino tujega deleža, ki naj bi pomenil nadzor, so zahteve različne in se gibljejo od 10 odstotkov pa vse do 51 odstotkov kapitala podjetja (Rojec, 1994, str. 26). Odločilen dejavnik za nadzor podjetja, z določenim odstotkom kapitala podjetja, je razpršenost delničarjev. Čim večje je število delničarjev z majhnim deležem kapitala, tem manjši odstotek lastništva podjetja je potreben za nadzor in upravljanje podjetja. Enako možnost nadzora in upravljanja podjetja ima določen investitor v primeru, ko ima 30 odstotkov glasovalnih pravic, pri čemer noben drug investitor nima več kot 10 odstotkov ali v primeru, ko ima 49 odstotkov on in 51 odstotkov glasovalnih pravic poseduje nekdo drug.

Razlika se kaže tudi v motivu naložbe. Medtem ko je motiv portfeljskih naložb večinoma špekulativen in kratkoročen, je motiv neposrednih naložb bolj dolgoročen. Portfeljske naložbe so označene kot nepredvidljive, sunkovite in zelo mobilne naložbe. Neposredne naložbe pa po mnogih avtorjih odražajo namen investitorjev, da se neposredno povežejo s podjetjem v tujini in njegovimi aktivnostmi zaradi proizvodnih namenov. Neposredne naložbe so naložbe v določeno podjetje, pri katerem investitor obdrži nadzor nad podjetjem v katerega vlaga. Tako ima možnost pomembno vplivati na vodenje podjetja in je zato neposredno odgovoren za dobiček ali izgubo podjetja. Investitor ima pri neposredni naložbi dolgoročen interes.

Cilj portfeljskih naložb je torej čim večji donos v obliki dividend in kapitalskega dobička, pri neposrednih naložbah pa je ciljev lahko več, na primer: raziskovalno – razvojni, tržni, stroškovni, rast podjetja, politični, religiozni, emocionalni, itd.

Portfeljske naložbe v primerjavi z neposrednimi naložbami tujemu investitorju (Rojec, 1994, str. 31):

- le redko dajejo možnost, da bi polno izkoristil svoje tehnične prednosti in prednosti svojega proizvoda,
- ne omogočajo nadzora udeležbe v upravljanju, kar tujemu investitorju preprečuje, da bi sredstva, vložena v tujini, popolnoma vključil v svoje aktivnosti.

3.3 SLABOSTI IN PREDNOSTI TUJIH PORTFELJSKIH NALOŽB PRED TUJIMI NEPOSREDNIMI NALOŽBAMI

Slabosti tujih portfeljskih naložb v primerjavi z neposrednimi naložbami (Rossen, 1998, str. 1-2):

- tuje neposredne naložbe ne prinesejo v državo gostiteljico samo denarja, ampak tudi finančne resurse, menedžerske sposobnosti, tehnična znanja in tržne povezave,
- tuje neposredne naložbe ponujajo gostitelju še druge prednosti kot so napredna tehnologija produkcije, izobraževanje menedžerjev in ostale domače delovne sile,
- tuje neposredne naložbe sprožijo povezave z ostalim gospodarstvom v državi, s čimer lahko povzročijo gospodarsko rast, ki je večja od doprinosa gospodarski rasti od same tuje neposredne naložbe. Tako lahko na primer proizvodna linija za izdelavo avtomobilov, ki jo postavi tuj investitor, sproži večjo domačo proizvodnjo gum, akumulatorjev, avtomobilskih delov..., kar predstavlja povezavo nazaj, medtem ko drugi ustanavljajo servisne delavnice, bencinske črpalke, zavarovalne agencije, kar predstavlja povezave naprej.
- tuje portfeljske naložbe so ponavadi kratkoročne naložbe, ki se lahko zelo hitro umaknejo iz države v bolj ugodne pogoje, medtem ko se neposredne naložbe smatrajo za bolj dolgoročne naložbe, ki naj ne bi bile toliko mobilne. Mnenja o tem so različna. Darko Torkar trdi, da je umik investitorjev iz neposrednih tujih naložb lahko enako hiter in učinkovit kot pri tujih portfeljskih naložbah. Vzrok naj bi bile sodobne razmere listinjenja in tržnosti večine finančnih proizvodov, zaradi česar variabilnost tujih portfeljskih naložb ne odstopa od neposrednih tujih naložb (Torkar, 1998, str. 12).

Prednosti tujih portfeljskih naložb pred neposrednimi naložbami so:

- omogočajo boljšo likvidnost sekundarnega trga kapitala,
- cenejše pridobivanje svežega kapitala za podjetja preko izdaj vrednostnih papirjev na primarnem trgu kapitala,
- boljša razvitost finančnega sektorja, zaradi potrebe nadzora in reguliranja tujih portfeljskih naložb. Veliko raziskav je pokazalo pozitivno korelacijo med razvitostjo finančnega sektorja in gospodarsko rastjo (Npr. Bekaert, 1998, str. 77).
- lažje doseganje manjšega demonstracijskega efekta centralne banke pri izvajanju politike odprtega trga – pri posegih na sekundarnem trgu kapitala, zaradi večjega prometa na sekundarnem trgu kapitala.

Tuje portfeljske naložbe in neposredne naložbe so vzajemno povezane. Tuje portfeljske naložbe lahko pomagajo k razvitejšemu in globljemu trgu kapitala, kar povzroča bolj varne naložbe bodočih neposrednih investitorjev. Vplivajo tudi na hitrejši razvoj regulative na področju tujih naložb.

3.4 TUJE PORTFELJSKE NALOŽBE NA SLOVENSKEM TRGU KAPITALA

Velika nihanja tujih portfeljskih naložb v Slovenijo so predvsem posledica spreminjanja regulative na tem področju s strani Banke Slovenije, uspešnosti podjetij, katerih delnice kotirajo na borzi in uspešnosti celotnega slovenskega gospodarstva. Na naš sekundarni trg kapitala pa vplivajo tudi pomembni finančni dogodki v svetu, predvsem finančne krize.

Maja leta 1994 se je družba Smith New Court Investment Services iz Londona zapisala v zgodovino kot prva tuja družba, ki je kupila slovensko delnico na Ljubljanski borzi. Po takratni regulativi je morala pred tem pridobiti dovoljenje Banke Slovenije.

Za prihod tujcev na slovenski trg kapitala je bil prelomen september leta 1997, ko so na Ljubljanski borzi začele kotirati Lekove delnice. Najbolj pomembni tuji portfeljski vlagatelji so praviloma najmočnejši in najuglednejši kapitalski skladi in investicijske banke, ki se zelo dobro spoznajo na zakonitosti in razmere, ki veljajo na našem trgu kapitala. Med njimi so bile tudi investicijske banke kot so Nomura, Merrill Lynch in JP Morgan. K vse večjemu pritoku kapitala iz naslova tujih portfeljskih naložb so pripomogli predvsem dober slovenski rating v tujini in dobro ime, ki ga ima celotno slovensko gospodarstvo ter sorazmerno dobro urejena infrastruktura trgovanja – predvsem Ljubljanske borze² in KDD. Neprivlačna pa je bila zakonodaja na tem področju (Kranjec, 1997, str. 51).

² Londonska borza je Ljubljansko borzo uvrstila na spisek priznanih borz decembra 1996, ker je ugotovila, da predstavlja reguliran, urejen in redno delujoč trg vrednostnih papirjev (Letno poročilo Ljubljanske borze vrednostnih papirjev, 1996, str. 9).

Februarja 1997 je bila Slovenija deležna največjih nakupov iz naslova tujih portfeljskih naložb do takrat. To je predvsem posledica izdaje GDR-jev (globalna potrdila o lastništvu), ki jih je na podlagi delnic izdala SKB Banka d.d.. The Bank of New York je tako februarja 1997 postala največji delničar SKB Banke d.d.. Ti GDR-ji so kotirali na londonski, muenchenski in na frankfurtski borzi. SKB banki je s konvertiranjem svojih delnic v GDR sledilo v juniju istega leta še podjetje BTC d.d., ko je bil dosežen največji neto nakup tujih portfeljskih naložb. Neto nakupi so sicer presegli 0,20 odstotno vrednost BDP-ja le enkrat, od avgusta do konca leta 1998 pa so bile vrednosti negativne zaradi ruske in drugih finančnih kriz.

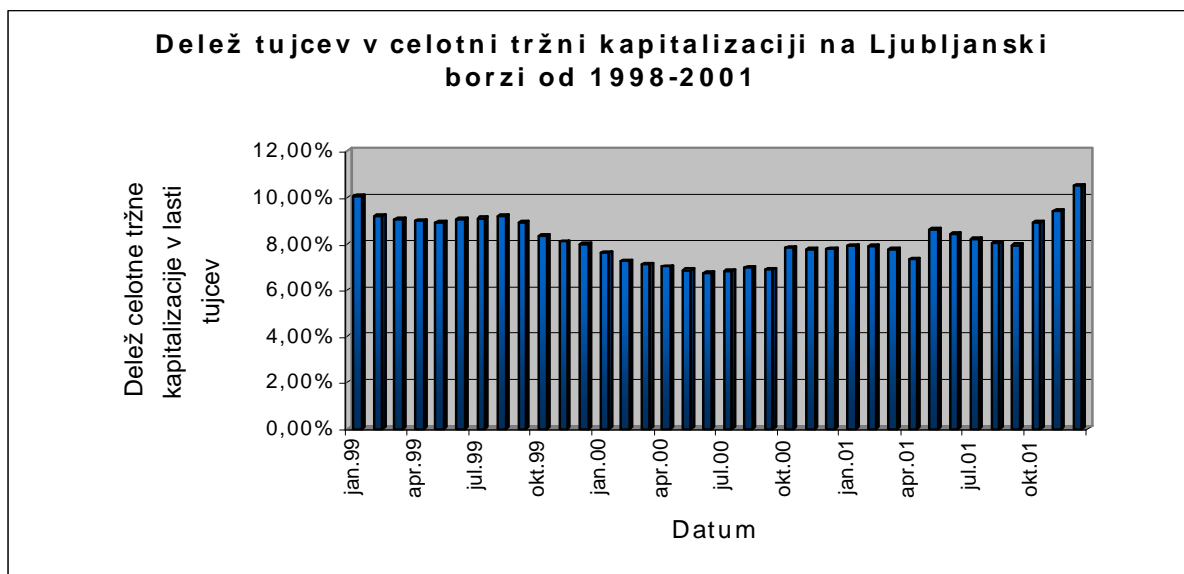
Dosedanje investiranje tujcev na slovenski trg kapitala lahko razdelimo na pet obdobj. Prvo se je začelo septembra 1996, ko so se začeli prvi omembe vredni nakupi, zaradi pričetka kotacije Lekovih delnic. Končali pa so se februarja 1997 z restriktivnimi ukrepi Banke Slovenije, ki je uvedla skrbniške račune. Tok tujih portfeljskih naložb je bil v tem obdobju največji februarja 1997 in sicer pritok 86,1 milijonov USD, odtok tujega kapitala pa je znašal ta mesec 54,8 milijona USD. Ta pritok odraža predvsem nakup tujih oseb GDR, ki so bili izdani na podlagi delnic SKB banke. Marca 1997 je tok tujih portfeljskih naložb drastično padel zaradi novih ukrepov Banke Slovenije. Osmega februarja 1997 je začel veljati Sklep Sveta Banke Slovenije o uvedbi skrbniških računov za tuje portfeljske naložbe in navodilo o vodenju teh bančnih računov v bančnih bilancah. S tem sklepom so se stroški tujcev pri nakupu slovenskih vrednostnih papirjev povečali in tako znižali pričakovano donosnost teh investicij. Od sedaj so morali tujci, v kolikor so hoteli investirati na slovenski trg vrednostnih papirjev, odpreti skrbniški račun pri eni od pooblaščenih bank v Sloveniji. Za celoten znesek investicije je morala banka povečati svoje devizne rezerve kot depozit pri banki v tujini ali v blagajniških zapisih v tuji valuti. To je za banko predstavljalo dodatni strošek, ki so ga morali plačati tujci. Pri Ljubljanski banki naj bi znašali ti stroški takrat okoli 12 odstotkov.

Sledilo je precej kratko drugo obdobje od junija 1997, ko so se tujci vmili na naš trg kapitala v še večjem obsegu kot prej. Neto tuje portfeljske naložbe so znašale v mesecu juliju 37,4 milijona USD. Banka Slovenije je takrat omilila ukrepe za tuje portfeljske naložbe. Od takrat se naložbe za dobo sedmih let niso upoštevale v obveznost po sklepu o usklajevanju neto povečanja obveznosti bank s terjatvami bank, če se je tuja oseba odpovedala razpolagalni pravici (prodaji domači osebi) nad delnico v korist banke, kar se knjiži pri KDD. To se je pozitivno odrazilo pri pritokih tujih portfeljskih naložb. Neto tuje portfeljske naložbe so meseca junija znašale največ doslej – kar 0,21 odstotkov BDP. K temu je pripomogla tudi izdaja GDR-jev družbe BTC d.d..

Zadnji val nakupov se je dogajal januarja, februarja in marca 1998, kar gre pripisati umiritvi azijske finančne krize in dobremu poslovanju slovenskih farmacevtskih podjetij. Priznana agencija Dun&Bradstreet je v svojem poročilu 10. marca 1998 objavila, da je Slovenija ohranila najboljšo oceno deželnega tveganja v srednji in vzhodni Evropi (DB3a), ki je ostala tako nespremenjena kar 21 mesecev.

Za naslednje obdobje je značilen največji umik tujcev s slovenskega delniškega trga doslej. V avgustu 1998 je bilo zaznati vpliv ruske krize na tok tujih portfeljskih naložb, vplivali pa so tudi ostali pretresi na svetovnih finančnih trgih. V tem obdobju so bile neto tuje portfeljske naložbe zelo majhne, od avgusta do konca leta 1998 pa so bile celo negativne.

Slika 1: Delež tujcev v celotni tržni kapitalizaciji na Ljubljanski borzi od 1998 do 2001



Vir: Mesečno statistično poročilo, 1998 – 2002.

S prvim julijem 2001 je začel veljati sklep Banke Slovenije o odpravi omejitev za naložbe nerezidentov v slovenske vrednostne papirje. V zadnjih mesecih je opazen povečan promet nerezidentov v celotnem borznem prometu. Tako je njihov promet v oktobru z vrednostjo 3,5 milijarde tolarjev daleč največji v posameznih mesecih leta 2001. Delež prometa tujcev je tako oktobra že dosegel 11,4 odstotka celotnega borznega prometa, kar je v zgodovini borze največ. Neto nakupi tujcev na organiziranem in neorganiziranem trgu so v prvih petih mesecih leta 2001 presegli 20 milijard tolarjev, kar je že več kot leta 1997, ko so neto nakupi nerezidentov znašali rekordnih 18,4 milijarde.

Borzni člani in borza v zadnjem času opažajo povečano zanimanje nerezidentov za naložbe v Sloveniji. Ali jih bodo v prihodnosti tudi uresničili in kako (neposredne ali portfeljske naložbe), pa je odvisno predvsem od naslednjih dejavnikov (Torkar, 2001, str. 17-18):

- uspešnosti poslovanja slovenskih podjetij, ki lahko s širitvijo dejavnosti in povečevanjem dobičkov prispevajo odločilne spodbude,
- preglednosti poslovanja podjetij,
- likvidnosti njihovih delnic,
- napredka pridružitvenih pogajanj za članstvo Slovenije v Evropski Uniji in Natu. Ob morebitnem hitrem približevanju obema integracijama se bo skoraj gotovo povečevala ocena deželne tveganja za Slovenijo, to pa bo marsikaterega vlagatelja zelo verjetno spodbudilo k naložbi.
- privatizacije državnega premoženja, predvsem obeh bank, Telekomu, zavarovalništva in energetike,
- splošne naložbene klime in interesa za naložbe v države srednje Evrope,

- gibanja cen na mednarodnih trgih kapitala.

Odprava omejitev bo pozitivno učinkovala predvsem srednje oziroma dolgoročno, saj se bodo tuji institucionalni investitorji šele po nekaj letih končno spet začeli zanimati za slovenski trg kapitala. Vendar pa tuji analitiki opozarjajo, da bo država morala še veliko postoriti, da izboljša vtis zaprte države. Glavni oviri za oživitev Ljubljanske borze bosta predvsem majhnost našega trga in ostra konkurenca privlačnih trgov v naši sosesčini. Odprava omejitev je samo prvi v množici korakov, ki jih mora narediti država, da zares pritegne zanimanje nerezidentov za naložbe v Slovenijo.

3.4.1 Organiziran in neorganiziran trg vrednostnih papirjev in tuje portfeljske naložbe

Slovenske vrednostne papirje lahko tujci kupujejo in prodajajo na organiziranem ali na neorganiziranem trgu vrednostnih papirjev. Če se odločijo za sklenitev posla preko organiziranega trga, se posel sklene preko Borzno informacijskega sistema – BIS Ljubljanske borze. V Klirinško depotni družbi se naredi preknjižba na novega lastnika, pri čemer je razvidna tudi nakupna cena, ki je enaka tržni, saj poteka denarna poravnava preko Klirinško depotne družbe. Za neorganiziran trg pa je značilno, da se stranki med seboj dogovorita o ceni in količini vrednostnih papirjev za katere bosta sklepali posel. Preknjižba se evidentira v Klirinško depotni družbi, medtem ko se o ceni in izvršitvi plačila dogovorita stranki sami in to potrdira s podpisom pogodbe. Na neorganiziranem trgu so stroški nakupa in prodaje vrednostnih papirjev ponavadi nižji.

Tabela 1: Neto nakupi vrednostnih papirjev s strani tujcev na organiziranem in neorganiziranem trgu v letih od 1996 do 2001 (v mio SIT in mio DEM)

Obdobje	Organiziran trg	Neorganiziran trg	Skupaj v mio SIT	Skupaj v mio DEM
1996	7.439,50	3.381,40	10.820,90	119,80
1997	8.440,90	9.966,00	18.406,80	201,80
1998	2.761,20	-2.104,00	657,30	7,20
1999	-2.270,20	674,50	-1.595,70	-16,30
2000	208,10	8.540,40	8.748,50	82,20
2001	4.499,69	63.500,44	68.000,03	600,71

Vir: Finančni trgi, 2001, str. 17; Mesečno statistično poročilo, 2001, str. 4.

Iz tabele 1 je razvidno, da tujci aktivno delujejo tudi na neorganiziranem trgu. V letu 1997 je bilo celo več neto nakupov slovenskih vrednostnih papirjev narejeno na neorganiziranem trgu. Na tem trgu, ravno tako kot na organiziranem, trgujejo tuji večinoma z delnicama podjetij Lek in Krka.

3.5 OMEJITVE IN SKRBNišKI RAČUNI ZA TUJCE

Svet Banke Slovenije je 7. februarja 1997 izdal Sklep o načinu opravljanja plačilnega prometa s tujino (Uradni list RS, št. 6/1997), s katerim je predpisal, da morajo biti od 10. marca dalje vsi nakupi in prodaje vrednostih papirjev s strani tujcev knjiženi preko skrbniškega računa.

Kot vzrok za tak predpis se navaja lažji nadzor nad pritokom tujega kapitala v Slovenijo oziroma tujimi portfeljskimi naložbami. Po ocenah Banke Slovenije je na račun tujih portfeljskih naložb v vrednostne papirje na dan prihajalo med milijonom in milijonom in pol nemških mark (Barbutovski, 1997, str. 20).

Tabela 2a: Tuje naložbe v vrednostne papirje v obdobju 1994 do 1996 (v mio USD)

	1994	1995	1996
Lastniški vrednostni papirji	43,2	56,2	97,7
Banke	17,8	27,4	30,1
Ostali sektorji	25,4	28,8	67,6
Dolžniški vrednostni papirji	42,9	55,5	1023,1
Vladni sektor	0,0	0,0	973,7
Banke	0,0	17,0	25,3
Ostali sektorji	42,9	38,5	24,1
SKUPAJ	86,0	111,7	1120,8

Vir: Bilten Banke Slovenije, 7 (1998), 2, str. 86.

Tabela 2b: Neto tuje portfeljske naložbe v Sloveniji v obdobju 1994 do 2001 (v mio USD)

1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
45,9	62,7	133,8	156,7	138,5	145,8	147,6	271,0

Vir: Neposredne naložbe 1994-1999, str. 31; Neposredne naložbe 1996-2000, str. 43; Mesečno statistično poročilo, 2002, str. 4.

Iz tabel 2a in 2b je razvidno, da je Slovenija bila in je še vedno zanimiva za naložbe tujcev – tuje portfeljske naložbe so se od leta 1994 do leta 1997 povečevale. Leta 1998 je bilo zaznati padec tujih portfeljskih naložb, od leta 1998 naprej pa so spet začele naraščati. Tako so konec leta 2001 znašale tuje portfeljske naložbe 271 milijonov USD.

K velikemu zanimanju tujcev za naše vrednostne papirje so prav gotovo pripomogli podcenjene privatizacijske delnice, majhno domače povpraševanje, ustrezna pravna podlaga in nizko deželno tveganje. V Sloveniji se jim je podobno kot v drugih vzhodno evropskih državah, ki so bile udeležene v procesu privatizacije, ponudila priložnost za poceni nakup vrednostnih papirjev. Za države v prehodu je bilo značilno, da je bilo razmerje med lastniki delnic in vsemi odraslimi prebivalci bistveno večje kot v razvitih državah; v ZDA je od 20 – 30 odstotkov odraslih oseb lastnikov delnic. V Sloveniji so ljudje večinoma »proti svoji volji« postali lastniki privatizacijskih delnic, zato je bilo pričakovati, da jih bodo ob prvi priložnosti zamenjali za gotovino. Razkorak med ponudbo in povpraševanjem je še znižal cene vrednostnih papirjev. Na

ta način so tujci poceni prišli do delnic slovenskih podjetij. Po uradnih podatkih je bilo pri nas za 179 milijonov nemških mark tujih naložb (Kranjec, 1997, str. 8). Ta številka bi bila prav gotovo še višja, če ne bi vmes posegla Banka Slovenije s skrbniškimi računi.

Povečano zanimanje tujcev za nakup slovenskih vrednostnih papirjev je spodbudno vplivalo na trg kapitala – predvsem na trgovanje, vendar so bili učinki na monetarnem in plačilnobilančnem področju drugačni. Naložbe tujih vlagateljev so v razmeroma majhnem gospodarskem prostoru močno vplivale na gibanje tečaja tolarja v primerjavi z drugimi valutami. Prilivi iz tujine povečajo količino tujega denarja v obtoku in povzročijo apreciacijo tolarja. Nižji devizni tečaj pa ni pogodu izvoznikom, saj znižuje njihovo konkurenčnost v tujini. K še večjemu gibanju tečaja so pripomogle kratkoročne naložbe v vrednostne papirje. Tuje naložbe v vrednostne papirje so povzročile presežek na kapitalskofinančnem računu in s tem presežek v plačilni bilanci Slovenije. Z uvedbo skrbniških računov za tujce se je stabiliziral vpliv pritokov in odtokov tujega kapitala na devizni tečaj.

Potrebno se je bilo zavarovati pred špekulativnimi vlaganji tujcev. Za tuje investicijske banke in investicijske sklade je značilno, da jih ne zanima niti lastništvo podjetij, katerih delnice so kupili niti nadzor v teh podjetjih, temveč le donos vrednostnega papirja (Ribnikar, 1996, str. 2). Ob pojavu težav oziroma možnostih boljših naložb drugje repatriirajo svoje dobičke in kapital ter ga investirajo v drugih državah (Jašovič, 1997, str. 38).

S skrbniškimi računi smo dobili dodatno oviro za pritek kapitala v Slovenijo ali drugače rečeno za zadolževanje v tujini. S pomočjo skrbniških računov naj bi lažje kontrolirali gibanje monetarnih agregatov, deviznih rezerv in inflacije.

3.5.1 Vpliv portfeljskih omejitev na razvoj slovenskega trga kapitala

Slovenski organizirani trg kapitala je sodil z vidika dostopnosti za tuje portfeljske investitorje med najbolj zaprte trge kapitala v svetu. Na to morda najbolj kaže publikacija Emerging Stock Markets Factbook izdana pri International Finance Corporation, ki deluje v sklopu Svetovne banke. Od 53 porajajočih se trgov kapitala, ki jih obravnava, je ta institucija v publikaciji, ki se nanaša na leto 1999, besedilo »zaprto za portfeljske investitorje« zapisala le pri slovenskem trgu kapitala. Temu ni bilo tako, saj so tujci kljub razmeroma visokim stroškom, ki jih narekujejo skrbniški računi, vseeno lahko investirali v vrednostne papirje na Ljubljanski borzi. Tudi zaradi tega določila se slovenski trg kapitala uvršča v skupino t.i. obrobnih trgov, v katero sodijo tudi Bocvana, Gana in Slonokoščena obala. V skupino »normalnejših« trgov kapitala International Finance Corporation na primer uvršča slovaški trg kapitala, za katerega si Kleindienst upa trditi, da je bistveno manj razvit od slovenskega (Kleindienst, 2000, str. 2-5).

Korenine zaprtosti slovenskega trga kapitala segajo torej v februar leta 1997, ko je Banka Slovenije uvedla skrbniške račune za tuje portfeljske investitorje, kar je bistveno povečalo stroške

za tuje investitorje. Poleg skrbniških računov je Banka Slovenije uvedla tudi določilo glede časovne omejitve prenosljivosti delnic za tuje investitorje. Ta rok je sprva znašal 7 let, Banka Slovenije pa ga je do danes po več omilitvah popolnoma odpravila. Banka Slovenije je skrbniške račune uvedla predvsem s ciljem stabilizacije slovenskega tolarja oziroma stabilizacije slovenskega gospodarstva. Veliki prilivi tujega kapitala bi namreč lahko potencialno povzročili večjo apreciacijo slovenskega tolarja, kar bi negativno vplivalo na konkurenčnost slovenskih izvoznikov in posledično tudi nadaljnje poslabšanje trgovinske bilance. Po drugi strani bi večji odlivi lahko povzročili večjo depreciacijo tolarja in težave v vodenju monetarne politike (Kleindienst, 2000, str. 2).

Po uvedbi portfeljskih restrikcij je na slovenskem trgu kapitala zavladovalo nekakšno mrtvilo, kar se kaže tudi v stopnji nihanja tečajev delnic na Ljubljanski borzi. Nekateri so mnenja, da je nizka stopnja nihanja tečajev za investitorje zaželena, saj zmanjšuje njihovo tveganje pri investiranju v delnice. Ta trditev drži le v primeru, ko gre za pretirane stopnje nihanja, medtem ko ne drži, da je v interesu investitorja in izdajatelja vrednostnih papirjev, da je stopnja nihanja čim nižja. Pretirano nizka stopnja nihanja tečajev običajno kaže na to, da je trg v nekem smislu mrtev, lahko pa tudi to, da se trg na nove informacije ne odziva v zadostni meri in je s tega vidika neučinkovit. Takšen trg pa za investitorja predstavlja precej večje tveganje, kot ga kaže stopnja nihanja tečajev. Stopnja nihanja indeksa SBI na tedenski ravni je v letu 1999 dosegla rekordno nizkih 1,73 odstotka³. Kako nenormalno nizka je bila stopnja nihanja tečajev delnic na Ljubljanski borzi v letu 1999, kaže tudi ugotovitev, da je bila najnižja od stopenj nihanja vseh razvitih in nerazvitih trgov, ki jih je preučil Kleindienst⁴. Bila je na primer kar trikrat nižja od stopnje nihanja tečajev na madžarskem trgu kapitala in za polovico nižja od stopnje nihanja tečajev na nemškem trgu. Tuja stroka opozarja, da stopnja nihanja tečajev delnic na trgih kapitala, ki so za tuje investitorje zaprti, ni dober odraz njihovega tveganja. Tveganje teh trgov je precej višje kot kažejo tradicionalni kazalniki tveganja⁵ (Kleindienst, 2000, str. 13).

Tujci na slovenski trg kapitala niso nikoli resno vstopili, saj so bili zneski tujih portfeljskih naložb v mesecih pred uvedbo skrbniških računov relativno majhni. Delež tujcev je v tem obdobju znašal nizkih 13 odstotkov, delež portfeljskih naložb v tržni kapitalizaciji izdajateljev pa ni nikoli presegel 10 odstotkov in je bil koncentriran predvsem v dveh največjih farmacevtskih podjetjih. Tujci so v mesecih pred uvedbo portfeljskih omejitev in po začetnem povečevanju pomembnosti slovenskega trga kapitala na osnovi kotacij privatizacijskih delnic šele začeli vstopati na slovenski trg kapitala, nakar so ukrepi Banke Slovenije njihov prihod v precejšnji meri zaježili.

³ Merjeno s standardnim odklonom donosnosti.

⁴ Teh je bilo več kot 30.

⁵ Standardni odklon in beta.

Do zmanjšanja neto portfeljskih naložb ni prišlo neposredno po uvedbi restriktivnega režima skrbniških računov, temveč je odliv tujega kapitala povzročila predvsem ruska finančna kriza, ko smo bili priča begu tujega kapitala z vseh srednjeevropskih trgov. Če skrbniški računi niso bili razlog za beg tujcev s slovenskega trga kapitala, so bili pomemben razlog, da se tuji investitorji na naš trg niso vrnil, kar se je pokazalo tudi v primeru vrnitve tujih investitorjev na srednjeevropske trge kapitala. Tovrstne omejitve so zlasti za tuje institucionalne investitorje povsem nesprejemljive, ne glede na to, kolikšen je strošek skrbniških računov na letni ravni, saj velja zanje določilo, da smejo investirati le na trge, kjer takšnih omejitev ni. Odsotnost restrikcij tujih portfeljskih naložb je tudi pogoj za vključitev delnic z določenega trga kapitala v večino vodilnih mednarodnih borznih indeksov. Slovenska podjetja v takšne indekse težko vstopijo že zaradi svoje majhnosti, portfeljske restrikcije pa k temu še dodatno pripomorejo. V svetu se v čedalje večji meri pojavljajo indeksirani investicijski skladi, Slovenija pa na njihove zemljevide enostavno ne pride. Tržna kapitalizacija delnic na Ljubljanski borzi predstavlja slabo desettisočinko tržne kapitalizacije delnic na svetovnih trgih kapitala, tujci pa z lahkoto vstopijo tudi na vsaj enako zanimive trge, kjer takšnih omejitev ni (Kleindienst, 2000, str. 14).

Tabela 3: Promet z delnicami na Ljubljanski borzi glede na vrsto udeležencev, neto nakupi delnic nerezidentov in spremembe slovenskega borznega indeksa (SBI) v letih od 1997 do 2001 (v mio SIT in v %)

DELNICE	1996	1997	1998	1999	2000	jan - okt 2001
Skupni promet z delnicami	67.081	87.555	143.793	223.887	209.988	224.273
Promet rezidentov z delnicami	57.363	63.464	129.459	220.724	205.693	216.712
Delež rezidentov	85.50%	72.50%	90.00%	98.60%	98.00%	96.60%
Promet nerezidentov z delnicami	9.719	24.09	14.334	3.163	4.296	7.561
Delež nerezidentov	14.50%	27.50%	10.00%	1.40%	2.00%	3.40%
Neto nakupi nerezidentov	7.439	8.441	2.761	-2.270	208	3.502
Spremembe SBI	-18.30%	18.70%	21.40%	5.90%	0.10%	12.40%

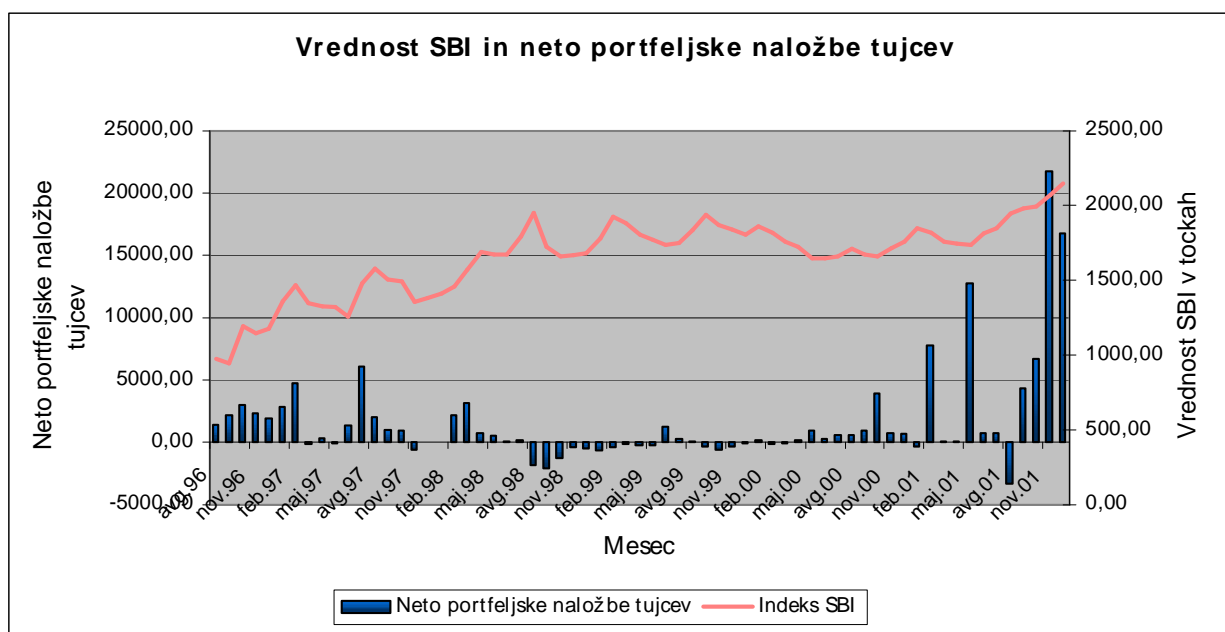
Vir: Finančni trgi, 1999, str. 14 in 2001, str. 17.

Delež tujcev v prometu z delnicami se je s 14,5% v letu 1996 povečal na 27,5% v letu 1997. Delež se je v mesecih, ko je bila prisotnost tujcev na trgu opaznejša, gibal med 26% in 48%. V letu 1998 je bil delež tujcev 10%, največji v februarju (37,9%) in najmanjši v decembru (0,2%). V letu 1999 so le 1,4% prometa z delnicami opravili tujci, največ v oktobru (3,1%) in najmanj v juniju (0,3%).

3.5.2 Vpliv tujih portfeljskih naložb na donosnost in vrednotenje delnic na Ljubljanski borzi

Vpliv tujih investitorjev na cene slovenskih vrednostnih papirjev se kaže predvsem v času med koncem leta 1996 in v letu 1997. To je hkrati obdobje, ko so tujci aktivneje sodelovali na slovenskem trgu kapitala. Njihov vpliv je bil takrat relativno velik in bi lahko bil še mnogo večji, če Banka Slovenije ne bi sprejela restriktivnih ukrepov za tuje portfeljske naložbe.

Slika 2: Vrednost indeksa SBI v točkah ter neto portfeljske naložbe tujcev na organiziranem trgu na mesečni ravni od avgusta 1996 do decembra 2001



Vir: Mesečno statistično poročilo, 1998 - 2002

Slika 2 kaže gibanje indeksa SBI v času od januarja 1996 do decembra 2001. Indeks SBI je v času od sredine 1996 do konca marca 2000 porasel za 74,2 odstotka, stopnja rasti na letni ravni pa je znašala 15,9 odstotkov. Vendar pa je do večine porasta tega indeksa prišlo do 9.2.1997 (66,3 odstotni porast), torej do časa uvedbe restriktivnega režima skrbniških računov. Po tem času je indeks porasel le za 4,7 odstotkov (Kleindienst, 2000, str. 5).

Neupravičeno bi bilo za tako nizko donosnost delnic v zadnjih treh letih kriviti izključno omejitve glede portfeljskih naložb tujcev. K nizki donosnosti slovenskih delnic v tem času sta v precejšnji meri pripomogli tudi azijska in ruska finančna kriza na kateri se je ne glede na svojo zaprtost vendarle odzval tudi slovenski trg kapitala. Čeprav je v času ruske in azijske krize indeks SBI upadel v manjši meri kot borzni indeksi ostalih dežel iz srednje Evrope⁶, pa je bil padec še vedno občuten, saj je v vsakem izmed primerov znašal okoli 19 odstotkov (Kleindienst, 2000, str. 6).

Visoka pozitivna korekcija tečajev delnic na Ljubljanski borzi, ki smo ji bili priča v mesecih pred uvedbo skrbniških računov, je bila v precejšnji meri, ne pa povsem, posledica pritoka tujega kapitala. Upoštevati moramo namreč, da so v času od konca februarja do konca julija 1996 splošni tečaji delnic na Ljubljanski borzi upadli za visokih 40 odstotkov⁷ in da je visok porast

⁶ Madžarski delniški indeks BUX je na primer upadel za 25 oz. 50 odstotkov.

⁷ Afera Dadas.

tečajev delnic v naslednjih mesecih pomenil predvsem korekcijo tečajev na predhodno raven (Kleindienst, 2000, str. 8).

Realni upad vrednosti tečajev delnic z dinamičnega vidika ni upravičljiv. V tem času so se namreč izboljšale praktično vse temeljne spremenljivke, ki pozitivno vplivajo na vrednost delnic na Ljubljanski borzi z vidika metod dinamičnega vrednotenja, in sicer tako na makroekonomski ravni kot na ravni izdajateljev delnic (Kleindienst, 2000, str. 8):

- splošna raven obrestnih mer v Sloveniji je bistveno upadla,
- stopnja gospodarske rasti je bila ugodna,
- gospodarstvo se je stabiliziralo, vzporedno s tem pa se je zmanjšalo tudi deželno tveganje Slovenije,
- poslovni rezultati izdajateljev delnic, ki so uvrščene na Ljubljansko borzo, so se izboljšali,
- splošni tečaji delnic na razvitih trgih kapitala so se v tem času pomembno povečali, povečali pa so se tudi splošni tečaji delnic na srednjeevropskih trgih kapitala.

V primeru, da tečaji delnic na Ljubljanski borzi v času uvedbe režima skrbniških računov niso bili občutno precenjeni, bi morale v tem času priti do večjega ali vsaj zmernejšega porasta tečajev delnic, ne pa do njihove stagnacije oziroma celo do upada njihovih realnih vrednosti. Čeprav so na gibanja tečajev delnic na Ljubljanski borzi v tem času zaviralno vplivali tudi nekateri drugi dejavniki⁸, pa so bile portfeljske omejitve po mnenju Kleindiensta ključni dejavnik, ki je zavrl rast tečajev delnic na Ljubljanski borzi. Izključno domače povpraševanje po delnicah v tem času njihovih tečajev ni bilo sposobno dvigniti na višjo raven (Kleindienst, 2000, str. 8).

Na pomemben vpliv tujih portfeljskih naložb na donosnost delnic na Ljubljanski borzi kaže tudi slika 2, ki kaže indeks SBI in neto portfeljske naložbe tujcev na organiziranem trgu na mesečni ravni. Iz slike 2 je razvidno, da je bila povezava med neto portfeljskimi naložbami tujcev in donosnostjo oziroma vrednostjo indeksa SBI ves čas izrazito pozitivna. Do porasta tečajev delnic na Ljubljanski borzi je od meseca septembra 1996 prihajalo predvsem v mesecih večjih neto pritokov tujih portfeljskih naložb. Stopnja korelacije med donosnostjo indeksa SBI in višino neto portfeljskih naložb tujcev je v tem času znašala visokih 0,63, višina neto portfeljskih naložb tujcev pa je pojasnila visokih 40 odstotkov v donosnosti SBI. Za vsakih 100 milijonov neto tujih portfeljskih naložb se je indeks SBI v tem času v povprečju povečal za 0,44 odstotka (Kleindienst, 2000, str. 9).

Na to močno pozitivno povezavo so deloma vplivali tudi domači tržni udeleženci, ki se na večje prodaje (nakupe) vrednostnih papirjev s strani tujcev običajno tudi sami odzovejo z večjimi prodajami (nakupi). Uvedba skrbniških računov ni neposredno in nemudoma vplivala na splošni padec oziroma stagnacijo tečajev delnic na Ljubljanski borzi. Z delnicama podjetij Lek in Krka, v katerih so imeli tudi tuji portfeljski investitorji največji delež, se je še 11. avgusta 1998 trgovalo

⁸ Zlasti uvedba obdavčitve kapitalskih dobičkov in presežna ponudba delnic iz procesa lastninjenja.

po približno 54 oziroma 35 tisoč tolarji. Na upade tečajev delnic na Ljubljanski borzi je v največji meri vplivala ruska finančna kriza, restriktiven režim skrbniških računov Banke Slovenije pa je bil le eden najpomembnejših dejavnikov, da se tečaji delnic niso dvignili na predhodno raven oziroma, da so v tem času stagnirali. V času, ko smo bili na ostalih srednjeevropskih trgih kapitala priča vmitvi tujih portfeljskih investitorjev, so bile neto tuje portfeljske naložbe na slovenskem trgu kapitala negativne (Kleindienst, 2000, str. 9-10).

3.5.3 Vpliv tujih portfeljskih naložb na likvidnost trga

Tabela 4: Promet in tržna kapitalizacija vrednostnih papirjev na Ljubljanski borzi ter obrat kapitalizacije v letih 1996 do 2001 (v mio SIT)

Leto	Promet	Kapitalizacija konec leta	Obrat kapitalizacije
1996	86.863	177.182	0,490
1997	108.296	399.344	0,271
1998	173.361	710.252	0,244
1999	265.670	919.692	0,289
2000	269.615	1.138.431	0,237
2001	348.644	1.379.969	0,253

Vir: Mesečno statistično poročilo, 2001, str. 4.

Slika 3: Promet in tržna kapitalizacija vrednostnih papirjev ter obrat kapitalizacije v letih od 1996 do 2001 (v mio SIT)



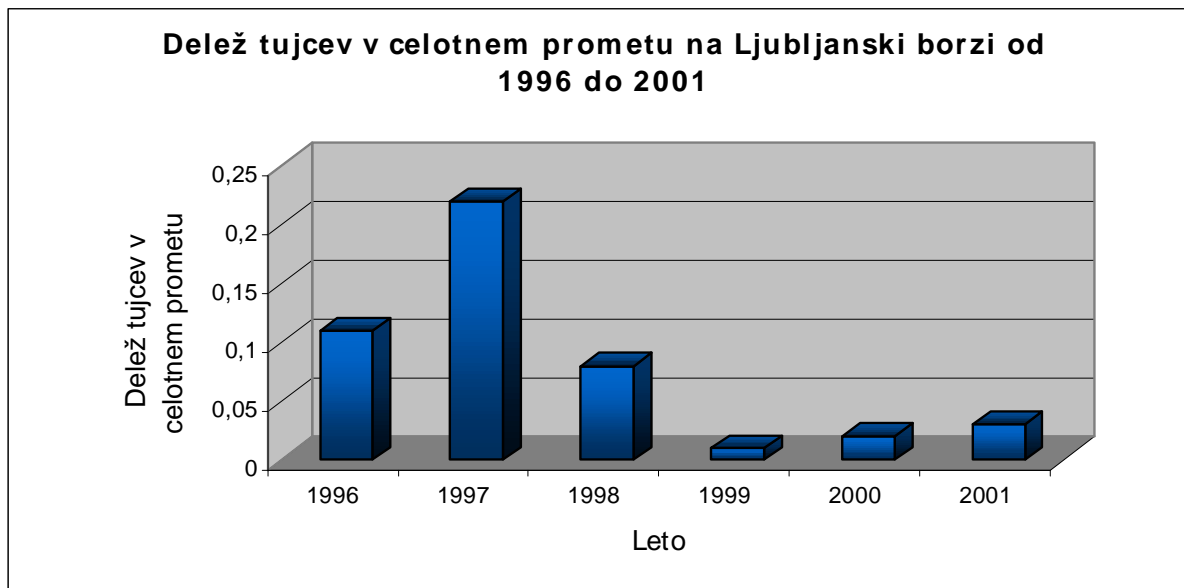
Vir: Mesečno statistično poročilo, 2001, str. 4.

Aktivnosti tujih investitorjev so imele pomemben vpliv tudi na likvidnost slovenskega trga kapitala. Slika 3 kaže relativno likvidnost slovenskega trga delnic, merjeno z razmerjem med prometom in povprečno tržno kapitalizacijo delnic na trgu v posameznem obdobju, to je, z vrednostnim obratom trga delnic⁹. Relativna likvidnost trga delnic od leta 1996 upada iz leta v leto. Visok upad v letu 1997 je posledica bistvenega povečanja tržne kapitalizacije trga v tem letu. Nadaljnja zmanjševanja relativne likvidnosti trga pa kažejo, da rast prometa na tem trgu tudi v nadaljevanju ni sledila povečanju njegove velikosti oziroma tržne kapitalizacije delnic. Rast trga je bila večja od razvoja finančnih institucij, ki na tem trgu delujejo. Relativna likvidnost slovenskih delnic je bila tako v letu 1999 kar za 20 odstotkov nižja kot v letu 1997. Medtem ko je za tipične razvite in porajajoče trge kapitala v normalnih obdobjih značilna vrednost kazalnika v višini med 0,5 in 0,8 je vrednost tega kazalnika na Ljubljanski borzi v letu 1999 znašala 0,32.

⁹ Vrednostni obrat trga delnic je temeljni pokazatelj relativne likvidnosti nekega trga in omogoča primerjavo z drugimi trgi. Zanj lahko rečemo tudi, da je eden temeljnih pokazateljev »kakovosti« nekega organiziranega trga kapitala.

Relativna likvidnost delnic na Ljubljanski borzi je tako zaostala tudi za relativno likvidnostjo ostalih srednjeevropskih trgov kapitala z izjemo slovaškega, ki se že dalj časa otepa kronične nelikvidnosti. Investitorjem je v tej regiji lani zadovoljivo likvidnost nudil predvsem madžarski trg kapitala¹⁰ (Kleindienst, 2000, str. 10-11).

Slika 4: Delež tujcev v celotnem prometu na Ljubljanski borzi od 1996 do 2001



Vir: Mesečno statistično poročilo, 2002, str. 4.

Delež tujcev v celotnem prometu z vrednostnimi papirji na Ljubljanski borzi je po podatkih KDD v času od septembra 1996 do marca 2000 znašal v povprečju 6,55 odstotkov. Od avgusta 1997 do marca 2000 je delež tujcev v celotnem prometu na Ljubljanski borzi upadel z že tedaj razmeroma nizkih 14,6 odstotkov na 1,7 odstotkov, delež tujcev v prometu z delnicami pa je upadel s 27,5 na 2,8 odstotka (Kleindienst, 2000, str. 11).

Po letu 1998 so transakcije na slovenskem trgu kapitala skoraj izključno v domeni domačih oseb. Kleindienst trdi, da v primeru, da bi se delež tujcev v celotnem prometu z delnicami na Ljubljanski borzi povzpел na tretjino, bi se vrednostni obrat delnic na Ljubljanski borzi povzpел na precej bolj sprejemljivih 0,40 - 0,50. Odsotnost tujih investitorjev je torej eden ključnih razlogov za nizko likvidnost delnic na Ljubljanski borzi in je tudi ena temeljnih zavor razvoja trga. Vsi ostali dejavniki, zlasti obdavčitev kapitalskih dobičkov, nerazvitost domačih institucionalnih investitorjev ter pomanjkanje domačih zasebnih investitorjev, so sicer pomembni, a ne ključni zaviralci likvidnosti trga (Kleindienst, 2000, str. 12).

3.5.4 Katere države največ investirajo na našem trgu

¹⁰ Vrednostni obrat v višini 0,96.

V Sloveniji so v preteklih letih največ tujih portfeljskih naložb opravili investitorji iz Avstrije, Nemčije, Velike Britanije, Švice, Irske, Nizozemske, Cipra in Hrvaške, pa tudi iz Francije. Trgovali so predvsem z delnicami Leka in Krke. V letu 1997 je bil z Lekom dosežen 59 odstotni s Krko pa 28 odstotni promet tujcev, investitorji pa so bili predvsem iz Avstrije in Velike Britanije.

V letu 1998 so največ neto nakupov opravili Avstrijci, takoj za njimi pa so bili investitorji iz ZDA. V prvem polletju 1998 so tujci skoraj izključno trgovali z delnicami Leka in Krke (99 odstotkov). Najpomembnejši investitorji so bili iz Avstrije, Velike Britanije, ZDA in Antilov, medtem ko so bili večji neto prodajalci teh dveh delnic iz Švice. V drugem polletju 1998 so se tuji portfeljski investitorji z našega trga umikali zaradi ruske finančne krize. Največji prodajalci so bili iz Velike Britanije, Avstrije, Antilov in Švice. V prvem polletju 1999 se je nadaljevala predvsem prodaja delnic, največ s strani investitorjev iz Velike Britanije in Avstrije.

Tabela 5: Nakupi, prodaje in neto nakupi delnic s strani nerezidentov na Ljubljanski borzi po posameznih delnicah in po državah v letu 2001 (v mio SIT in v %)

Delnice	Nakupi	Prodaje	Neto nakupi	Država	
Januar do junij 2001					
TGIN	254	3	251	USA	329
NFIN	129	6	124	CHE	89
SKBB	132	53	79	AUT	85
MELR	71	15	55	HRV	-88
Ostalo	357	576	-218	IRL	-108
Skupaj	944	653	291	Ostalo	-79
Julij do oktober 2001					
PULG	2.327	25	2.302	NLD	2.297
TGIN	193	5	189	VGB	340
LEKA	393	244	149	CYP	332
IEKG	166	28	137	AUT	152
KRKG	403	551	-149	USA	141
Ostalo	1.105	523	582	GBR	-377
Skupaj	4.587	1.377	3.210	Ostalo	326

Vir: Finančni trgi, 2001, str. 17.

V letu 2001 je bilo za delnice nekaterih polnih pooblaščenih investicijskih družb, predvsem za delnice Triglav steber 1 in Nacionalna finančna družba 1, opaziti precejšnje zanimanje s strani tujcev. V prvem polletju 2001 so investitorji iz ZDA nadaljevali z nakupi omenjenih delnic in tako opravili 41 odstotkov vseh nakupov. Avstrijci so kupovali delnice Leka, Švicarji pa delnice Mercatorja. Na prodajni strani so se pojavljali predvsem investitorji iz Velike Britanije in Irske, ki so prodajali farmacevtske delnice in s tem opravili skupaj 46 odstotkov vseh prodaj. V drugem polletju je bilo 72 odstotkov neto nakupov povezanih z delnicami Pivovarne Union, ki jih je opravil nizozemski Interbrew Central European Holding. Investitorji iz ZDA so kupovali delnice pooblaščenih investicijskih družb. Farmacevtske delnice so neto kupovali Avstrijci, prodajali pa

investitorji iz Velike Britanije. Opaziti je bilo tudi veliko povpraševanja po obveznicah Slovenskega odškodninskega sklada SOS2 s strani investitorjev iz Deviških otokov in Cipra.

4 DEJAVNIKI PRIVLAČNOSTI

Vzporedno z dejavnostjo neposrednih naložb tečejo portfeljske naložbe, kjer so najpomembnejši subjekti finančni posredniki, ki v lovu za najbolj ugodnim razmerjem med tveganjem in donosom spreminjajo vrste, oblike, panožno in geografsko sestavo finančnih naložb. Ti subjekti finančne oblike dojemajo kot samostojne instrumente, ki na podlagi trgovanja z njimi, izkoriščanjem cenovnih neravnotežij v prostoru in času ter prevzemanjem cenovnih tveganj – špekulacije, omogočajo ustvarjanje kapitalskih dobičkov (Torkar, 2001, str. 17-18).

4.1 SLOVENSKI TRG KAPITALA OB SPROSTITVI OMEJITEV

Tujci so bili pred nekaj leti močno zainteresirani za tako imenovane razvijajoče se trge kapitala in investitorji so kar tekmovali kdo bo prvi na omenjenih trgih. V tistem času so borze v celotni srednje vzhodni Evropi beležile velike rasti. Deloma so bili razlogi za to pozitivni makroekonomski trendi in približevanje kapitalistični ureditvi. Po začetni rasti so se na borzah srednje vzhodne Evrope nadaljevali negativni trendi, na kar so vplivali azijska kriza, notranji makroekonomski problemi v posameznih državah in kriza tehnoloških delnic, ki so tako kot trgi vzhodnoevropskih borz uvrščeni na listo trgov z visokim tveganjem (Kavšek, 2001, str. 18-19).

Omejitve so imele na tuja vlaganja predvsem negativen demonstracijski vpliv. Tujci so v tem obdobju večinoma le opazovali slovenski trg. Poleg dejstva, da je naš trg bistveno manjši in plitvejši kot v primerljivih državah, je bil pomemben faktor tudi omejitev tujih vlaganj v Sloveniji. Omejitve Banke Slovenije niso imele toliko neposredni kot predvsem demonstracijski vpliv, da tujci v Sloveniji niso dobrodošli. Zaradi tega se je dodatno zmanjšala likvidnost trga, kar je posledično negativno vplivalo na razpoloženje tujih investitorjev. Kljub temu ni bilo opaziti večjih prodaj delnic s strani investicijskih skladov. Njihovi upravljavci skladov in analitiki so bili mnenja, da so delnice v Sloveniji v povprečju podcenjene v primerjavi s tujimi konkurenti in se bo slej kot prej trend obrnil. Igranje na dolgi rok je v tem primeru zadržalo indeks Ljubljanske borze na enakih nivojih. Če bi tuji investicijski skladi v trenutku skušali prodati svoje premoženje naloženo v slovenska podjetja, bi se z veliko verjetnostjo lahko ponovil »pustni terek«, ko je finančni trg pretresla uvedba skrbniških računov.

Tabela 6: Največji tuji investicijski skladi na slovenskem trgu kapitala (v mio SIT)

Št.	Investicijski sklad	31.12.2000	07.08.2001	Razlika
1	THE SLOVENIAN DEVELOPMENT CAP. FUND LTD.	2.245	2.337	92
2	MERRILL LYNCH INVESTMENT SERVICES	449	256	-193
3	BETA GLOBAL EMERGING MARK. INV. TRUST PLC	166	0	-166

4	WEST MERCHANT BANK LIMITED	3.895	3.895	0
5	LAZARD CAPITAL MARKETS	5.168	5.57	402
6	EUROPEAN BANK FOR RECONSTRUCTION AND DEV	3.198	3.198	0
7	NOMURA INTERNATIONAL PLC NOMURA HOUSE	35	24	-11
8	ZDF COMMERCIAL ESTABLISHMENT	515	515	0
	Skupaj	15.672	15.796	124

Vir: Interni podatki Klirinško depotne družbe, 2000 - 2001.

V tabeli 6 je prikazano, da so neto investicije največjih tujih investicijskih skladov v Sloveniji komaj pozitivne. V primerjavi s stanjem ob koncu leta 2000 so se neto investicije največjih 8-ih tujih investicijskih skladov povečale za 124 milijonov SIT. Opaziti je mogoče tudi, da se določeni tuji skladi umikajo s trga, medtem ko se pojavljajo novi, kot so Regent in Balkan Fund. V prihodnosti je pričakovati, da bodo tuji skladi investirali večje zneske v delnice slovenskih podjetij. Vsa podjetja tega sicer ne bodo čutila, kajti tujci se zanimajo predvsem za dobra podjetja, ki imajo jasno strategijo, sposoben in tujim investitorjem naklonjen management. Poleg tega je dodatna zahteva večjih skladov tudi tržna kapitalizacija, kajti naložbe, manjše od 5 milijonov USD, zanje niso zanimive, takih podjetij pa je v Sloveniji relativno malo.

4.2 DEJAVNIKI KAPITALSKIH TOKOV

Le redko so za zagotavljanje učinkovitosti prenosa prihrankov in optimalno razpršitev, ekonomski subjekti zadovoljni s ponudbo in velikostjo domačega, nacionalnega finančnega sistema. To nezadovoljstvo povzroči iskanje kar najbolj ugodnega razmerja med tveganjem in donosom, ki je ena od najpomembnejših spodbud mednarodnih kapitalskih tokov in z njimi razvoja mednarodnega finančnega sistema. Ta proces je razlog tako za neposredne, strateške mednarodne naložbe, kot za portfeljske mednarodne naložbe.

Večina avtorjev loči dejavnike, ki določajo obseg finančnih pritokov v neko državo na tako imenovano "push" in "pull" teorijo, ki poudarjata zunanje in notranje dejavnike kot gonilno silo finančnih tokov. Osnovni zunanji dejavniki so nižji donosi v državah vlagateljicah, ki usmerjajo finančne tokove proti državam prejemnicam, kjer so zaradi manjše razvitosti in večjega tveganja pričakovani in dejanski donosi običajno višji. Notranji dejavniki pa zajemajo širok spekter stabilizacijskih ukrepov in reform, ki naredijo državo prejemnico manj tvegano za tuja vlaganja (Bukatarevič, 1998, str. 24).

Skupina avtorjev z MDS (Schadler S., Carkovic M., Bennett A., Kahn R.) navaja štiri osnovne dejavnike, ki prispevajo k močnejšim finančnim pritokom v neko gospodarstvo (Bukatarevič, 1998, str. 24):

- strukturne spremembe in spremembe v fiskalni politiki države prejemnice kapitala, ki naj bi stabilizirale okolje za investiranje ter izboljšale potencialno donosnost naložbe,
- restriktivnejša kreditna politika ali naraščanje domačih obrestnih mer,

- zunanji dejavniki, kot so zniževanje obrestnih mer v tujini oz. pričakovanje zmanjševanja kapitalskih donosov ter tudi recesija v državah izvoznicah kapitala,
- tako imenovan »čredni učinek«, ki pomeni prilagajanje trenutnim trendom v premikih kapitala in je lahko tudi posledica pretiranih reakcij na nove informacije. V mnogih primerih so finančni pritoki v določeno državo presegle pričakovanja vlad glede na izpeljane strukturne spremembe in/ ali spremembe zunanjih dejavnikov. »Čredni« učinek pa je lahko še bolj izrazit pri morebitnem umiku kapitala.

Calvo, Leiderman in Reinhart navajajo podobno razčlenitev vzrokov za finančne pritoke na zunanje in notranje. Med notranjimi dejavniki, ki spodbujajo tuja vlaganja, navajajo (Bukatarevič, 1998, str. 25):

- **uspešne programe cenovne stabilizacije in restriktivno monetarno politiko**; eden izmed pomembnih vzrokov za prilive kapitala v nekatere države prejemnice kapitala je bila višja obrestna mera, ki je sledila takšnemu ukrepu.
- **liberalizacijo domačih finančnih trgov**; je ena izmed najpomembnejših strukturnih sprememb, ki je spodbudila tokove kapitala v manj razvite države v devetdesetih letih. Kot posledica so se povečale dolgoročne stopnje donosa individualnih naložb, lažji dostop za tuje investitorje pa je že sam po sebi povečal prilive kapitala. Izboljšanje stopnje donosa in zmanjšanje tveganja v gospodarstvih manj razvitih držav je spodbudilo prilive kapitala. V okviru procesov liberalizacije so prilive kapitala spodbudili tudi procesi privatizacije. Posledice sprememb je opaziti tudi na izboljšanem dostopu teh držav do mednarodnih finančnih trgov.
- **izboljšani makroekonomski rezultati manj razvitih držav**, ki so delovali pozitivno na prilive kapitala tako na ravni individualnih naložb kot preko dejavnika večje kredibilnosti države. Izboljšani makroekonomski rezultati so bili posledica radikalnih sprememb ekonomske politike in institucionalnih okvirjev. Te spremembe je spodbujal tudi konsenz, ki se je med oblikovalci ekonomske politike in v akademskih krogih izoblikoval glede dejavnikov spodbujanja gospodarskega razvoja (Washingtonski konsenz). Ta razvojni model poudarja naslednje elemente: makroekonomsko stabilnost, konkurenčne trge, integriranje v svetovno gospodarstvo in javni sektor, ki ustvarja institucije, potrebne za delovanje tržnega gospodarstva, nudi javne dobrine in omogoča dostop do socialnih storitev najrevnejšim slojem prebivalstva.

Med notranjimi dejavniki Kenen posebej izpostavlja umikanje kapitalskih kontrol v obeh smereh: poleg umikanja omejitev za kapitalske tokove je za dejanski obseg pritokov vsaj enako pomembna tudi sprostitve kontrole odtokov (repatriacija dobičkov) (Bukatarevič, 1998, str. 25).

Zunanji dejavniki prilivov kapitala v manj razvite države se nanašajo predvsem na razmere v gospodarstvih razvitih držav. Predvsem gre za naslednje:

- **gibanje kratkoročnih obrestnih mer teh držav in faze gospodarskega cikla**; nižje obrestne mere v razvitih državah bodo sprožile tokove kapitala v manj razvite države v

iskanju boljših stopenj donosa. Hkrati pa nižja svetovna obrestna mera poveča kredibilnost manj razvitih držav¹¹. Upočasnitev ekonomske aktivnosti v razvitih državah bo dosegla isti učinek, saj bodo manjši dobički podjetij razvitih držav povečali privlačnost investiranja v manj razvite države.

- **strukturne spremembe na svetovnih trgih;** kot odraz strukturnih sprememb na finančnih trgih naraščajo portfeljske naložbe. Pri tem so zelo pomembni institucionalni investitorji, zlasti vzajemni in pokojninski skladi ter zavarovalnice. Ti so v tujino pripravljene investirati zaradi višjih dolgoročnih pričakovanih donosnosti naložb v manj razvitih državah in diverzifikacije svojih portfeljev in s tem zmanjšanja tveganj. Širjenje in poglobljanje trgov vrednostnih papirjev manj razvitih držav to omogoča.
- **učinek razširitve krize;** obsežni prilivi kapitala v eno ali več velikih držav v neki regiji lahko povzročijo eksternalije v obliki prilivov kapitala manjšim državam v bližini.

Portfeljske naložbe je spodbudilo še nekaj dejavnikov. Revolucija v informacijski tehnologiji je povečala sposobnost investitorjev, da učinkoviteje upravljajo s portfelji in da bolje analizirajo kreditna in tržna tveganja, saj omogoča hitrejši prenos podatkov, večjo procesorsko moč za zahtevne analize baz podatkov in ocenjevanje kompleksnih izvedenih finančnih instrumentov. Tudi razvoj akademske literature o ocenjevanju opcij je spodbudil portfeljske naložbe, saj opcije omogočajo zavarovanje pred tveganji, povezanimi s finančnimi transakcijami. Splošni trend sekuritizacije pa je spodbudil večjo uporabo dolžniških in lastniških vrednostnih papirjev kot virov financiranja, pa tudi večjo uporabo standardiziranih terminskih pogodb in opcij.

4.3 DEJAVNIKI PRIVLAČNOSTI

Že sam vstop oziroma nakupi vrednostnih papirjev tujcev na nekem finančnem trgu so dokaz zaupanja v delovanje finančnega sistema izbrane države. Obseg pritoka kapitala v obliki kratkoročnih (portfeljske naložbe) in dolgoročnih (neposredne, strateške naložbe) naložb je odvisen od številnih dejavnikov, kot so (Torkar, 2001, str. 17-18):

- velikost kapitalskega trga, tržna kapitalizacija,
- privlačne naložbene priložnosti (gospodarske družbe),
- zakonska ureditev pretoka kapitala (repatriacija kapitalskih dobičkov in dividend),
- davčna politika,
- razvitost kapitalskega trga.

Tabela 7: Kapitalizacija po vrednostnih papirjih na Ljubljanski borzi na 31.12.2001 (v mio SIT)

Delnice	Obveznice	Investicijske družbe	Pokojninski boni	Skupaj	Odstotek tujcev v celotni kapitalizaciji
---------	-----------	----------------------	------------------	--------	--

¹¹ Nižja svetovna obrestna mera zmanjša sedanjo diskontirano vrednost prihodnjih obveznosti države, v primeru variabilnih obrestnih mer, ali pa poveča sedanjo vrednost sredstev, ki bodo na razpolago za plačila tujini, v primeru fiksnih obrestnih mer.

849.989	360.919	162.368	6.693	1.379.969	10,51%
---------	---------	---------	-------	-----------	--------

Vir: Mesečno statistično poročilo, 2002, str. 4.

Tabela 8: Podjetja na Ljubljanski borzi z največjo tržno kapitalizacijo na 31.12.2001

Izdajatelj		Tržna kapitalizacija	Delež v celotni tržni kapitalizaciji	Tržna kapitalizacija v USD
Borzna kotacija				
KRKA, d. d., NOVO MESTO	KRKG	101.713.916.994,00	0,074	405.322.252,80
LEK, d. d.	LEKA	78.794.592.398,23	0,057	313.990.480,80
POSLOVNI SISTEM MERCATOR, d. d.	MELR	51.975.839.697,60	0,038	207.119.783,20
BANKA KOPER, d. d.	BKP	50.441.676.072,04	0,037	201.006.257,40
PETROL, d. d.	PETG	48.291.442.342,92	0,035	192.437.738,90
PIVOVARNA UNION, d. d.	PULG	39.247.666.849,24	0,028	156.398.978,80
PIVOVARNA LAŠKO, d. d.	PILR	34.264.263.294,90	0,025	136.540.493,20
SAVA, d. d.	SAVA	28.519.060.712,58	0,021	113.646.296,20
INTEREUROPA, d. d.	IEKG	28.473.035.304,00	0,021	113.462.888,40
GORENJE, d. d., VELENJE	GRVG	27.098.762.000,00	0,020	107.986.513,40
ISTRABENZ, d. d.	ITBG	25.456.384.800,00	0,018	101.441.764,70
SKB BANKA, d. d.	SKBB	25.399.593.600,00	0,018	101.215.456,10
LUKA KOPER, d. d.	LKPG	23.175.797.400,00	0,017	92.353.796,72
MERKUR, d. d.	MER	14.009.621.634,30	0,010	55.827.280,77
BTC, d. d.	BTC	11.976.162.000,00	0,009	47.724.098,19
DROGA PORTOROŽ d.d.	DRPG	11.884.111.295,04	0,009	47.357.283,11
KOLINSKA, d. d.	KOLR	10.133.614.321,92	0,007	40.381.685,30
DELO, d. d.	DELR	9.140.412.207,36	0,007	36.423.850,12
TERME ČATEŽ, d. d.	TCRG	7.653.951.819,50	0,006	30.500.418,10
ETOL, d. d.	ETOG	7.550.535.220,64	0,005	30.088.310,79
AERODROM LJUBLJANA, d. d.	AELG	6.585.114.829,00	0,005	26.241.183,67
ŽITO, d. d.	ZTOG	5.870.457.819,45	0,004	23.393.329,63
SALUS LJUBLJANA, d. d.	SALR	5.592.407.500,00	0,004	22.285.320,18
KOMPAS MTS, d.d.	MTSG	4.962.157.132,28	0,004	19.773.820,21
RADENSKA, d. d., RADENCI	RARG	4.814.584.334,40	0,003	19.185.753,79
Prosti trg				
CINKARNA CELJE d.d.	CICG	11.586.019.517,24	0,008	46.169.409,96
HELIOS d.d.	HDOG	8.794.440.000,00	0,006	35.045.177,09
KMEČKA DRUŽBA HOLDING d.d.	KDHR	7.756.642.038,96	0,006	30.909.630,84

Vir: Interni podatki Ljubljanske borze vrednostnih papirjev, 2002.

Tabela 9: Število vrednostnih papirjev na Ljubljanski borzi na 31.12.2001

Delnice	Obveznice	Investicijske družbe	Pokojninski boni	Kratkoročni vrednostni papirji	Skupaj
156 (128 privat. delnic)	76	38	1	10	281

Vir: Mesečno statistično poročilo, 2002, str. 4.

Prva skrb vlagateljev ob prihodu na trg je likvidnost finančnih proizvodov na njem. Vlagatelji, ki vstopajo na trg z namenom ustvarjanja kapitalskih dobičkov na podlagi časovno omejene naložbene strategije, želijo svojo naložbo kupiti in prodati s kar najnižjimi stroški, brez prevelikega vpliva na tržne cene vrednostnih papirjev. S pritokom kapitala iz tujine se poveča

obseg dejavnosti na trgu. To pomeni povečanje privlačnosti kapitalskega trga za izdajatelje in vlagatelje, kar povzroči (Torkar, 2001, str. 17-18):

- povečanje obsega in števila izdaj vrednostnih papirjev zaradi doseganja ugodnih cen vrednostnih papirjev,
- rast obsega trgovanja (likvidnosti),
- povečano variabilnost cen,
- znižanje stroškov posredništva za uporabnike zaradi povečanega obsega,
- rast poslovne dejavnosti borze in širitev njenega vpliva na druge trge,
- prednost pri morebitnih povezavah borze z drugimi organiziranimi trgi,
- razvoj novih finančnih proizvodov.

Po splošnem prepričanju mednarodni pretok kapitala (Torkar, 2001, str. 17-18):

- pospešuje gospodarski razvoj (rast),
- omogoča (ekonomsko) učinkovitejšo geografsko razpršitev gospodarske dejavnosti,
- spodbuja konkurenco na ravni celotnega gospodarstva,
- lajša in pospešuje širjenje (uporabo) raznovrstnih (novih) tehnologij in tehnoloških rešitev.

Posledice teh vplivov so spremembe sestave gospodarstva, saj se ta prilagaja mednarodnim gospodarskim gibanjem in povratnim informacijam, ki jih posreduje finančni trg oziroma kapitalski tokovi. Za enakomeren ter uspešen razvoj realnega in finančnega gospodarstva torej potrebujemo odprtost za neposredne naložbe, ki močneje vplivajo na razvoj proizvodnega dela ekonomije in prost pretok portfeljskih naložb, kar močneje vpliva na razvoj finančnega dela ekonomije (Torkar, 2001, str. 17-18).

4.3.1 Glavni dejavniki tujih naložb v Slovenijo

Privlačnost Slovenije za tuje investitorje se je najbolj pokazala v obdobju od septembra 1996 do februarja 1997, ko so imeli nakupi slovenskih vrednostnih papirjev s strani tujcev relativno velik naraščajoč trend. To obdobje naraščajočega trenda se je začelo s kotacijo Lekovih delnic in končalo z omejitvenimi ukrepi Banke Slovenije. Slovenija ima kar nekaj dejavnikov, ki jo zaznamujejo kot dobro investicijsko odločitev. Konkurenca so ji predvsem vzhodno in srednjeevropske države.

Ti dejavniki so naslednji:

- Slovenija vodi politiko stabilizacije, liberalizacije in reform od neodvisnosti dalje ter vključuje ukrepe za preusmeritev in liberalizacijo trgovine, brzdane inflacije ter povečevanje vloge zasebnega sektorja v slovenskem gospodarstvu (FIAS, 1998, str. 1).
- doseženi so ugodni ekonomski kazalci: v drugi polovici devetdesetih je bila dosežena 3 – 4 odstotna letna rast BDP, relativno nizka inflacija (9 – 10%), manjši presežek tekočega računa,

nizka zadolženost v tujini (22% BDP) in zadovoljiva stopnja mednarodnih rezerv (FIAS, 1998, str. 1).

- Slovenija ima z oceno AA za A višjo mednarodno oceno investicijskega tveganja kot Hrvaška, Madžarska ali Češka¹² (FIAS, 1998, str.1).
- cene delnic lastninsko preoblikovanih podjetij so relativno nizke, saj se ponudba le-teh na sekundarnem trgu kapitala povečuje, tujih portfeljskih naložb pa je bilo v preteklosti relativno malo.

Na tuje naložbe v Slovenijo negativno vplivajo:

- neodločna in nejasna opredelitev ekonomske politike do tujih naložb. V Sloveniji obstajajo zelo različna mnenja o tujih naložbah. Nekateri menijo, da pri pritokih tujega kapitala v Slovenijo ne gre za nič drugega kot za življenje Slovencev na tuj račun in da ti pritoki podaljšujejo varljivo »zgodbo o uspehu« (Mencinger, 1997, str. 1). Drugi so mnenja, da bodo tujci pokupili Slovence, verjetno zaradi majhnosti slovenske populacije in slabih izkušenj iz zgodovine. V prid temu govori tudi članek v reviji »The Economist«, ki pravi, da je za neodločnost pri sprejemanju političnih reform potrebno plačati ceno.
- nedodelan pravni sistem. Slovenija je v procesu prilagajanja zakonodaje Evropski Uniji, zato se lahko pričakujejo spremembe pravnega reda in z njimi regulativa tujih naložb.
- slovensko gospodarstvo je še v fazi prehoda v tržno ekonomijo, kar pomeni, da ekonomski in pravni okvir še nista dograjena (Rojec, 1994, str. 145).
- nedokončana privatizacija, kjer izrazito prevladuje notranji odkup, kar pomeni, da so lastniške deleže kupili predvsem uprava, zaposleni in njihove družine. To pa je ohranilo stare navade in stare podjetniške strukture. Zato notranji lastniki velikokrat onemogočajo poskuse odkupov delnic podjetij s strani tujih investitorjev, ker se bojijo, da bi izgubili nadzor.
- nerazvit trg kapitala.

Kot gostiteljica tujih portfeljskih naložb ima Slovenija kar nekaj prednosti pred konkurenčnimi državami. Glavne tekmice so nekdanje socialistične države, kajti delež naložb, ki so jih investitorji pripravljene vložiti v te države, predstavlja v bistvu ostanek sredstev po tem, ko so zadovoljene naložbene potrebe v državah, katerih naložbene možnosti so najkakovostnejše. Velikost deleža tujih portfeljskih naložb, ki ga bo pridobila Slovenija od svetovnih portfeljskih tokov kapitala, pa je odvisen od dinamike preoblikovanja in politike do tujih vlaganj (Torkar, 2001, str. 17-18).

Prednost Slovenije je predvsem ta, da je v očeh tujcev še vedno v veliki meri most med vzhodom in zahodom. V teh okoliščinah lahko izkoristi prednosti gospodarske rasti v Zahodni Evropi, kakršna je bila v preteklih letih, poleg tega pa lahko izkoristi tudi hitro gospodarsko rast, ki se

¹² Oceno AA za dolg denominiran v domači valuti in ocena A za dolg v tuji valuti je dala agencija Standard&Poor's septembra 1997. Drugi dve mednarodni agenciji za ocenjevanje tveganja sta Sloveniji prav tako dali oceno A za stopnjo investicijskega tveganja.

pričakuje na Balkanu in v Rusiji. Polletni rezultati podjetij potrjujejo stabilno gospodarsko osnovo, ki jo je Slovenija razvila v obdobju tranzicije. Na osnovi teh prednosti, ki jih ima Slovenija pred svojimi konkurenti, lahko pritegne tuje investitorje. Pot do tega ni lahka, je pa potrebno storiti nekaj očitnih korakov. Prva in osnovna naloga je obveščenost tujih upravljavcev skladov in analitikov. Celotno marketinško kampanjo je potrebno narediti sistematično in v dogovoru z vsemi akterji na Ljubljanski borzi, v projekte promocije delnic pa bi se morala aktivneje vključiti tudi podjetja sama. Delnica je trgovsko blago, ki ga je treba prodati. Tujim upravljavcem skladov in analitikom je treba neprestano sporočati kaj se dogaja na trgu ter kdaj in v kolikšni meri lahko pričakujemo kapitalske oziroma dividendne dobičke. Kontinuiteta je pri tem nujno potrebna, saj le z nenehnim stikom in obveščenostjo dobijo tuji upravljavci skladov zaupanje in pripravljenost investirati v določeno področje ali državo (Kavšek, 2001, str. 18-19).

5 SKLEP

Slovenija je nedvomno zanimiva za tuje investitorje. Značilnost našega sekundarnega trga je velika ponudba relativno podcenjenih privatizacijskih delnic in skromno domače povpraševanje.

Odprava omejitev bo pozitivno učinkovala predvsem srednje oziroma dolgoročno, saj se bodo tuji institucionalni investitorji šele po nekaj letih končno spet začeli zanimati za slovenski trg kapitala. Vendar pa tuji analitiki opozarjajo, da bo država morala še veliko postoriti, da izboljša vtis zaprte države. Glavni oviri za oživitev Ljubljanske borze bosta predvsem majhnost našega trga in ostra konkurenca privlačnih trgov v naši sosesčini. Odprava omejitev je samo prvi v množici korakov, ki jih mora narediti država, da zares pritegne zanimanje nerezidentov za naložbe v Slovenijo.

Omejitve so imele na tuja vlaganja predvsem negativen vpliv. Tujci so v tem obdobju večinoma le opazovali slovenski trg. Omejitve Banke Slovenije niso imele toliko neposredni kot predvsem demonstracijski vpliv, da tujci v Sloveniji niso dobrodošli. Zaradi tega se je dodatno zmanjšala likvidnost trga, kar je posledično negativno vplivalo na razpoloženje tujih investitorjev.

Za tuje portfeljske naložbe v Slovenijo lahko pričakujemo naraščajoč trend. Kot gostiteljica tujih portfeljskih naložb ima Slovenija kar nekaj prednosti pred konkurenčnimi državami. Glavne tekmiče so nekdanje socialistične države, kajti delež naložb, ki so jih investitorji pripravljene vložiti v te države, predstavlja v bistvu ostanek sredstev po tem, ko so zadovoljene naložbene potrebe v državah, katerih naložbene možnosti so najkakovostnejše. Velikost deleža tujih portfeljskih naložb, ki ga bo pridobila Slovenija od svetovnih portfeljskih tokov kapitala, pa je odvisen od dinamike preoblikovanja in politike do tujih vlaganj (Torkar, 2001, str. 17-18).

LITERATURA

1. BARBUTOVSKI Dragan: Bodo skrbniški računi zavrli tuje naložbe. Kapital, Ljubljana, 7(1997). 150 str.
2. BEKAERT Geert et al.: Capital flows and the Behavior of Emerging Market Equity Returns. Massachusetts, Working Paper 6669, National bureau of economic research, 1998, str. 77.
3. BUKATAREVIČ Vida: Tuji finančni pritoki v Slovenijo. Prikazi in analize VI/ 1. Ljubljana: Banka Slovenije, 1998. 40 str.
4. Calvo A., Liederman L., Reihart C.: The Capital Inflow Problem: Concepts and Issues, Contemporary Economic Policy, julij 1994.
5. CIMPRIČ Branka: Skrbniški računi. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1998. 43 str.
6. Claessens S., Dooley M.P. in Warner A.: Portfolio Capital Flows: Hot or Cold?, The World Bank Economic Review, 9(1995),1.
7. ČERNE Dušan: Vpliv nacionalnih trgov kapitala na slovenski trg kapitala. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1998. 48 str.
8. DEŽELAN Silva: Učinkovitost trgov kapitala. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 103 str.
9. DIMOVSKI Vlado: Bančništvo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 61 str.
10. DIMOVSKI Vlado, Gregorič Aleksandra: Temelji bančništva. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 181 str.
11. Fabozzi Frank, Modigliani Franco: Capital Market: Institutions and Instruments. New Yersey: Prentice-Hall, Inc., 1992. 726 str.
12. FISCHER Stanley: Capital account liberalisation and the role of the IMF. Washington: The World Bank, 1997. 13 str.
13. FULLER Russell: Modern investments and security analysis. New York: McGraw-Hill, 1987. 666 str.
14. JANČAR Gorazd: Portfeljske investicije, vroč denar in beg kapitala: primer Cefte. Bančni vestnik, Ljubljana, 1997, 7-8, str. 24-32.
15. JAŠOVIČ Božo: Nekatere institucionalne pomanjkljivosti razvoja trga vrednostnih papirjev v Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 47(1997), 6, str. 34-40.
16. KAVŠEK Drago: V pričakovanju tujega kapitala. Bilten ljubljanske borze, Ljubljana, julij 2001. 28 str.
17. KLEINDIENST Robert: Ali so omejitve tujih portfeljskih naložb res v prid slovenskega gospodarstva?, Okrogla miza Gospodarske zbornice Slovenije. Ljubljana: Gospodarska zbornica Slovenije, 2000. 51 str.
18. KRANJEC Samo: "V tednu po pustnem torqu je bilo grozno." Finance, Ljubljana, 1997, 15, str. 51.

19. MIHAJLOVIĆ Novica: Lazard: dva milijona mark svežih slovenskih delnic. Finance, Ljubljana, 2001, 98, str. 4.
20. MISKHIN Frederick: Financial Markets and Institutions. 2 nd edition. B. k.: Addison Wesley Longman, 1998. 668 str.
21. MRAMOR Dušan: Finančna politika podjetja: teoretični prikaz. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1991. 154 str.
22. Nadeem Ul Haque, Donald Mathieson, Sunil Sharma: Čemu pripisati pritok kapitala in kako se z njim soočiti. Finance & Development, marec 1997.
23. PROHASKA Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
24. REILLY Frank: Investments. 2nd edition. Chicago: The Dryden Press, 1986. 726 str.
25. REILLY Frank K.: Investment Analysis and portfolio Management. Orlando (FL): The Dryden Press, 1994. 981 str.
26. RIBNIKAR Ivan: Denarni sistem in denarna teorija. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1992. 322 str.
27. RIBNIKAR Ivan: Naši vrednostni papirji in tujci. Finance, Ljubljana, 1996, 81, str. 2.
28. ROJEC Matija: Tuje investicije v slovenski razvoj. Ljubljana: Znanstveno in publicistično središče, 1994. 284 str.
29. ROSSEN S. Keith: Suggested Principles for Regulating Foreign Investment. April 1998, CAER II Discussion Paper, 1998, 26, str. 16.
30. SACHS Jeffrey: Ko kapitalskim trgom spodrsne. Finance, Ljubljana, 02.09.2001.
31. TORKAR Darko: Portfolio naložbe tujcev. Bilten Ljubljanske borze, Ljubljana, 1998, 15. 27 str.
32. TORKAR Darko: Kapitalski tokovi krepijo gospodarsko rast. Finance, Borzni fokus, Ljubljana, 2001, 166. 32 str.

VIRI

1. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije, 7 (1998),2. 101 str.
2. Capital goes global, The Economist, 25. oktober 1998, str. 87 – 88
3. Finančni trgi, Ljubljana: Banka Slovenije, november 1999. 26 str.
4. Finančni trgi, Ljubljana: Banka Slovenije, november 2001. 29 str.
5. Interni podatki Klirinško depotne družbe. Ljubljana, 2000 – 2001.
6. Interni podatki Ljubljanske borze vrednostnih papirjev. Ljubljana, 2002.
7. International Capital Markets, 1997, str. 243
8. Mesečno statistično poročilo. Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, december 1998. 4 str.
9. Mesečno statistično poročilo. Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, december 1999. 4 str.
10. Mesečno statistično poročilo. Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, december 2000. 4 str.
11. Mesečno statistično poročilo. Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, december 2001. 4 str.
12. Mesečno statistično poročilo. Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, januar 2002. 4 str.
13. Neposredne naložbe 1994 – 1999. Ljubljana: Banka Slovenije, september 2000. 86 str.
14. Neposredne naložbe 1996 – 2000. Ljubljana: Banka Slovenije, november 2001. 98 str.
15. Sklep o načinu opravljanja plačilnega prometa s tujino (Uradni list RS, št. 6/1997).
16. Slovenija, promoviranje tujih neposrednih naložb. Ljubljana: FIAS – Svetovalna skupina za tuje naložbe, skupna služba Mednarodne finančne korporacije in Svetovne banke, 1998. 42 str.