

# Vloga finančnih omejitev pri poslovanju na tujih trgih

ČRT KOSTEVC

*Ekonomska fakulteta*

*Univerza v Ljubljani*

Nedavne raziskave o pomenu dejavnosti na tujih trgih za lastnosti podjetij so, skoraj brez izjem, potrdile, da obstajajo značilne razlike med izvozniki in neizvozniki tako v njihovi produktivnosti kot velikosti, naložbeni dejavnosti, inovativnosti. Kljub obilju dokazov o prednostih izvoznikov pred podjetji, ki delujejo zgolj na domačih trgih, pa ostaja vprašanje vzrokov teh prednosti nepojasnjeno. V pričujočem prispevku analiziramo vlogo finančnih omejitev kot enega od dejavnikov selekcije pred vstopom na tuje trge. Skozi pregled dosedanje teoretične in empirične literature bomo prikazali prispevek finančnih omejitev, ki posameznim podjetjem omogočajo dostop na tuje trge, drugim pa ga preprečujejo. Razvidno je, da dostopnost finančnih sredstev v veliki meri določa izbor podjetij, ki bodo vstopala na tuje trge, saj, tudi ob upoštevanju drugih dejavnikov (na primer velikost podjetja, produktivnost, kapitalna intenzivnost), finančno omejena podjetja izvažajo redkeje in manj, kot bi lahko pričakovali glede na njihove druge lastnosti.

*Ključne besede:* heterogenost podjetij, izvoz, produktivnost, finančne omejitve

## Uvod

Razmah teoretične in empirične zunanjetrgovinske literature, ki smo mu priča v zadnjem obdobju, je s konceptom vstopnih stroškov ter modeliranjem heterogenosti med podjetji ponudil razlago pogostega opažanja, da zgolj nekatera podjetja v določeni (ozko definirani) panogi izvažajo, druga pa ostajajo samo na domačem trgu. Omenjene raziskave so v veliki večini potrdile obstoj značajnih vstopnih stroškov, ki bremenijo nove izvoznike, ko ti pridobivajo informacije o tujih trgih, razvijajo tržne poti, prilagajajo proizvode in embalažo okusom tujih porabnikov ter se prilagajajo birokratskim in tehničnim zahtevam tujih trgov. Ti stroški pa na drugi strani pomenijo, da se bodo za izvoz odločila zgolj najproduktivnejša in/ali največja podjetja, saj bodo le njihovi pričakovani dobički na novem trgu dovolj veliki, da bodo pokrili začetne »potopljene« stroške (Bernard in Jensen 2004; Bernard in dr. 2003; Das, Roberts in Tybout 2004; Head in

Ries 2003; Helpman, Melitz in Yeaple 2004; Melitz 2003; Damijan, Polanec in Prašnikar v pripravi).

Najnovejši prispevki k teoriji zunanje trgovine s heterogenimi podjetji proučujejo nov in do zdaj v dobršni meri zanemarjen vidik delovanja na tujih trgih tako, da analizirajo finančno dimenzijo izvoza. Vprašanje, na katerega poskušajo pri tem odgovoriti, je, ali finančne omejitve (oziroma omejitve pri dostopu do finančnih sredstev) lahko odločilno vplivajo na sposobnost potencialnih izvoznikov, da ti premagajo začetne stroške vstopa na tuji trg. Omenjena smer analize tako združuje teorijo zunanje trgovine z obširno literaturo o nepopolnosti kapitalskih trgov in z njihovim vplivom na dejavnosti podjetij. Slednja namreč potrjuje pomen, ki ga imajo finančne omejitve za vlaganje, zaposlovanje in odločitve o raziskavah in razvoju, ki jih podjetja sprejemajo (Bond in Van Reenen (2005) predstavljata pregled raziskav omenjenega področja). Glede na pomen, ki ga ima dostop do kapitalskih trgov za »redno« poslovanje podjetij, je torej popolnoma realno pričakovati, da bodo likvidnostne omejitve značajno vplivale tudi na poslovanje na tujih trgih. Podjetja, ki bi bila glede na svoje značilnosti (kot so velikost, kapitalaska intenzivnost, produktivnost, kadrovska struktura itn.) sposobna prodreti na tuje trge, bodo zaradi omejenega dostopa do virov financiranja lahko zastala pri prvem koraku, medtem ko bodo podobna ali celo manj konkurenčna podjetja uspela z nastopom na tujem zgolj zaradi dostopnejših kreditnih linij.

Za zdaj sicer zelo redki poskusi empiričnih potrditev omenjene hipoteze nakazujejo na njeno veljavo. Campa in Shaver (2002) na primeru španskih izvoznikov ter Greenaway, Guariglia in Kneller (2005) na vzorcu britanskih podjetij so namreč potrdili pomen, ki ga ima dostop do kapitalskih trgov za izvoz. Dodatno pa sta Guariglia in Mateut (2005) – prav tako na vzorcu podjetij iz Velike Britanije – potrdila, da je dostop do kapitala lažji za mednarodno angažirana podjetja kot pa za njihove tekmece, ki so vezani zgolj na domače trge.

V nadaljevanju je članek razdeljen na štiri dele. V drugem delu je orisan enostaven model zunanje trgovine s heterogenimi podjetji, ki vključuje možnost likvidnostnih omejitev. Tretji del povzema dosedanje empirične raziskave na področju likvidnostnih omejitev in izvozne dejavnosti, četrti del odpira nekatera vprašanja in možnosti za nadaljnje raziskave. V zadnjem, petem delu so sklepne misli.

### **Model mednarodne trgovine z likvidnostno omejenimi podjetji**

Pričujoči prikaz modela je povzet po Chaneyju (2005), katerega analiza temelji na Melitzovem (2003) prikazu oblikovanja zunanje tr-

govine s heterogenimi podjetji. Tako kot pri Melitzu tudi Chaneyjev model temelji na predpostavki monopolistične konkurence, kjer podjetja ohranjajo določeno tržno moč na podlagi diferenciacije proizvodov. Konstanten pribitek, ki ga podjetja dosegajo na trgu, heterogenost mejnih stroškov in fiksni stroški vstopa na tuji trg pomenijo, da bodo v primeru likvidnostnih omejitev zgolj najbolj produktivna podjetja generirala dovolj lastnih denarnih tokov, da bodo lahko vstopila na izvozne trge. Medtem ko druga podjetja, ki bi sicer lahko dosegala pozitivne stopnje dobička na tujih trgih, z omejenim dostopom do kapitalskih trgov ne bodo dobila priložnosti za dokazovanje na mednarodnih trgih.

V modelu, kjer je delo edini proizvodni dejavnik, Chaney predpostavlja obstoj dveh držav (spremenljivke, ki se nanašajo na tujo državo, so označene z zvezdico) s populacijama  $L$  (in  $L^*$  za tujo državo) ter dveh gospodarskih sektorjev (sektorja s homogenimi proizvodi in konstantnimi donosi obsega, npr. kmetijstvo, in sektorja diferenciranih proizvodov, kjer je vsak proizvajalec monopolist v proizvodnji svoje različice, npr. predelovalna industrija). Če za enoto mere vzamemo proizvod kmetijskega sektorja in njegovo ceno postavimo na 1, bo za enoto proizvodnje homogenega proizvoda potrebno  $1/w$  dela (oziroma  $1/w^*$  v tuji državi). Če obe državi ohranjata svoja sektorja s homogenimi proizvodi, bodo plače  $w$  in  $w^*$ .

Povpraševanje opisuje funkcija s konstantno elastičnostjo substitucije:

$$U \equiv q_0^{1-\mu} \left( \int_{x \in X} q(x)^{\frac{\sigma-1}{\sigma}} dx \right)^{\frac{\sigma}{\sigma-1}\mu}. \quad (1)$$

Pri tem je  $\mu$  elastičnost povpraševanja po kompozitnem indeksu diferencirane dobrine,  $\sigma$  pa elastičnost substitucije med katerima koli različicama. Pri ceni  $p(x)$  za posamezno različico je mogoče za obe državi oblikovati cenovna indeksa:

$$P = \left( \int_{x \in X} p(x)^{1-\sigma} dx \right)^{\frac{1}{1-\sigma}}. \quad (2)$$

Reprezentativni porabnik ima izoelastično povpraševanje po vsaki od različic, pri čemer za vsako porabi:

$$r(x) = \mu w L \left( \frac{p(x)}{P} \right)^{1-\sigma}. \quad (3)$$

Pri tem je  $\mu w L$  delež dohodka, porabljen za diferencirano dobrino. Ovire za zunanjo trgovino so fiksni stroški vstopa na tuji trg ( $C_f$ ), pri čemer jih Chaney izraža v enotah tuje delovne sile (torej  $w^* C_f$ ). Omenjena predpostavka se izkaže za ključno pri večini drugih rezultatov, ki jih avtor predpostavi, vendar ni potrebna za prikaz vpliva likvidnostnih omejitev na izvozno dejavnost. V literaturi

je stalna praksa, da so predpostavljeni tudi transportni stroški po predpostavki »ledene gore«. <sup>1</sup> Državi razpolagata z enako tehnologijo in mejni stroški proizvodnje za posamezno podjetje so konstantni. Ko začnejo podjetja proizvajati, plačajo fiksne vstopne stroške tudi na domačem trgu ( $C_d$ ), ki so, tokrat merjeno v domači delovni sili, enaki  $wC_d$ . <sup>2</sup> Podobno kot na primer že pri Melitzu (2003) je podjetjem njihova produktivnost ( $x > 0$ ) dodeljena na podlagi loterije ob vstopu na trg. Stroški proizvodnje  $q_d$  enot (oziroma  $q_f$  enot za izvoz) so potem enaki:

$$c_d(q_d) = q_d \frac{w}{x} + wC_d \quad \text{in} \quad c_f(q_f) = q_f \frac{\tau w}{x} + w^* C_f. \quad (4)$$

Enostavna maksimizacija ob konstantni elastičnosti povpraševanja tako dá optimalne cene na domačem in tujem trgu:

$$p_d(x) = \frac{\sigma}{\sigma-1} \frac{w}{x} \quad \text{in} \quad p_f(x) = \frac{\sigma}{\sigma-1} \frac{\tau w}{x}. \quad (5)$$

Produktivnejša podjetja bodo sposobna ponuditi nižje cene na domačem in tujem trgu in tako prevzeti večja tržna deleža ter generirati večje dobičke na obeh trgih.

$$\begin{aligned} \pi_d &= \frac{r_d(x)}{\sigma} - wC_d = \frac{\mu}{\sigma} wL \left( \frac{\sigma}{\sigma-1} \frac{w}{xP} \right)^{1-\sigma} - wC_d, \\ \pi_f &= \frac{r_f(x)}{\sigma} - wC_f = \frac{\mu}{\sigma} wL \left( \frac{\sigma}{\sigma-1} \frac{\tau w}{xP} \right)^{1-\sigma} - wC_f. \end{aligned} \quad (6)$$

Na podlagi zgornjih enačb je mogoče določiti spodnji meji produktivnosti, ki bosta še omogočali obstoj na trgu, pri čemer velja:

$$\pi_d(\bar{x}_d) = 0 \quad \text{in} \quad \pi_f(\bar{x}_f) = 0. \quad (7)$$

Jasno je torej, da bodo produktivnejša podjetja (z višjim  $x$ ) sposobna prevzemati večje tržne deleže doma in na tujem trgu, manj produktivna pa ne bodo sposobna pokriti vstopnih stroškov za (domači ali) tuji trg in bodo trg zapustila. Izvažala bodo podjetja s produktivnostjo, večjo od  $\bar{x}_f$ .

Chaney (2005) na tej točki formalizira tudi likvidnostne omejitve, pri čemer predpostavlja, da informacijska asimetrija med trgi povzroča obstoj likvidnostnih omejitev le za vstop na tuje trge. Posojilodajalci (banke) tako nimajo informacij o tujih trgih in posledično ne posojajo bodočim izvoznikom. <sup>3</sup> Edina možnost, da podjetja lahko postanejo izvozniki, je torej lastno pridobivanje likvidnosti, s katerim se pokrijejo vstopni stroški.

Dodatno se predpostavlja, da je podjetjem lasten tudi naključen šok likvidnosti  $A$  (denominiran v enotah domače delovne sile kot  $wA$ ). Par  $(A, x)$  je za vsako podjetje »izvlečen« iz skupne porazdelitve, ki ima kumulativno distribucijsko funkcijo  $F(A, x)$  v prostoru  $\mathbb{R}^- \times \mathbb{R}^-$

in  $F_x(x) \equiv \lim_{A \rightarrow \infty} F(A, x) \in \mathbb{R}^-$ . Pri tem produktivnost in likvidnostni šok nista nujno korelirana.

Če želi podjetje izvažati, mora imeti dovolj veliko likvidnost, da pokrije vstopne stroške  $w^*C_f$ . Del likvidnosti prihaja iz lastnega dobička,  $\pi_d(x)$ , dodatno pa imajo podjetja dostop do eksogene likvidnosti  $wA$ . Glede na omenjeno je vsak izvoznik omejen z naslednjo likvidnostno omejitvijo:

$$\pi_d(x) + wA \geq w^*C_f. \quad (8)$$

Produktivnejša podjetja bodo uspela ustvariti večje dobičke na domačem trgu in bodo manj odvisna od zunanjega financiranja. Produktivnost  $\bar{x}(A)$  lahko definiramo kot najnižjo produktivnost, pod katero podjetje z likvidnostjo  $A$  ne more zbrati dovolj sredstev za vstop na tuje trge.  $\bar{x}(A)$  je podan kot:

$$\pi_d(\bar{x}) + wA \geq w^*C_f. \quad (9)$$

Vsa podjetja, katerih produktivnost ne dosega ravni  $\bar{x}(A)$ , tako ne morejo izvažati zaradi zavezujočih likvidnostnih omejitev, čeprav bi jim njihova produktivnost omogočala uspešno nastopanje na tujih trgih. Če so torej stroški vstopa na tuje trge  $w^*C_f$  dovolj visoki, bodo tudi zelo produktivna podjetja občutila potrebo po zunanjem financiranju. Nerazviti finančni trgi z dragimi in močno omejenimi kreditnimi potenciali bodo posledično odločilno omejili mednarodno dejavnost gospodarskih subjektov in tudi njihovo dolgoročno konkurenčnost. V državah z razvitimi finančnimi trgi, kjer so posojila dostopna širšemu krogu podjetij, pa edino merilo za vstop na izvozne trge ostane zgolj produktivnost izvoznika (kot je prikazano v enačbi 7, mora biti ta višja od  $\bar{x}_f$ ).

### Pregled empiričnih raziskav

Dejstvo, da gre za razmeroma novo in slabo raziskano vprašanje v sodobni zunanjetrgovinski teoriji, je najboljše razvidno iz obsega do zdaj opravljenih empiričnih raziskav.

Eno prvih obravnav finančnih dejavnikov znotraj zunanjetrgovinske teorije na ravni podjetja sta prispevala Campa in Shaver (2002). V nasprotju z nekaterimi drugimi avtorji pa slednja ne proučujeta vpliva finančnih omejitev na izvoz, temveč se osredotočita na vpliv izvoza na likvidnostne omejitve, ki jih podjetja pri svojem poslovanju občutijo. S svojo analizo poskušata odgovoriti na dve ključni vprašanji. Glede na diverzifikacijo prihodkov, ki je omogočena izvoznikom, avtorja predvidevata, da bo posledično prihodek izvoznikov stabilnejši in da bodo tudi njihove naložbe stabilnejše od neizvoznikov.

Njuna druga hipoteza pa se nanaša na dostop izvoznikov do zunanjih virov financiranja. Pri tem ugotavljata, da naj bi bil izvoz močan pozitiven signal za posojilodajalce in posledično naj bi povzročil precej manj restriktivno finančno omejitev. Omenjeni hipotezi Campa in Shaver preverjata na vzorcu španskih podjetij predelovalne industrije med letoma 1990 in 1998. Opravljeni preizkusi v celoti potrdijo njuna predvidevanja. Izkaže se namreč, da so španski izvozniki v opazovanem obdobju res imeli občutno stabilnejše denarne tokove in naložbe, prav tako pa jim je bil omogočen tudi precej lažji dostop do finančnih virov. Dodatno potrditev za svoje ugotovitve avtorja najdeta tudi pri podjetjih, ki so postala novi izvozniki, oziroma pri podjetjih, ki so prenehala izvažati.

Podobno ugotavljata, vendar na vzorcu britanskih podjetij med letoma 1993 in 2003, tudi Guariglia in Mateut (2005). Njuna analiza povezave med finančnimi spremenljivkami in občutljivostjo naložb v zalogo kaže, da so manjša, mlajša in bolj rizična podjetja občutljivejša za raznovrstna nihanja prihodkov in nekaterih finančnih kazalnikov. Podobno so občutljivejša tudi podjetja, ki ne izvažajo, in pa podjetja, ki niso v tuji lasti. Izkaže se, da mednarodno udejstvovanje občutno zmanjša opaženo občutljivost in tako ščiti internacionalizirana podjetja pred zavezujočimi finančnimi omejitvami. Izvoz (ter druge oblike nastopanja na tujih trgih) se izkaže kot ključni dejavnik predvsem za skupino manjših, mlajših oziroma bolj rizičnih podjetij. V začetni fazi izvažanja avtorja vidita priložnost za aktivno vlogo politike, ki bi z ukrepi za promoviranje izvoza lahko prispevala k hkratni gospodarski rasti in povečani odpornosti gospodarskih subjektov.

Nekoliko bliže ideji, predstavljeni v uvodu in teoretičnem delu, je prispevek Greenawaya, Guariglia in Knellerja (2005), v katerem omenjeni avtorji ugotavljajo, ali finančne omejitve vplivajo na odločitve podjetij o vstopu na tuje trge. V nasprotju s Campom in Shaverjem (2002) torej predpostavljajo, da kavzalnost poteka od dostopnosti kapitala proti izvozni naravnosti, in ne nasprotno. Svojo hipotezo utemeljujejo po eni strani na podlagi ugotovitev zunanjetrgovinske teorije s heterogenimi podjetji, po drugi strani pa upoštevajo tudi ugotovitve bogate finančne literature, ki ponuja odgovore na vprašanja o vplivu dostopnosti do kapitala na dejavnosti in odločitvene procese v podjetju. Številne analize finančnega delovanja podjetja so tako občutljivost za kapitalske tokove interpretirale kot kazalnik občutnih finančnih omejitev. Likvidnostno limitirano podjetje, za katerega je dostop do zunanjega financiranja (kot so na primer posojila) omejen ali pa je to predrago, bo vlagalo, samo če ima zadovoljivo veliko lastno akumulacijo. Naložbe takega podjetja bodo posledično popolnoma odvisne od razpoložljivih denarnih tokov. Dokaze v prid

hipotezi finančnih omejitev so med drugimi predstavili Kashyap, Lamont in Stein (1994), Carpenter, Fazzari in Petersen (1994; 1998) za ZDA, Guariglia (1999; 2000), Bond in dr. (2004) za Veliko Britanijo, Konings, Rizov in Vandenbussche (2003) za Češko, Bolgarijo in Romunijo ter Hoshi, Kashyap in Scharfstein (1991) za Japonsko.<sup>4</sup> Na podlagi tega Greenaway, Guariglia in Kneller (2005) predpostavljajo, da bo finančno omejenim podjetjem vstop na tuje trge precej otežen ali celo onemogočen. Z večjim številom kazalnikov finančnega zdravja oziroma likvidnostnega stanja podjetij omenjeni avtorji dokazujejo, da imajo finančno omejena podjetja manj možnosti za vstop na tuje trge.<sup>5</sup> Opažen vpliv kazalnikov razlagajo s tem, da finančno bolj zdrava podjetja lažje prenašajo breme »potopljenih« vstopnih stroškov dodatnega trga. Manjšim oziroma finančno šibkejšim podjetjem, ki bi sicer lahko konkurirala na tujih trgih, naj bi država pomagala pri zagotovitvi potrebnih začetnih sredstev za delovanje tako na domačem trgu kakor tudi na mednarodnih. Pomen takšnih subvencij izvoza poudarja tudi Zia (2005), ki na primeru pakistanskih izvoznikov prikaže vpliv kreditnih virov na uspešnost podjetij. Ukinitev subvencioniranih izvoznih posojil v začetni fazi izvažanja naj bi tako povzročila 29-odstotno zmanjšanje podjetniškega izvoza.

V nasprotju s prej omenjenimi analizami pa Blalock in Roy (2005) na primeru azijske finančne krize in takratne občutne devalvacije valut mnogih držav v regiji ugotavljata, da ta (v nasprotju s teoretičnimi napovedmi) ni vplivala na povečanje agregatnega izvoza. Dogajanje na podjetniški ravni se izkaže za precej kompleksnejše, kot bi lahko sklepali na podlagi agregatnih podatkov. Tako je občutna devalvacija v Indoneziji (Južni Koreji, Maleziji in na Tajskem) povečala število podjetij, ki so prvič vstopala na izvozne trge, po drugi strani pa se je med obstoječimi izvozniki znatno zmanjšal izvoz in v določenih primerih so celo popolnoma prenehale dejavnosti na tujih trgih. Nekoliko nepričakovano avtorja ne najdeta dokazov, da bi spremembe v položaju izvoznikov lahko bile posledica zaostritev oziroma poslabšanja razpoložljivosti finančnih sredstev, ki bi jih lahko povezovali z azijsko krizo. Percepcija »ekonomskih omejitev«, ki so jih morala podjetja sprejeti, se ni pomembno razlikovala med podjetji, ki so na tuji trg vstopila, in tistimi, ki so ga morala zapustiti. Po drugi strani so na izvozno dejavnost značilno vplivali drugi dejavniki, na primer tuje lastništvo podjetij, raziskovalna in razvojna dejavnost, vrednost naložb in sredstva, namenjena za izobraževanje.<sup>6</sup>

### **Možnosti za nadaljnje raziskave**

Glede na to, da je obseg opravljenih analiz na področju empiričnega in teoretičnega dela še zelo omejen, obstaja veliko možnosti tako za

nadaljevanje dela kot tudi za nadgrajevanje že opravljenega dela. Za zdaj je bilo opravljenih zgolj manjše število empiričnih raziskav, ki (v najožji definiciji področja analize) pokrivajo podatke samo iz dveh držav (Španije in Velike Britanije). Zato bi bilo treba v prvi fazi opraviti podobne analize na širšem vzorcu držav. Kljub nekaterim posrednim dokazom o vplivu finančnih trgov na izvozno dejavnost (Van Biesebroeck 2005; Blalock in Roy 2005) bi razširitev analize na manj razvite države oziroma države z manj razvitimi finančnimi trgi omogočila relativizacijo do zdaj pridobljenih rezultatov, prav tako pa bi dovoljevala boljše izolacijo vpliva finančnih dejavnikov od drugih okoljskih vplivov na razvitih trgih.

Iz opisanih empiričnih raziskav je razvidno poglavitno in za zdaj še neraziskano vprašanje vpliva finančnih omejitev, ki se skriva v dualnosti do zdaj uporabljenih metod analize. Na eni strani se je znotraj finančne teorije uveljavila hipoteza finančnih omejitev (Financing Constraints Hypothesis), ki med drugim v dejavnostih na zunanjih trgih vidi možnost za diverzifikacijo tveganja in posledično lažjo dostopnost do posojilnih trgov. Nastopanje na tujih trgih se v tovrstni literaturi pojavlja kot vzrok za spremembe v načinu financiranja podjetij oziroma je dejavnik pri določanju njihove posojilne sposobnosti. V nasprotju s tem pa zunanjetrgovinska literatura smer kavzalne povezanosti med likvidnostnimi omejitvami in mednarodno dejavnostjo vidi nekoliko drugače. Dostop do financiranja je tako potreben pogoj za vstop na tuje trge. S tem so finančni dejavniki le eden od dejavnikov vpliva na dejavnosti potencialnih izvoznikov. Nadaljnje delo na področju izvažanja in likvidnostnih omejitev bi se tako moralo osredotočiti na določanje dejanske vzročno-posledične povezave. Vsekakor velja, da dostop do finančnih sredstev v neki meri določa izvozni status, po drugi strani pa tudi slednji vpliva na kreditni potencial izvoznika. Vzpostavitev prednostne smeri kavzalnosti oziroma določitve vzroka in posledice vsekakor ni preprosta naloga in bo zahtevala tudi kritično maso opravljenih raziskav, preden bo mogoče dati dokončen odgovor. Na težavnost omenjenega vprašanja opozarja reševanje podobne endogene povezave med produktivnostjo in izvažanjem, ki pa niti po desetletju intenzivnih raziskav ni dalo dokončnega odgovora. Del odgovora se vsekakor skriva tudi v boljši razpoložljivosti podatkov, saj bodo daljše časovne vrste in obširnejši nabor (finančnih) podatkov dovolili jasnejše odgovore.

Dinamična narava povezave med finančnimi dejavniki in odločitvijo podjetja o vstopu na nove trge zahteva tudi spremembo teoretičnega pristopa k modeliranju posojilnih trgov in poslovnih odločitev podjetja. V modelu, opisanem v drugem, delu, bi bilo tako treba



upoštevati časovne dimenzije odločitev o načinu financiranja na eni strani, prav tako pa tudi dinamiko odločitev o vstopu na tuje trge. Podobno so se drugih vidikov modeliranja zunanje trgovine s heterogenimi podjetji lotili tudi Bernard in Wagner (2001), Bugamelli in Infante (2003), Tybout (2003) ter Greenaway, Guariglia in Knel-ler (2005), ki so postavili teoretične okvire za dinamično obravnavo fiksnih vstopnih stroškov. Njihov pristop temelji na oblikovanju racionalne odločitve o vstopu na tuji trg glede na maksimizacijo pričakovanih dobičkov take odločitve. Pričakovani prihodki podjetja, ki niso odvisni zgolj od trenutne odločitve o vstopu, temveč tudi od preteklega statusa, so tako:

$$\begin{aligned} \pi(e_t, x_{it}, y_t) + v_{it}, \quad & \text{če velja } EXP_{it} = 1 \text{ in } EXP_{i(t-1)} = 1, \\ \pi(e_t, x_{it}, y_t) - F + v_{it}, \quad & \text{če velja } EXP_{it} = 1 \text{ in } EXP_{i(t-1)} = 0, \\ 0, \quad & \text{če velja } EXP_{it} = 0 \text{ in } EXP_{i(t-1)} = 0. \end{aligned} \quad (10)$$

Pri tem je  $\pi_{it}$  izvozni dobiček, ki je odvisen od menjalnega tečaja  $e_t$ , produktivnosti  $x_{it}$  in faktorja, ki ponazarja eksogene premike tujega povpraševanja  $y_{it}$ .  $v_{it}$  je serijsko nekorelirana napaka,  $EXP_{it}$  pa ponazarja indikacijsko spremenljivko, ki zavzame vrednost 1, ko podjetje izvažata, in 0, ko ne izvažata.

Če diskontni faktor označimo z  $\delta$ , dobimo Bellmanovo enačbo, katere rešitev bi bila optimalen vzorec udejstvovanja na tujih trgih skozi čas:

$$\begin{aligned} V_{it}(e_t, x_{it}, y_{it}, v_{it}, EXP_{i(t-1)}) = \max_{EXP_{it}} \{ & \pi(e_t, x_{it}, y_t) - (1 - EXP_{i(t-1)})F \\ & + \delta E_t V_{it-1}(e_{t-1}, x_{it-1}, y_{t-1}, v_{it-1}, EXP_{it}) \}. \end{aligned} \quad (11)$$

Tako bodo podjetja izvažala samo, če velja:

$$\begin{aligned} \pi(e_t, x_{it-1}, y_t) - (1 - EXP_{i(t-1)})F + v_{it} \\ + \delta \{ E_t V(e_{t-1}, x_{it-1}, y_{t-1}, v_{it-1}, EXP_{it} | EXP_{it} = 1) \\ - E_t V(e_{t-1}, x_{it-1}, y_{t-1}, v_{it-1}, EXP_{it} | EXP_{it} = 0) \} > 0. \end{aligned} \quad (12)$$

Zgornja enačba pa ne pomeni nič drugega kot to, da je za podjetja dobičkonosno začeti izvažati, če so trenutni izvozni dobički (minus fikсни stroški vstopa na izvozni trg) in povišanje vrednosti podjetja zaradi izvažanja pozitivni. Na podlagi zgornje enačbe optimalnega vedenja potencialnih izvoznikov je mogoče oblikovati reducirano obliko te, ki ponuja enostavno empirično preverjanje:

$$\begin{aligned} EXP_{it} = 1, \quad & \text{če je } \beta X_{it} + \eta EXP_{it-1} + u_1 + u_2 + v_{it} > 0 \text{ in} \\ & = 0 \text{ v nasprotnem primeru.} \end{aligned} \quad (13)$$

Če bi veljavnost enačbe 13 preverili na podjetniških podatkih, bi pozitiven in značilen  $\eta$  pomenil, da so fikсни vstopni stroški značilni.

Dodatna vključitev finančnih dejavnikov v enačbo 13 bi morala prej omenjeno napoved spremeniti (koeficient  $\eta$  bi moral postati neznačilen), če vstopni stroški in finančne omejitve (npr. dostop do posojil) dejansko »merijo« iste ovire ob vstopu. Če finančno omejena podjetja ne izvažajo, podatek, da niso izvažala niti v predhodnem obdobju, ne bo imel dodatne pojasnjevalne vrednosti (Greenaway, Guariglia in Kneller 2005).

### Sklep

Izboljšana dostopnost do baz podatkov na podjetniški ravni in razvoj novih metodoloških okvirov za mikroekonomsko analizo sta omogočila premik težišča empirične ekonomske analize z agregatne, celtnogospodarske ravni na delovanje podjetij in drugih tržnih agentov. Med področji, ki so nove priložnosti sprejela najhitreje, je prav gotovo teorija mednarodne menjave, kjer se je v zadnjem desetletju razcvetela tako teoretična kot tudi empirična literatura o heterogenosti podjetij in mednarodni menjavi.

Poglavitno vprašanje, ki je dominiralo nad dosedanji raziskovanji o povezavi med nastopanjem na tujih trgih in lastnostmi podjetij, je bilo vloga produktivnosti pri odločitvah o vstopu na tuji trg ter vloga takšnih odločitev na spremembe produktivnosti. Pomen dostopa do finančnih trgov za odločitev o internacionalizaciji poslovanja je do pred kratkim ostal popolnoma zanemarjen kljub bogati literaturi o vplivu finančnih omejitev na lastnosti podjetja. Redki dosednji poskusi empirične in teoretične analize pa odkrivajo celoten spekter ključnih vprašanj o povezavi med odločitvijo o izvozu in likvidnostnimi omejitvami, ki jim je bilo podjetje pri tem izpostavljeno. V skladu s teoretičnimi pričakovanji so se finančne omejitve na primerih posamičnih razvitih držav pokazale kot pomemben negativen dejavnik ob vstopu podjetij na nove (tuje) trge. Likvidnostno omejena podjetja, ki ali nimajo dostopa do posojil ali pa so ta predraga, ne glede na svojo produktivnost, velikost, kapitalsko intenzivnost in druge dejavnike ne bodo uspela s prodorom na tuje trge, ker ne bodo zmogla bremena stroškov za vstop na določen trg. Nerazviti kapitalski trgi bodo tako prispevali k manjši izvozni usmerjenosti gospodarstva in celo k manjši konkurenčnosti in potencialno nižji gospodarski rasti.

Poleg omenjenih odgovorov pa analiza povezave med kapitalskimi trgi in mednarodno dejavnostjo odpira tudi celo vrsto še nepojasnjenih vprašanj. Med pomembnejšimi problemi, ki na odgovore še čakajo, je tudi vprašanje dejanske kavzalnosti med dostopom do kapitala in izvoznim statusom, saj empirične raziskave nakazujejo tako

vpliv finančnih trgov na izvozni status kot tudi to, da izvozni status določa kreditni potencial podjetja.

### Opombe

1. Takšna formulacija transportnih stroškov predvideva, da se del (diferencirane) dobrine na poti do namembnega kraja stopi. Tako zgolj del  $1/\tau$  prispe na cilj, pri čemer  $\tau$  pomeni transportne stroške.
2. Fiksni stroški seveda pomenijo, da lahko proizvajalci izkoriščajo ekonomije obsega in bo (v ravnotežju) število proizvajalcev enako številu različic.
3. Dodatno Chaney predpostavlja, da zaradi nepopolnosti mednarodnih pogodb izvozniki ne bodo dobili posojil niti na svetovnih kapitalskih trgih.
4. V zadnjih letih so se pojavili tudi dokazi, ki omenjeni hipotezi nasprotujejo. Kaplan in Zingales (1997) ter Cleary (1999) tako pokažejo, da so prav naložbe finančno najbolj zdravih podjetij najbolj občutljivejše za denarne tokove podjetij. Nadalje so Cummins, Hasset in Oliner (2006) za ZDA ter Bond in dr. (2004) za Veliko Britanijo pokazali, da ko so alternativne naložbene priložnosti pravilno upoštevane, občutljivost naložb na denarne tokove popolnoma izgine.
5. Dodatno se izkažejo kot pomembne tudi druge bilančne spremenljivke.
6. Podobno na manjši pomen finančnih dejavnikov za izvozno dejavnost opozarja tudi Van Biesebroeck (2005), ki ugotavlja povezavo med dostopnostjo do formalnih finančnih posojil in izvozno dejavnostjo v podjetjih v posameznih državah podsaharske Afrike.

### Literatura

- Bernard, A. B., J. Eaton, J. B. Jensen in S. Kortum. 2003. Plants and productivity in international trade. *American Economic Review* 93 (4): 1268–1290.
- Bernard, A. B., in J. B. Jensen. 2004. Why some firms export. *Review of Economic and Statistics* 86 (2): 561–569.
- Bernard, A. B., in J. Wagner. 2001. Export entry and exit by German firms. *Weltwirtschaftliches Archiv* 137 (1): 105–123.
- Blalock, G., in S. Roy. 2005. A firm-level examination of the exports puzzle: why East Asian exports didn't increase after the 1997–1998 financial crisis? Rokopis, Cornell University.
- Bond, S., A. Klemm, R. Newton-Smith, M. Syed in G. Vlieghe. 2004. The roles of expected profitability, Tobin's Q and cash flow in econometric models of company investment. WP04/12, Institute for Fiscal Studies.
- Bond, S., in J. Van Reenen. 2005. Microeconomic models of investment and employment. V *Handbook of econometrics*, ur. J. Heckman in E. Leamer. 6. zvezek. Amsterdam: Elsevier.

- Bugamelli, M., in L. Infante. 2003. Sunk cost of exports. Bank of Italy Discussion Paper 469.
- Campa, J.-M., in J.-M. Shaver. 2002. Exporting and capital investment: on the strategic behavior of exporters. IĒSEE Discussion Paper 469.
- Carpenter, R., S. Fazzari in B. Petersen. 1994. Inventory (dis)investment, internal finance fluctuations, and the business cycle. *Brookings Papers in Economic Activity*, št. 2:75–112.
- . 1998. Financing constraints and inventory investment: a comparative study with high-frequency panel data. *Review of Economics and Statistics* 80 (4): 513–519.
- Chaney, T. 2005. Liquidity constrained exporters. Rokopis, Massachusetts Institute of Technology.
- Cleary, S. 1999. The relationship between firm investment and financial status. *Journal of Finance* 54 (2): 673–692.
- Cummins, J. G., K. A. Hassett in S. D. Oliner. 2006. Investment behavior, observable expectations, and internal funds. *American Economic Review* 96 (3): 796–810.
- Damijan, J., S. Polanec in J. Prašnikar. V pripravi. Does exporting increase productivity: firm level evidence from Slovenia.
- Das, S., M. Roberts in J. Tybout. 2004. Market entry costs, producer heterogeneity, and export dynamics. Rokopis, Pennsylvania State University.
- Greenaway, D., A. Guariglia in R. Kneller. 2005. Do financial factors affect exporting decisions? GEP Research Paper 2005/28.
- Guariglia, A. 1999. The effects of financial constraints on inventory investment: evidence from a panel of UK firms. *Economica* 66 (261): 43–62.
- . 2000. Inventory investment and capital market imperfections: a generalization of the Linear Quadratic Inventory Model. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 62 (1): 223–242.
- Guariglia, A., in S. Mateut. 2005. Inventory investment, global engagement and financial constraints in the UK: evidence from micro data. GEP Research Paper 2005/23.
- Head, K., in J. Ries. 2003. Heterogeneity and the foreign direct investment versus exports decision of Japanese manufacturers. *Journal of Japanese and International Economies* 17 (2): 448–467.
- Helpman, E., M. Melitz in S. Yeaple. 2004. Export versus FDI with heterogeneous firms. *American Economic Review* 94 (1): 300–316.
- Hoshi, T., A. Kashyap in D. Scharfstein. 1991. Corporate capital structure, liquidity and investment: evidence from Japanese industrial groups. *Quarterly Journal of Economics* 106 (1): 33–60.
- Kaplan, S., in L. Zingales. 1997. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financial constraints? *Quarterly Journal of Economics* 112 (1): 169–215.

- Kayshap, A., O. Lamont in J. Stein. 1994. Credit conditions and the cyclical behavior of inventors. *Quarterly Journal of Economics* 109 (3): 565–592.
- Konings, J., M. Rizov in H. Vandenbussche. 2003. Investment and financial constraints in transition economies: micro evidence from Poland, the Czech Republic, Bulgaria and Romania. *Economic Letters* 78 (2): 253–258.
- Melitz, M. 2003. The impact of trade on aggregate industry productivity and intra-industry reallocations. *Econometria* 71 (6): 1695–1725.
- Tybout, J. 2003. Plant- and firm-level evidence on 'new' trade theories. V *Handbook of international trade*, ur. E. Choi in J. Harrigan. Oxford: Blackwell.
- Van Biesebroeck, J. 2005. Exporting raises productivity in Sub-Saharan African manufacturing firms. *Journal of International Economics* 67 (2): 373–391.
- Zia, B. H. 2005. The effectiveness and allocation of subsidized credit: evidence from export loans. Rokopis, Massachusetts Institute of Technology.