HRVATSKA NARODNA BANKA

Istraživanja I-55

Inozemna izravna vlasnička ulaganja i premija stranog vlasništva: slučaj Hrvatske

Matej Bule i Andrijana Ćudina

Zagreb, siječanj 2020.

ISTRAŽIVANJA I-55

IZDAVAČ
Hrvatska narodna banka
Direkcija za izdavačku djelatnost
Trg hrvatskih velikana 3, 10000 Zagreb
Telefon centrale: 01/4564-555
Telefon: 01/4565-006
Telefaks: 01/4564-687

WEB-ADRESA
www.hnb.hr

GLAVNI UREDNIK
Ljubinko Jankov

UREDNIŠTVO
Vedran Šošić
Gordi Sušić
Davor Kunovac
Tomislav Ridzak
Evan Kraft
Maroje Lang
Ante Žigman

UREDNICA
Romana Sinković

LEKTORICA
Antonija Vidović

DIZAJNER
Vjekoslav Gjergja

GRAFIČKI UREDNIK
Slavko Križnjak

Za stajališta iznesena u ovom radu odgovorni su autori i ta stajališta nisu nužno istovjetna službenim stajalištima Hrvatske narodne banke.
Molimo korisnike ove publikacije da pri korištenju podataka obvezno navedu izvor.
Sve eventualno potrebne korekcije bit će unesene u web-verziju.

ISSN 1334-0077 (online)

HRVATSKA NARODNA BANKA

ISTRAŽIVANJA I-55

Inozemna izravna vlasnička ulaganja i premija stranog vlasništva: slučaj Hrvatske

Matej Bule i Andrijana Ćudina

Zagreb, siječanj 2020.

Sažetak

U radu se analizira struktura inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja u Hrvatsku te se na primjeru hrvatskih nefinancijskih poduzeća ekonometrijski ispituje postojanje i značenje premije stranog vlasništva. Pomoću novog skupa podataka nastalog spajanjem dviju baza podataka na razini poduzeća, utvrđeno je da su u razdoblju od 2002. do 2017. vlasnička ulaganja u nefinancijska poduzeća bila razmjerno skromna i da je najveći dio ulaganja bio motiviran osvajanjem novog tržišta, a tek manjim dijelom povećanjem efikasnosti poslovanja. Prema načinu ulaska na tržište većina ulaganja odnosi se na osnivanja novih poduzeća (*greenfield* ulaganja), premda su značajna i preuzimanja (*brownfield* ulaganja), čemu je znatno pridonijelo nekoliko velikih privatizacijskih procesa. Struktura ulaganja po djelatnostima razmjerno je nepovoljna jer se tek manji njihov dio odnosi na ulaganja u sektor razmjenjivih dobara i usluga te visokotehnološki intenzivne djelatnosti. Usporedbom s poduzećima u domaćem vlasništvu, regresijskom analizom potvrđeno je postojanje organizacijske, tehnološke i financijske premije stranog vlasništva koja se zamjetno razlikuje ovisno o veličini, djelatnosti ili regiji u kojoj poduzeća posluju, njihovoj pretežitoj poslovnoj orijentaciji na lokalno ili inozemno tržište, vlasničkom odnosu s inozemnim ulagačima, načinu ulaska na tržište kao i zemlji stranog ulagača. Tako je premija veća kod malih i srednje velikih poduzeća pretežito poslovno orijentiranih na lokalno tržište, pri čemu premija raste s većom koncentracijom stranog vlasništva. Osim toga, utvrđeno je postojanje efekta zemlje podrijetla ulagača, odnosno da se premija bitno razlikuje ovisno o zemlji iz koje ulaganje dolazi.

Ključne riječi:
inozemna izravna vlasnička ulaganja, premija stranog vlasništva

JEL klasifikacija:
F21, F23, L20, C21

Sadržaj

Sažetak v

1. Uvod 1

2. Pregled literature i doprinos istraživanja 1

3. Izvori podataka 2

4. Analiza strukture inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja 3

5. Premije stranog vlasništva u nefinancijskim poduzećima 6

6. Zaključak 11

Literatura 12

Dodatak 14

1. Uvod

U posljednja gotovo tri desetljeća mnoge su slabije razvijene europske zemlje nastojale privući što više inozemnih ulaganja jer su u povećanom priljevu stranoga kapitala prepoznale priliku za ubrzanje ekonomskog razvoja i procesa tranzicije s planske privrede na tržišnu ekonomiju. Inozemna ulaganja donose niz koristi za domaće gospodarstvo, i na makroekonomskoj i na mikroekonomskoj razini. Osim što su relativno stabilan oblik priljeva kapitala, što je posebno važno za zemlje koje imaju nedostatnu domaću štednju i akumulirane makroekonomske neravnoteže, inozemna izravna ulaganja (engl. *foreign direct investment*, FDI) donose brojne makroekonomske koristi, pri čemu se najviše ističu stvaranje novih radnih mjesta, povećanje poreznih prihoda, jačanje izvozne baze i povećanje konkurentnosti gospodarstva. Na mikroekonomskoj razini vlasničko povezivanje sa stranim ulagačima povećava mogućnost prenošenja superiornih znanja i tehnologija (engl. *know-how*), stvara priliku za brže uključivanje u globalne lance vrijednosti te često omogućuje pristup stabilnijim i povoljnijim izvorima financiranja.

Iako nositelji ekonomske politike opisane prednosti inozemnih vlasničkih ulaganja nerijetko uzimaju kao zadane, zaključci istraživanja o njihovim učincima ni približno nisu tako jednoznačni. Naime, obično se stručne analize temelje na agregatnim makroekonomskim podacima o priljevima ili stanjima inozemnih ulaganja, pri čemu se gotovo u potpunosti zanemaruje činjenica da iza spomenutih veličina stoji skup veoma heterogenih poduzeća koja su se zbog različitih motiva i na različite načine odlučila investirati u druge zemlje, iz čega konačno proizlaze i različiti učinci ulaganja na gospodarstvo zemlje primateljice. U tom kontekstu, a s povećanom dostupnošću mikropodataka, trend je da novija literatura sve češće stavlja upravo poduzeća u središte istraživačkih pitanja o učincima stranih ulaganja. Pritom se polazi od pretpostavke da strani ulagači investiraju u druge zemlje u namjeri da materijaliziraju prednosti koje posjeduju njihova poduzeća, a koje nisu dostupne lokalnim poduzetnicima (Dunning, 1993.).

Slijedom toga, ovim se istraživanjem nastoje pobliže ispitati prednosti stranog vlasništva na primjeru hrvatskih poduzeća u razdoblju od 2002. do 2017. kroz izračun premije stranog vlasništva na temelju različitih organizacijskih, tehnoloških ili financijskih pokazatelja poslovanja poduzeća. Pritom se uvažavaju različiti aspekti stranih ulaganja, od samih motiva ulaganja (osvajanje novih tržišta ili povećanje efikasnosti u poslovanju inozemnog ulagača), zatim načina ulaska inozemnog investitora na lokalno tržište (samostalno ili zajedničko ulaganje, privatizacija ili preuzimanje od privatnog rezidenta), djelatnosti i veličine poduzeća, regionalne pripadnosti, zemlje stranog ulagača i sl.

Rad je strukturiran na sljedeći način. Nakon uvoda, u drugom se poglavlju daje kratak pregled empirijske literature, s naglaskom na doprinos koji literaturi daje provedeno istraživanje. U trećem se poglavlju opisuju izvori podataka koji su korišteni u deskriptivnom i empirijskom dijelu istraživanja. U četvrtom poglavlju iznosi se detaljna deskriptivna analiza inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja u Hrvatsku, temeljena na podacima koje izravno od poduzeća prikupljaju Hrvatska narodna banka i Financijska agencija, a koji, prema najboljim saznanjima autora, do sada na ovaj način nisu korišteni u kontekstu analize priljeva inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja. Na osnovi spomenutih podataka u petom se poglavlju ekonometrijski ocjenjuju premije stranog vlasništva prema različitim kriterijima, i to prema djelatnosti ili regiji u kojoj poduzeća posluju, zatim prema njihovoj pretežitoj poslovnoj orijentaciji kao i prema vlasničkom odnosu s inozemnim ulagačima te načinu na koji je ulaganje provedeno.

2. Pregled literature i doprinos istraživanja

Empirijska literatura koja se bavi učincima inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja na domicilno gospodarstvo prilično je bogata. No, većinom se radi o makroekonomskim studijama provedenima na većem skupu zemalja, koje tek djelomično uvažavaju specifičnosti svake zemlje i čiji zaključci nisu uvijek široko primjenjivi. Nasuprot tome, mikroekonomske studije, koje se oslanjaju na podatke na razini poduzeća i time uvažavaju heterogenost između pojedinih investicijskih projekata (Wang i sur., 2012.), omogućuju direktnije mjerenje učinaka inozemnih ulaganja na poslovanje individualnih poduzeća kao i mjerenje učinaka prelijevanja na druga poduzeća te posljedično na ukupna makroekonomska kretanja. Zahvaljujući sve većoj dostupnosti i kvaliteti podataka, broj je takvih studija na globalnoj razini u porastu.

Metodološki gledano, u mikroekonomskim studijama, učinci inozemnih ulaganja najčešće se mjere direktnom usporedbom poduzeća u stranom vlasništvu i poduzeća u domaćem vlasništvu kroz izračun tzv. premije stranog vlasništva, na temelju različitih strukturnih i financijskih pokazatelja. Očekivano, većina takvih istraživanja potvrđuje opće prihvaćenu tezu da poduzeća u stranom vlasništvu imaju bolja obilježja i performanse od poduzeća u domaćem vlasništvu (primjerice, u slučaju američkih poduzeća to su potvrdili Doms i Jensen, 1995., belgijskih poduzeća Goethals i Ooghe, 1997., britanskih poduzeća Conyon i sur., 2002., turskih poduzeća Aydin i sur., 2007., njemačkih poduzeća Gelübcke, 2012.), u čemu se najčešće ističu veća proizvodnost rada i plaće, veća kapitalna i tehnološka intenzivnost kao i bolji financijski pokazatelji poslovanja, primarno veća profitabilnost i niži troškovi financiranja. Pripisuje se to činjenici da poduzeća u stranom vlasništvu posjeduju specifične prednosti koje nisu dostupne domaćim poduzećima, primarno u obliku boljih tehnoloških i financijskih uvjeta, kvalitetnijega ljudskoga kapitala, iskustva i drugih resursa koji im omogućuju učinkovitije i konkurentnije poslovanje (Caves, 2007.; Huang i Shiu, 2009.). Objašnjenje može biti i u pozitivnoj selekciji kod inozemnih investitora pri

odabiru lokalnih poduzeća, odnosno u njihovoj sklonosti da preuzimaju poduzeća s iznadprosječnim performansama (Bentivogli i Mirenda, 2016.).

No, postoje i iznimke. Tako Konings (2001.) na primjeru poduzeća u Bugarskoj i Rumunjskoj nije pronašao pozitivne učinke stranog vlasništva, kao ni Khawar (2003.) na primjeru meksičkih poduzeća, a gotovo nikakvu razliku u odnosu na poduzeća u domaćem vlasništvu nisu pronašli ni Barbosa i Louri (2005.) u slučaju poduzeća u Portugalu i Grčkoj. Prema njihovim nalazima bolje poznavanje lokalnih tržišta i razvijenost distribucijskih kanala neke su od prednosti koje u većoj mjeri mogu kapitalizirati domaći vlasnici nego strani. Dok većina spomenutih studija ne razlikuje učinke prema koncentraciji stranog vlasništva, Azzam i sur. (2013.) na primjeru egipatskih poduzeća pokazali su da strano vlasništvo može imati nelinearne učinke, odnosno da se njegov pozitivni učinak smanjuje nakon određene razine udjela stranog vlasništva, a pokazali su i da se učinci razlikuju ovisno o sektoru gospodarstva. Slično tome, Hintošova i Kubikova (2016.) na primjeru slovačkih poduzeća potvrđuju da se poslovanje poduzeća poboljšava s rastom udjela stranog vlasništva, ali jedino do razine od oko 60%, nakon čega se pogoršava u odnosu na usporediva poduzeća.

U većini dosadašnjih istraživanja na primjeru Hrvatske učinci inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja analizirani su iz makroekonomske perspektive (Vukšić, 2005.; Derado i sur., 2011.; Derado, 2013.; Kersan-Škrabić i Tijanić, 2014.). Tek je nekoliko istraživanja provedenih na mikroekonomskoj razini, a radi se o nešto starijim studijama koje su usmjerene na prerađivački sektor. Škudar (2004.) tako deskriptivnom analizom potvrđuje pozitivne učinke izravnih vlasničkih ulaganja na primjeru poduzeća u hrvatskom prerađivačkom sektoru u razdoblju od 1998. do 2002., i kod novoosnovanih i kod preuzetih poduzeća, a koji se ogledaju u bržem rastu prihoda i kapitala u odnosu na poduzeća u domaćem vlasništvu kao i u bržem rastu proizvodnosti rada. Isti je autor istaknuo i to da se pozitivni učinci izravnih ulaganja iz prerađivačkog sektora nisu prelili na makroekonomske pokazatelje, kao što je to slučaj kod drugih tranzicijskih europskih zemalja, i to zbog relativno manjeg obujma tih ulaganja u odnosu na druge sektore, primarno uslužni sektor. Drugo značajno istraživanje (Marić, 2008.), provedeno na uzorku od oko 2400 poduzeća u razdoblju od 1999. do 2005., također je potvrdilo pozitivne učinke stranog vlasništva na proizvodnost poduzeća koja su predmet ulaganja kao i učinke prelijevanja na proizvodnost ostalih poduzeća u prerađivačkoj industriji.

Istraživačka pitanja koja su otvorili spomenuti autori i dalje su iznimno aktualna za Hrvatsku, posebno u kontekstu niskoga potencijalnog rasta bruto domaćeg proizvoda Hrvatske i doprinosa koji njegovu povećanju mogu dati nova vlasnička ulaganja. Ovim istraživanjem nadopunjuju se dosadašnja empirijska znanja o izravnoj povezanosti stranog vlasništva i poslovanja domaćih poduzeća na mikrorazini, što je osnova za razumijevanje utjecaja FDI-ja na ukupna makroekonomska kretanja. Empirijski gledano, doprinos ovog istraživanja vrlo je značajan s više aspekata. S jedne strane, u radu se prvi put ukupni podaci o izravnim vlasničkim ulaganjima u Hrvatsku, na temelju jedinstvene baze podataka, dezagregiraju prema novim kriterijima od kojih su možda najzanimljiviji pretežita poslovna orijentacija (engl. *market vs. export orientation*) i način ulaska stranog investitora (engl. *mode of entry*). Na mikroekonomskoj je razini glavni doprinos istraživanja u mjerenju premije stranog vlasništva putem znatno šireg skupa različitih strukturnih i financijskih pokazatelja poslovanja koji do sada nisu korišteni, i to na znatno većem uzorku poduzeća i tijekom dužeg razdoblja (2002. – 2017.). Naime, prvi put, prema najboljim saznanjima autora, regresijskim modelom ocijenjene su premije stranog vlasništva u različitim organizacijskim, tehnološkim i financijskim aspektima poslovanja nefinancijskih poduzeća u Hrvatskoj. Pritom se uvažava heterogenost među poduzećima s obzirom na djelatnost u kojoj posluju, veličinu, regionalnu pripadnost, poslovnu orijentaciju, oblik stranog vlasništva itd. Upravo diferencijacija premije stranog vlasništva s obzirom na sve navedene aspekte značajno pridonosi boljem razumijevanju ponašanja inozemnih ulagača te može koristiti nositeljima ekonomske politike u kreiranju politika za poticanje inozemnih ulaganja s ciljem poboljšanja položaja Hrvatske na globalnom investicijskom tržištu.

3. Izvori podataka

Za potrebe istraživanja korišteni su podaci iz dviju baza podataka na razini poduzeća. Prva je baza podataka HNB-a koja sadržava detaljne informacije o inozemnim izravnim vlasničkim ulaganjima[1] po poduzećima od 1990. do 2018. godine. Naime, pravne osobe u Hrvatskoj dužne su HNB-u prijaviti propisane podatke o inozemnim izravnim vlasničkim ulaganjima u svrhu praćenja statistike odnosa s inozemstvom, odnosno sastavljanja platne bilance. Prednost je HNB-ove baze podataka što ona jedina uključuje podatke o vrsti i iznosu svakoga pojedinačnog vlasničkog ulaganja, načinu plaćanja, zemlji ulagača, stečenom udjelu u poduzeću i sl. Ta je baza podataka spojena s bazom godišnjih financijskih izvještaja poduzetnika Financijske agencije (u nastavku teksta: Fina) od 2002. do 2017., i to pomoću matičnog broja kao identifikatora poduzeća. Poduzeća koja posluju u Hrvatskoj obvezna su Fini dostaviti godišnje financijske izvještaje za statističke i druge potrebe, koji se potom kontroliraju i agregiraju te isporučuju drugim institucijama i korisnicima. Finina baza sadržava nekoliko stotina različitih obilježja, tj. stavki iz završne bilance te računa dobiti i gubitka poduzeća. Spajanjem spomenutih baza, odnosno uparivanjem poduzeća s njegovim karakteristikama iz svake od dviju baza, stvoren je novi skup podataka kojim je omogućena znatno detaljnija razrada kretanja ukupnih inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja kao i dublji uvid u mikroekonomske

1 U ovom radu definicija inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja odnosi se na ona ulaganja kojima strani vlasnik stječe najmanje 10% udjela u temeljnom kapitalu trgovačkog društva.

aspekte stranih ulaganja.

Na osnovi kreiranog skupa podataka u četvrtom se poglavlju najprije dezagregiraju ukupna inozemna izravna vlasnička ulaganja u nefinancijska poduzeća od 2002. do 2017. godine. Tom je analizom obuhvaćeno 9717 identificiranih nefinancijskih poduzeća koja su u promatranom razdoblju u različitim trenucima bila predmetom stranih ulaganja. Radi se o poduzećima za koja su dostupni cjeloviti podaci, odnosno koja su uredno prijavila podatke o stranim ulaganjima HNB-u te su ujedno dostavila godišnje financijske izvještaje Fini. Analiza ne uključuje 456 poduzeća koja nisu dostavila godišnje financijske izvještaje Fini, zbog čega nisu mogla biti uvrštena u novi skup podataka, ali njihov je udio u ukupnoj vrijednosti inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja neznatan jer je najčešće riječ o neaktivnim poduzećima[2].

Uzorak poduzeća u stranom vlasništvu koji se koristio za izračun premije stranog vlasništva u petom poglavlju primjetno je manji nego u četvrtom poglavlju. Naime, u razdoblju od 2002. do 2017. ukupno je više od sto tisuća poduzeća poslovalo u Hrvatskoj, među kojima se nalazi i spomenutih 9717 poduzeća u stranom vlasništvu koja su bila predmet analize u četvrtom poglavlju. Međutim, taj je broj smanjen "čišćenjem" na osnovi nekoliko kriterija. Prvo su iz ukupne populacije isključena poduzeća u onim djelatnostima (na najnižoj petoj razini Nacionalne klasifikacije djelatnosti) u kojima u promatranom razdoblju nisu zabilježena strana ulaganja. Zatim su isključena i ona poduzeća koja su u promatranom razdoblju u prosjeku imala manje od deset zaposlenika. Tako je na kraju za izračun premije stranog vlasništva u petom poglavlju korišten uzorak od 35.324 poduzeća, od kojih je 2185 u stranom vlasništvu, a 33.139 u vlasništvu rezidenata. Detaljan pregled strukture uzorka po različitim kriterijima nalazi se u Tablici 1. u Dodatku na kraju rada.

4. Analiza strukture inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja

Promatraju li se agregatni pokazatelji inozemnih izravnih ulaganja, poput udjela ukupnih stranih ulaganja u BDP-u, Hrvatska se svrstava među ponajbolje nove zemlje članice EU-a, što je pomalo neočekivano i nije u skladu s drugim pokazateljima gospodarske uspješnosti. Podaci na razini poduzeća, koji omogućuju detaljnu razradu agregatnih pokazatelja, daju nešto drugačiju sliku o naizgled povoljnim ostvarenjima stranih ulaganja u Hrvatsku.

Najprije, ukupna ostvarena inozemna izravna vlasnička ulaganja u Hrvatsku u znatnoj se mjeri odnose na vlasnička ulaganja u financijski sektor, što je očekivano s obzirom na izraženu bankocentričnost financijskog sustava i visoku zastupljenost stranog vlasništva u domaćem bankarskom sektoru[3]. Kako se može vidjeti na Slici 1. (lijevo), u vrijeme snažnog rasta plasmana banaka prije krize zabilježen je snažan priljev izravnih vlasničkih ulaganja povezanih s bankama i osiguravajućim društvima, da bi nakon izbijanja krize i pada kreditne aktivnosti ti priljevi gotovo potpuno nestali. Kao drugo, značajna su i inozemna ulaganja koja su nastala pretvaranjem duga prema vlasnički povezanim vjerovnicima u inozemstvu u kapital. Takve su se transakcije intenzivirale po izbijanju krize, što može stvoriti privid više razine inozemnih vlasničkih ulaganja, dok se zapravo najčešće radi o poduzećima u stranom vlasništvu koja su zapala u teškoće te je u sklopu restrukturiranja društva dug prema matičnim poduzećima u inozemstvu pretvoren u kapital. Nadalje, Hrvatska je bila izložena i tzv. kružnim izravnim ulaganjima koja imaju učinak povećanja izravnih vlasničkih ulaganja u oba smjera, tj. u Hrvatsku i inozemstvo u istom iznosu (takva je ulaganja u znatnoj mjeri ostvarilo nekoliko poduzeća u 2008., 2009., 2010. i 2014. godini).

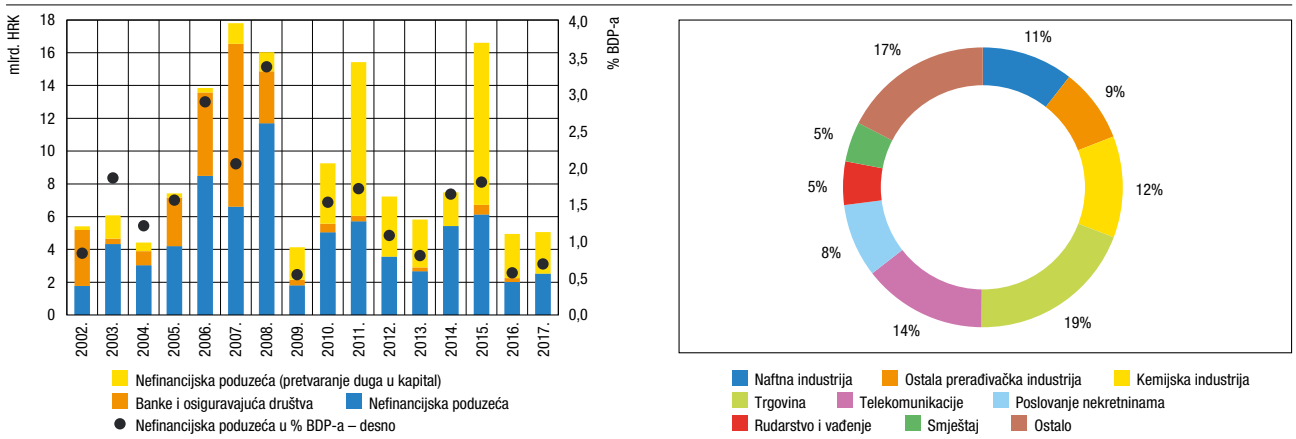
Kada se isključe ove tri kategorije ulaganja, pri čemu ostaju samo inozemna izravna vlasnička ulaganja u sektor nefinancijskih poduzeća (bez transakcija pretvaranja duga u kapital), slika inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja u Hrvatsku zamjetno je drugačija. Naime, prosječna vrijednost užeg agregata inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja tijekom razdoblja od 2002. do 2017. dvostruko je manja u odnosu na ukupni agregat (1,5% BDP-a u usporedbi s 3,1% BDP-a). Iako nižeg iznosa, priljev ulaganja u nefinancijska poduzeća relativno je stabilan tijekom cijeloga promatranog razdoblja te se uglavnom kreće u rasponu od 1% do 2% BDP-a, što je u skladu s teorijskim pretpostavkama koje upućuju na to da su inozemna izravna ulaganja razmjerno stabilan oblik kapitalnih tokova (Loungani i Razin (2001.), Lipsey (2001.), Sula i Willet (2006.)). Jedina su iznimka 2006. i 2008. godina, kada su zabilježena nešto veća ulaganja, čemu su gotovo isključivo pridonijeli jednokratni učinci povezani sa značajnim privatizacijama dvaju državnih poduzeća u djelatnosti proizvodnje lijekova te prerade nafte i naftnih derivata.

Ne samo da su inozemna izravna vlasnička ulaganja u nefinancijska poduzeća relativno skromna, već je i njihova struktura razmjerno nepovoljna, što se vidi iz razrade po djelatnostima na Slici 1. (desno). Naime, prevladavaju ulaganja u sektore nerazmjenjivih dobara i usluga poput trgovine, telekomunikacija, poslovanja nekretninama i sl. Istodobno, sektori razmjenjivih dobara i usluga u kojima su zabilježena znatnija strana ulaganja jesu naftna, kemijska i duhanska industrija, gdje u ukupnoj vrijednosti stranih vlasničkih ulaganja ponovno dominira nekoliko poduzeća i s njima povezane transakcije privatizacije i preuzimanja od domaćega privatnog vlasnika ili države. Osim njih, još se može izdvojiti ostala prerađivačka industrija te smještaj kao djelatnosti razmjenjivih dobara i usluga u kojima su ostvarene investicije s nešto većim izvoznim potencijalom. Osim što prevladavaju ulaganja u sektor nerazmjenjivih

2 Upravo zbog prilagodbi koje su načinili autori u analitičke svrhe i drugih metodoloških razlika, agregatni podaci o kretanjima priljeva inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja mogu se razlikovati od službenih podataka HNB-a.

3 Prema podacima HNB-a u Hrvatskoj je u 2018. udio imovine banaka u stranom vlasništvu u ukupnoj imovini banaka iznosio čak 90,1%, a takva je struktura prisutna već gotovo dva desetljeća (dostupno na https://www.hnb.hr/-/pokazatelji-poslovanja-kreditnih-institucija).

Slika 1. Inozemna izravna vlasnička ulaganja u Hrvatsku (lijevo) i struktura inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja u nefinancijska poduzeća po djelatnostima (desno)



Napomena: Lijeva slika isključuje kružna izravna ulaganja, a desna slika isključuje još i transakcije pretvaranja duga u kapital te transakcije povezane s vlasničkim ulaganjima u banke i osiguravajuća društva.
Izvor: Obrada autora prema podacima Fine i HNB-a

dobara, ujedno je i njihova struktura u smislu tehnološke intenzivnosti nepovoljna. Naime, gotovo četiri petine investicija ostvarenih u djelatnostima prerađivačke industrije (bez naftne, duhanske i kemijske) odnosi se na niskotehnološke ili srednje niskotehnološke djelatnosti[4].

Na Slici 2. (lijevo) prikazana su kretanja inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja u nefinancijska poduzeća s obzirom na odabrani način ulaska (engl. *entry mode*) stranog investitora na domaće tržište. Svakom inozemnom ulaganju prethodi odluka pokreće li se poslovanje od samog početka osnivanjem novog društva ili se preuzima postojeće poduzeće u vlasništvu rezidenata ili države. U tom se kontekstu razlikuju[5]: *greenfield* ulaganja koja podrazumijevaju osnivanje novog poduzeća i *brownfield* ulaganja koja podrazumijevaju preuzimanje postojećeg poduzeća, bilo u vlasništvu rezidenta ili privatizacijom državnog poduzeća. Ako se ulagač odluči na osnivanje novog društva, ostaje pitanje hoće li poslovanje razvijati samostalno ili u obliku zajedničkog ulaganja s drugim investitorom (engl. *joint venture*), bilo lokalnim ili stranim, pri čemu je ključna razlika u tome da zajednički pothvat, osim mogućih prednosti, za sobom nosi i određene rizike za stranog vlasnika zbog manjeg stupnja kontrole. Nadalje, treba napomenuti da u kontekstu pozitivnog doprinosa ulaganja na zemlju domaćina literatura obično daje prednost *greenfield* ulaganjima (primjerice vidi Bayar (2017.), Neto i sur. (2010.), Luu (2016.)). S druge strane, značajna *brownfield* ulaganja ipak nisu neuobičajena za tranzicijske i posttranzicijske zemlje koje prolaze kroz proces privatizacije te ubrzanog otvaranja domaće ekonomije prema ostatku svijeta, u uvjetima nedostatne štednje i akumuliranih makroekonomskih neravnoteža.

Tako je i u slučaju Hrvatske, gdje očekivano u godinama prije krize velik udio čine *brownfield* ulaganja (oko 53% vrijednosti svih inozemnih vlasničkih ulaganja prije krize), čemu su poglavito pridonijele privatizacije nekoliko državnih poduzeća. Međutim, nakon krize važnost *brownfield* ulaganja opada (čine oko 35% svih inozemnih vlasničkih ulaganja) budući da nije bilo značajnih privatizacija državnih poduzeća od stranih investitora u tom razdoblju, iako je udio transakcija povezanih s preuzetim poduzećima od domaćega privatnog vlasnika zamjetno porastao, ali u prvom redu zbog dokapitalizacija prethodno preuzetnih poduzeća, dok se vrijednost novih preuzimanja počela oporavljati tek od 2012. godine (Slika 2. lijevo). Međutim, takva je struktura djelomično i očekivana s obzirom na to da su transakcije preuzimanja nerijetko vrednije od *greenfield* projekata. Promatra li se isključivo broj novih projekata[6], *greenfield* ulaganja puno su češća, iako se nakon izbijanja krize snažno smanjio broj novih (i *greenfield* i *brownfield*) ulaganja. Tek se nakon ulaska Hrvatske u Europsku uniju broj novih projekata nakratko povećao, nakon čega se ponovo vratio na razinu zabilježenu neposredno pred ulazak u Uniju.

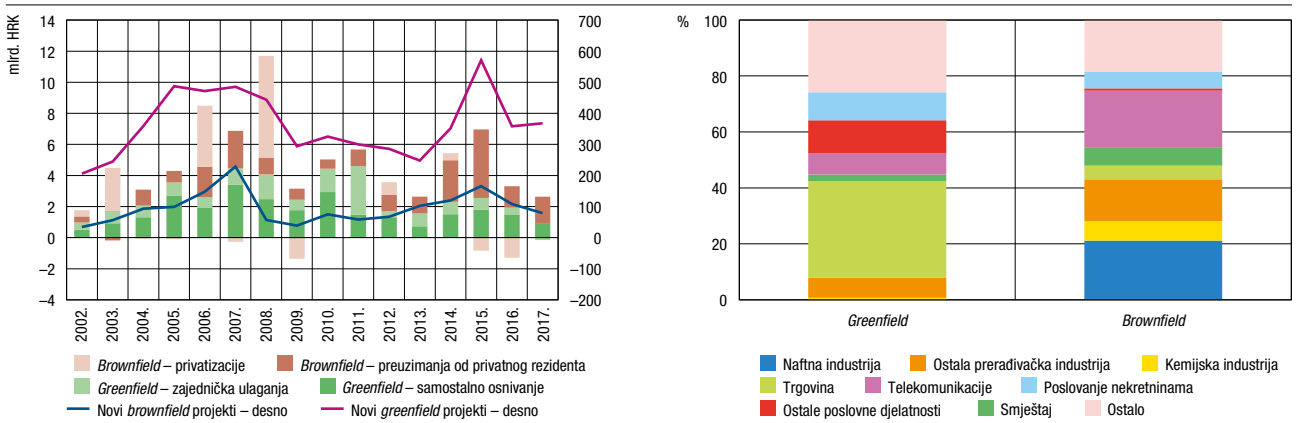
Promatraju li se detaljnije *greenfield* ulaganja, na Slici 2. (lijevo) može se primijetiti kako su zajednička ulaganja kao vrsta izravnih investicija veoma zastupljena, pri čemu se najveći broj njih odnosi na suradnju s lokalnim poduzetnikom. Brojni su razlozi zbog kojih se strani investitor upušta u zajednički poslovni pothvat s lokalnim poduzećem, ali najčešće se radi o dva oprečna slučaja. U prvom i poželjnijem, strani ulagač udružuje se s lokalnim poduzećem zbog dijeljenja tehnologije, znanja i resursa kao i zbog njegova poznavanja lokalnih poslovnih praksi i uspostavljenih distribucijskih kanala, što znatno povećava vjerojatnost od pozitivnih učinaka prelijevanja. S druge strane, postoje i slučajevi kada je razlog udruživanja

4 Sektorska podjela djelatnosti prerađivačke industrije prema stupnju tehnološke intenzivnosti napravljena je prema klasifikaciji Eurostata (ulaganje u istraživanje i razvoj / dodana vrijednost). http://ec.europa.eu/eurostat/statisticsexplained/index.php/Glossary:Hightech_classification_of_manufacturing_industries

5 Prikazana podjela na Slici 2. (lijevo) s obzirom na vrstu ulaganja napravljena je prema početnom obilježju poduzeća/projekta te se svaka eventualno nova dokapitalizacija tog poduzeća u idućim godinama pripisuje istom obilježju. Na taj se način uvažava vremenska dimenzija investicijskog projekta, posebno u slučajevima osnivanja novih poduzeća, s obzirom na to da realizacija projekta traje više godina i strani ulagači najčešće prvo uplaćuju minimalni osnivački kapital te s protekom vremena naknadnim dokapitalizacijama poduzeća prate razvoj projekta.

6 Broj novih ***greenfield*** projekata odnosi se na broj osnivanja novih poduzeća u promatranoj godini, pri čemu je isključena djelatnost poslovanja nekretninama. Naime, prije ulaska Hrvatske u Europsku uniju nerezidentima je bila znatno otežana kupnja nekretnine u Hrvatskoj pa je nerijetko bila praksa da oni osnivaju poduzeće putem kojega bi kupili željenu nekretninu, dok bi društvo zatim bilo u mirovanju.

Slika 2. Kretanje *greenfield* i *brownfield* ulaganja u nefinancijska poduzeća prema načinu ulaska stranog ulagača (lijevo) i struktura vrijednosti ulaganja po djelatnostima (desno)



Napomena: Podaci isključuju kružna izravna ulaganja, transakcije pretvaranja duga u kapital i transakcije povezane s vlasničkim ulaganjima u banke i osiguravajuća društva. Podaci o broju *brownfield* projekata odnose se na broj novih preuzimanja od privatnih rezidenata i privatizacija po godini, dok se podaci o broju *greenfield* projekata odnose na broj novih poduzeća koja je osnovao inozemni investitor (bilo samostalno ili zajedno s domaćim investitorom) u promatranoj godini.
Izvor: Obrada autora prema podacima Fine i HNB-a

činjenica da je riječ o zemlji domaćinu s visokom razinom administrativnih i svih ostalih barijera (primjerice visoka razina korupcije) za uspostavu poslovanja pa je samostalno osnivanje poduzeća za stranog ulagača prevelika prepreka te se poduzeća udružuju u namjeri da smanje rizik investicije. Razloge zbog kojih se strani investitori u Hrvatskoj udružuju s lokalnim poduzetnicima teško je utvrditi i nisu najbolje istraženi, a postojeća se literatura uglavnom bavi motivima lokalnih poduzetnika, a ne stranih investitora (primjerice Matić i Ćenan (2007.) te Bilas i sur. (2012.)).

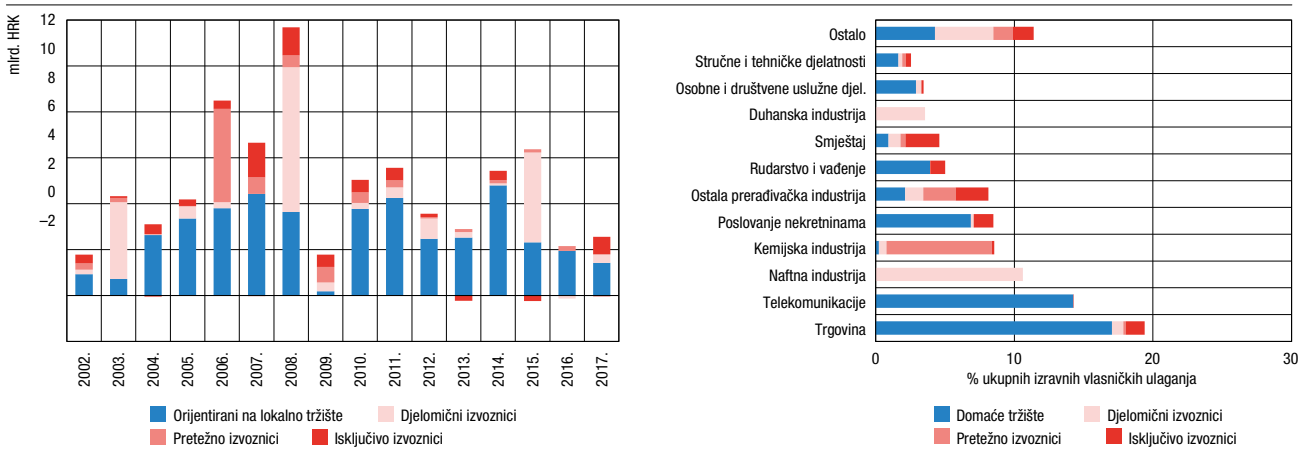
Međutim, najveće su razlike između ostvarenih *greenfield* i *brownfield* ulaganja u nefinancijska poduzeća vidljive tek kada se promotri struktura po djelatnostima (Slika 2. desno). Tako se najveći dio *greenfield* ulaganja odnosi na trgovinu te, u manjoj mjeri, na ostale poslovne djelatnosti, poslovanje nekretninama i ostalu prerađivačku industriju (bez kemijske i naftne industrije). Za razliku od toga, glavnina *brownfield* ulaganja ostvarena je u prerađivačkoj industriji, čemu su znatno pridonijele velike privatizacije u naftnoj i kemijskoj industriji, ali i značajna preuzimanja u ostaloj prerađivačkoj industriji, dok se tek manji dio ulaganja odnosi na trgovinu, što strukturu ulaganja u promatrane dvije skupine čini bitno različitom. Ipak, očekivano je da su preuzimanja češća u djelatnostima s nešto većim barijerama ulaska i većom tehnološkom i kapitalnom intenzivnošću, kao što je prerađivačka industrija, dok je osnivanje novog poduzeća svakako pogodnije u djelatnostima kao što je trgovina.

Iako se glede načina ulaska stranih investitora u Hrvatsku teško može otići dalje od utvrđivanja činjeničnog stanja vrijednosti i broja ulaganja, nešto se konkretniji zaključci mogu donijeti promatra li se struktura ulaganja prema motivima stranih ulagača za dolazak u Hrvatsku. Literatura uglavnom prepoznaje tri motiva (Dunning, 1993.), a to su: osvajanje lokalnog tržišta (engl. *market-seeking*), povećanje efikasnosti (engl. *efficiency-seeking*) i pribavljanje resursa (engl. *resource-seeking*). Dok je prilično teško utvrditi kada su strana ulaganja motivirana pribavljanjem strateških resursa, udio izvoza u ukupnim prihodima od prodaje može biti kvalitetan pokazatelj radi li se o motivu osvajanja lokalnog tržišta ili povećanja efikasnosti poslovanja. Naime, budući da je hrvatsko tržište relativno malo, viši udio izvoznih prihoda u poduzećima u stranom vlasništvu može upućivati na zaključak da se radi o poduzećima koja su preuzeta ili osnovana radi povećanja efikasnosti multinacionalne korporacije (niži troškovi poslovanja, blizina inozemnog tržišta, strateški resursi i sl.) u proizvodnji dobara i usluga koja uglavnom nisu namijenjena hrvatskom tržištu već izvozu na treća tržišta. Uzmu li se u obzir spomenute pretpostavke o povezanosti izvozne intenzivnosti poduzeća i motiva ulaganja, možemo razlikovati tržišno orijentirana poduzeća, koja uglavnom ne izvoze ili su povremeni izvoznici pa im udio prodaje na stranim tržištima ne prelazi 20% ukupnih prihoda od prodaje, zatim djelomično izvozno orijentirana poduzeća kojima se spomenuti udio kreće između 20% i 50%, pretežni izvoznici kojima izvozni prihodi čine između 50% i 75% prihoda te isključivi izvoznici kojima izvozni prihod čini više od 75% prihoda.

Na Slici 3. (lijevo), uvažavajući opisanu podjelu, prikazano je kretanje vrijednosti inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja s obzirom na obilježje intenzivnosti izvoza u poduzeću koje je pokazatelj pretežite orijentacije poslovanja poduzeća na lokalno odnosno inozemno tržište i time motivacije stranih ulagača za njihov dolazak u Hrvatsku. Gotovo u svim promatranim godinama dominiraju inozemna izravna vlasnička ulaganja u poduzeća orijentirana na poslovanje na lokalnom tržištu. Jedina su iznimka 2003., 2006., 2008. i 2015., ali u svim se spomenutim godinama radi o transakcijama povezanima sa spominjanim privatizacijama dvaju poduzeća iz naftne industrije i proizvodnje lijekova te velikog preuzimanja u domaćoj duhanskoj industriji, koja su ujedno veliki izvoznici. Stoga se može zaključiti kako je izrazito malen priljev izravnih vlasničkih ulaganja tijekom promatranog razdoblja povezan s motivom povećanja efikasnosti poslovanja grupacije, što ujedno ukazuje na manjak konkurentnosti domaće ekonomije za privlačenje ulagača orijentiranih na izvoz. Spomenuti oblik ulaganja svakako bi pridonio većoj uključenosti u globalne lance vrijednosti i snažnijoj trgovinskoj integraciji Hrvatske kao i općenito jačanju izvoznog sektora.

Nakon što je Hrvatska propustila val inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja u srednju i istočnu Europu na samom početku tranzicijskog procesa 1990-ih godina zbog specifičnih gospodarskih i političkih prilika te pravne i ekonomske nesigurnosti,

Slika 3. Inozemna izravna vlasnička ulaganja u nefinancijska poduzeća prema izvoznoj intenzivnosti (lijevo) i struktura ulaganja po djelatnostima (desno)



Napomena: Podaci isključuju kružna izravna ulaganja, transakcije pretvaranja duga u kapital i transakcije povezane s vlasničkim ulaganjima u banke i osiguravajuća društva.
Izvor: Obrada autora prema podacima Fine i HNB-a

analiza je pokazala da je priljev vlasničkih ulaganja ostao skroman i u promatranom posttranzicijskom razdoblju od 2002. do 2017., poglavito kada je riječ o izvozno orijentiranim investicijama. Izostanak značajnijeg priljeva tih ulaganja u promatranom razdoblju može se objasniti nizom razloga, pri čemu vrijedi istaknuti njih nekoliko. U odnosu na usporedive zemlje članice EU-a, Hrvatska je primljena u punopravno članstvo u Uniji znatno kasnije, odnosno 2013. godine, dok je većina novih članica primljena u valu proširenja 2004., što im je dugi niz godina pružalo prednost u privlačenju izvozno orijentiranih investicija zbog znatno lakšeg pristupa zajedničkom tržištu. Osim toga, poznato je da je dio izvozno orijentiranih investicija motiviran povećanjem troškovne efikasnosti grupacije smanjenjem troška rada, pri čemu Hrvatska svakako ne pripada skupini zemalja koja je svoju politiku privlačenja stranih ulaganja temeljila na cijeni rada. Također, mogu se izdvojiti i neki interni čimbenici koji otežavaju poslovanje u zemlji, poput nepredvidive porezne politike, pravne nesigurnosti i drugih strukturnih ograničenja, što potvrđuje slaba pozicija Hrvatske na ljestvicama konkurentnosti Svjetske banke (*Doing Business)* i Svjetskoga ekonomskog foruma *(Global Competitiveness Report)*. Slab priljev izvozno orijentiranih ulaganja nisu mogla nadomjestiti ulaganja usmjerena na lokalno tržište jer je ono razmjerno malo i niske kupovne moći, što u konačnici objašnjava zašto je ukupan priljev vlasničkih ulaganja u promatranom razdoblju bio tako skroman te zašto Hrvatska zaostaje glede realne konvergencije u odnosu na druge nove članice Unije.

5. Premije stranog vlasništva u nefinancijskim poduzećima

Na uzorku hrvatskih nefinancijskih poduzeća ekonometrijski se testira hipoteza o postojanju tzv. premije stranog vlasništva, odnosno postojanje razlike u pokazateljima poslovanja i obilježjima poduzeća u stranom i domaćem vlasništvu. Kao što je spomenuto u trećem poglavlju, radi se o uzorku od 35.324 nefinancijska poduzeća, od čega je 2185 poduzeća u stranom vlasništvu. Unatoč "čišćenju", uzorak je ostao reprezentativan i prikladan za ekonometrijsku ocjenu.

Sva obilježja i pokazatelji kod kojih se ispituje postojanje premije stranog vlasništva definirani su u Dodatku (Tablica 2.), a mogu se grupirati u nekoliko kategorija. Postojanje premije u organizacijskom i tehnološkom smislu (prednosti poput kvalitetnijeg menadžmenta ili sofisticiranih znanja, zatim tehnološke prednosti u obliku naprednije tehnologije korištene u procesu proizvodnje) ispituje se na temelju sljedećih pokazatelja: proizvodnost rada, jedinični trošak rada, dodana vrijednost, kapitalna te intenzivnost istraživanja i razvoja (engl. *research and development*, R&D) u poslovanju. Pritom je kapitalna te intenzivnost istraživanja i razvoja isključivi pokazatelj tehnološke premije, dok razlike u proizvodnosti rada, jediničnom trošku rada kao i razini stvorene dodane vrijednosti mogu podjednako proizlaziti iz organizacijske kao i tehnološke premije pa se zbog tog razloga organizacijske i tehnološke premije promatraju zajedno. Superiornost u financijskom poslovanju testira se na temelju pokazatelja zaduženosti, troška financiranja dugoročnog duga i financijske stabilnosti. Osim toga, mogućnost da su spomenute prednosti rezultirale premijom za zainteresirane strane u poduzeću, u prvom redu vlasnike i zaposlenike, ispituje se na osnovi pokazatelja profitabilnosti i plaća. Na kraju se ispituje mogućnost postojanja efekta zemlje podrijetla stranog ulagača (engl. *country of origin effect*), odnosno razlike u premiji stranog vlasništva ovisno o zemlji iz koje ulaganje dolazi.

Slično kao što se u empirijskoj literaturi često procjenjuje premija izvoznika (u odnosu na neizvoznike), kao npr. u radu Valdec i Zrnc (2019.), tako se i ovdje premija stranog vlasništva (u odnosu na domaće vlasništvo) procjenjuje jednostavnim regresijskim OLS modelom, i to tako da se odabrani

pokazatelji poslovanja i obilježja poduzeća regresiraju na više binarnih (engl. *dummy*) varijabla. U fokusu je istraživanja binarna varijabla vlasničkog statusa poduzeća, dok su druge binarne varijable (njih više od 20) uključene u regresijski model kako bi se njima kontroliralo za razlike u ostalim obilježjima poduzeća. Konkretno, premija stranog vlasništva procijenjena je sljedećim regresijskim modelom:

$$(\ln) X_i = \alpha + \beta - \text{vlasništvo}_i + \gamma - \text{kontrola}_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

gdje je *i* indeks poduzeća; X_i je vektor različitih pokazatelja poslovanja i obilježja poduzeća za koje se računa premija (vidi Tablicu 2. u Dodatku); *vlasništvo* je binarna varijabla vlasničkog statusa poduzeća (1 ako je poduzeće u stranom vlasništvu, u suprotnom 0); *kontrola* je vektor kontrolnih binarnih varijabla koje se odnose na druga obilježja poduzeća (djelatnost na razini dviju znamenki klasifikacije prema NKD-u, veličina, regija i pretežita poslovna orijentacija), a ε je slučajna pogreška. Iz procijenjenih β koeficijenata računa se premija stranog vlasništva kao $100 \cdot (\exp(\beta) - 1)$, a tako izračunata premija pokazuje prosječnu postotnu razliku između poduzeća u stranom i poduzeća u domaćem vlasništvu nakon kontrole za obilježja poduzeća koja su uključena u vektor kontrolnih varijabla. Popis varijabla korištenih u regresijskim modelima dan je u Tablici 3. Dodatka. Model je ocijenjen na ukupnom uzorku, a zatim i na poduzorcima poduzeća podijeljenima prema veličini, regiji, pretežitoj poslovnoj orijentaciji, načinu stjecanja udjela te na kraju i ovisno o zemlji podrijetla stranog ulagača (specifikacije pojedinih poduzoraka dane su u Tablici 4. Dodatka). U ekonometrijskoj ocjeni ne uzima se u obzir vremenska dimenzija podataka, već su pokazatelji i obilježja svakog poduzeća iskazani kao prosječne vrijednosti u razdoblju u kojemu je poduzeće poslovalo (*cross-section* podaci)[7].

Rezultati ekonometrijske analize prikazani su u tablicama 1. – 4., a pokazuju da nefinancijska poduzeća u stranom vlasništvu imaju superiorna obilježja u odnosu na poduzeća u vlasništvu rezidenata, odnosno da postoji očita premija stranog vlasništva na razini ukupne populacije, što je očekivano i u skladu s većinom empirijske literature. Ono što je manje očekivano jest to da te premije nisu jednake u svim aspektima poslovanja poduzeća (organizacijskom, tehnološkom i financijskom poslovanju), kao i to da su bitno drugačije u različitim dijelovima populacije (u pojedinim djelatnostima i grupacijama poduzećima s obzirom na veličinu, regionalnu pripadnost, pretežitu poslovnu orijentaciju i način stjecanja udjela).

U Tablici 1. jasno se vidi snažna i statistički značajna premija stranog vlasništva u svim skupinama pokazatelja, ali i razlike ovisno o veličini i regiji poduzeća. Naime, organizacijske i tehnološke premije stranog vlasništva veće su kod malih i srednje velikih poduzeća, prema svim pokazateljima osim jediničnog troška rada. Zapravo, dok su poduzeća u stranom vlasništvu, bez obzira na njihovu veličinu, općenito osjetno produktivnija od poduzeća u domaćem vlasništvu, među velikim poduzećima znatno je manja razlika u plaćama, što onima u stranom vlasništvu osigurava konkurentniji položaj u smislu nižih jediničnih troškova rada. Teško je konkretno utvrditi razloge zbog kojih je tehnološka i organizacijska premija prisutnija i snažnija kod malih i srednje velikih poduzeća. Izgledno je da veća poduzeća ipak posjeduju dovoljne financijske resurse i kvalitetan ljudski kapital, što im omogućuje da unaprijede organizaciju poslovanja te pribave i uvedu moderniju tehnologiju pa je premija stranog vlasništva očekivano manja u toj skupini poduzeća. Tome u prilog govore i pokazatelji financijske premije koja je značajna samo kod malih i srednje velikih poduzeća, što upućuje na to da u toj skupini poduzeća strano vlasništvo omogućuje bolji i jeftiniji pristup izravnom inozemnom financiranju. Vidi se to iz činjenice da, iako su zamjetno zaduženija[8], mala i srednje velika poduzeća u stranom vlasništvu imaju

Tablica 1. Premije stranog vlasništva, prema veličini i regionalnoj pripadnosti poduzeća

Uzorak	Produktivnost rada	Jedinični trošak rada	Dodana vrijednost	Kapitalna intenzivnost	R&D intenzivnost	Zaduženost	Trošak duga	Financijska stabilnost	Visina plaća	Profitabilnost
Sva poduzeća	0,63***	–0,14***	0,60***	0,58***	0,42***	0,30***	–0,19***	–0,14***	0,49***	0,12**
	87,8	–9,5	82,2	78,6	52,2	35,0	–9,5	–9,5	63,2	12,7
Mala i srednja poduzeća	0,65***	–0,11***	0,61***	0,70***	0,41***	0,33***	–0,17***	–0,10***	0,53***	0,06
	91,6	–9,5	84,0	101,4	50,7	39,1	–9,5	–9,5	69,9	6,2
Velika poduzeća	0,51***	–0,28***	0,51***	0,46**	0,35	–0,05	0,10	0,02	0,23***	0,25
	66,5	–18,1	66,5	58,4	41,9	0,0	10,5	2,0	25,9	28,4
Zagreb	0,79***	–0,13***	0,73***	0,35***	0,47***	0,17***	–0,01	–0,27***	0,60***	0,09
	120,3	–9,5	107,5	41,9	60,0	18,5	0,0	–18,1	82,2	9,4
Sjeverna Hrvatska	0,62***	–0,22***	0,60***	0,75***	0,34	0,23**	–0,17	–0,03	0,35***	–0,01
	85,9	–18,1	82,2	111,7	40,5	25,9	–9,5	0,0	41,9	0,0
Jadran	0,37***	–0,14***	0,38***	0,98***	0,38***	0,58***	–0,56***	0,04	0,33***	0,18*
	44,8	–9,5	46,2	166,4	46,2	78,6	–39,3	4,1	39,1	19,7
Slavonija	0,47***	–0,05	0,36***	0,44**	0,19	0,13	0,1	–0,06	0,33***	–0,02
	60,0	0,0	43,3	55,3	20,9	13,9	10,5	0,0	39,1	0,0

Napomena: Simboli *, ** i *** odnose se na razine statističke značajnosti od 10%, 5% i 1%. Ispod ocijenjenoga regresijskoga koeficijenta prikazane su premije stranog vlasništva kao postotna razlika između poduzeća u stranom i domaćem vlasništvu, koje su izračunate kao $100 \cdot (\exp(\beta) - 1)$.
Izvor: Izračuni autora prema podacima Fine i HNB-a

7 Svi izračuni provedeni su u programu Stata 15 i dostupni su na zahtjev.

znatno niži trošak financiranja dugoročnog duga od usporedivih poduzeća u domaćem vlasništvu. Iako se mala i srednje velika poduzeća u stranom vlasništvu više oslanjaju na dužničko financiranje, istodobno su financijski stabilnija[9] jer imaju više radnoga kapitala[10] od usporedivih poduzeća. To proizlazi iz povoljnije ročne strukture dužničkih izvora financiranja malih i srednje velikih poduzeća u stranom vlasništvu, odnosno većeg udjela povoljnijega dugoročnog duga (izvjesno prema vlasnički povezanim vjerovnicima u inozemstvu) nego što je to slučaj kod poduzeća u domaćem vlasništvu, kao i moguće većega kredibiliteta stranog vlasnika kod bankovnih grupacija koje posluju i u zemlji iz koje strano ulaganje dolazi i u Hrvatskoj. Naime, najviše stranih ulaganja u Hrvatsku dolazi iz zemalja poput Italije i Austrije pa je izvjesno da austrijske i talijanske banke financiraju poslovanje matice, dok te iste banke kćeri sa sjedištem u Hrvatskoj financiraju poslovanje hrvatskih podružnica.

Ovako značajna premija stranog vlasništva u financiranju malih i srednjih poduzeća te njezin izostanak kod velikih poduzeća zapravo ne iznenađuje. Naime, financijsko je tržište u Hrvatskoj još prilično nerazvijeno i gotovo ne postoji značajnija alternativa bankovnom financiranju. To posebno pogađa mala i srednja poduzeća koja imaju ograničen pristup bankovnom financiranju jer ne posjeduju dostatan kolateral kojim bi udovoljila kreditnim zahtjevima banke (Ljubaj i Martinis, 2017.). U segmentu malih i srednjih poduzeća, poduzeća u stranom vlasništvu nerijetko su u prilici osigurati značajna financijska sredstva od matice u inozemstvu, što im omogućuje da poboljšaju pristup financiranju i ublaže probleme s financiranjem poslovanja. Osim financijske premije, kod malih i srednje velikih poduzeća u stranom vlasništvu potvrđuje se i značajna premija za zaposlenike u obliku većih plaća, ali ne i za vlasnike u obliku veće profitabilnosti. Naime, poduzeća u stranom vlasništvu imaju veće plaće od usporedivih poduzeća u domaćem vlasništvu, a razlozi za to višestruki su. Kako navodi Gelübcke (2012.), moguće je da poduzeća u stranom vlasništvu većim plaćama nastoje zadržati zaposlenike i time očuvati konkurentsku prednost, a postoji i mogućnost da strana poduzeća slabije poznaju uvjete rada na lokalnom tržištu, što utječe na njihovu pregovaračku poziciju s novim zaposlenicima. Nije isključeno i da pri ulaganju postoji pozitivna selekcija, pri čemu su predmet preuzimanja samo najbolja poduzeća s kvalitetnijom i time skupljom radnom snagom. No, hrvatski je slučaj možda više povezan s činjenicom da su poduzeća u stranom vlasništvu kapitalno i tehnološki intenzivnija, kako potvrđuju izračunate premije u Tablici 1., što zahtijeva obučeniju, obrazovaniju i time skuplju radnu snagu.

Promatraju li se rezultati ekonometrijske ocjene na razini odabranih regija, u Tablici 1. vidi se da je premija stranog vlasništva široko rasprostranjena, ali da je ipak najveća u Zagrebu, u kojemu je poslovno okruženje najkonkurentnije. Organizacijske i tehnološke premije stranog vlasništva prisutne su u svim dijelovima zemlje, posebno što se tiče proizvodnosti rada, visine dodane vrijednosti po zaposlenom i kapitalne intenzivnosti poslovanja, dok primjetne razlike među regijama postoje samo kada se promatra R&D intenzivnost poslovanja. Potonja je prisutna samo kod poduzeća koja posluju u Zagrebu i jadranskim županijama, što je i očekivano s obzirom na to da su u velikim gradovima koncentrirana poduzeća sa značajnom istraživačkom i razvojnom djelatnošću.

U Tablici 2. prikazane su premije stranog vlasništva u različitim djelatnostima gospodarstva, pri čemu je izdvojeno pet najvažnijih djelatnosti, a to su: prerađivačka industrija, trgovina, turizam (hoteli i ostali smještaj), informacijske tehnologije i različite profesionalne usluge. Nadalje, kako bi se uvažila heterogenost prerađivačke industrije, detaljno je razrađena s obzirom na tehnološku intenzivnost pojedinih djelatnosti, odnosno podijeljena na niskotehnološke i visokotehnološke industrije[11].

Rezultati prikazani u Tablici 2. pokazuju da postoje organizacijske i tehnološke premije stranog vlasništva u svim djelatnostima osim turizma. Izostanak premije stranog vlasništva u turizmu može se objasniti činjenicom da hrvatskim hotelijerskim sektorom dominiraju domaći hotelski lanci, koji su izrazito konkurentni i kapitalizirani te se smatraju perjanicama ne samo hrvatskog turizma nego cjelokupnoga gospodarstva. Budući da domaće turističke kompanije imaju dugu tradiciju poslovanja još iz vremena prije gospodarske tranzicije i nemaju problema s pristupom kvalitetnom financiranju, strano vlasništvo ne bi trebalo donositi značajne premije u turizmu. Kada je riječ o drugim djelatnostima, primjetne su značajne premije stranog vlasništva u obliku veće proizvodnosti rada, dodane vrijednosti i R&D intenzivnosti, dok su rezultati nešto drugačiji promatra li se jedinični trošak rada, koji je negativan i statistički značajan samo u trgovini, uslugama i niskotehnološkoj prerađivačkoj industriji. Izostanak ove premije u visokotehnološkoj prerađivačkoj industriji i informacijskim tehnologijama, pa i u turizmu, može se pripisati činjenici da se radi o sektorima međunarodno razmjenjivih dobara i usluga u kojima su domaća poduzeća izložena međunarodnoj konkurenciji, što ih je primoralo na konkurentnije poslovanje. Što se tiče financijskih premija stranog vlasništva, niži trošak dugoročnog duga najizraženiji je kod prerađivačke industrije, dok je premija financijske stabilnosti najprisutnija u djelatnosti trgovine i profesionalnih usluga. Iznova se pokazuje da je premija u obliku većih plaća zaposlenika široko rasprostranjena, dok razrada po djelatnostima otkriva i da je premija profitabilnosti prisutna samo u niskotehnološkoj prerađivačkoj industriji i trgovini.

Promatramo li detaljnije prerađivačku industriju, Tablica 2. otkriva značajne razlike u premiji stranog vlasništva kod pojedinih djelatnosti. Općenito se prednosti stranog vlasništva vide na većem broju pokazatelja u niskotehnološkom nego u visokotehnološkom sektoru, što potvrđuje da se pozitivni učinci stranog vlasništva ne prenose samo kroz prijenos napredne tehnologije koja ima ključnu ulogu u tehnološki visokointenzivnim industrijama, već i kroz druge kanale (upravljačke vještine i povoljnije financiranje). Kod visokotehnološkog sektora najveća je premija u proizvodnji strojeva i uređaja i proizvodnji električne opreme, poglavito promatraju li se pokazatelji proizvodnosti rada, veličine dodane vrijednosti, R&D intenzivnosti poslovanja i visine plaća zaposlenih. Istodobno, u kemijskoj je industriji premija stranog vlasništva manje izražena. S druge strane, u niskotehnološkom sektoru vidljiva je premija na puno

8 Promatrano prema omjeru duga i kapitala u izvorima financiranja

9 Mjereno koeficijentom financijske stabilnosti koji stavlja u omjer dugotrajnu imovinu i dugoročne izvore financiranja (kapital i dugoročne obveze)

10 Radni kapital odnosi se na razliku između kratkotrajne imovine i kratkoročnih obveza poduzeća.

11 Prema spomenutoj metodologiji Eurostata. Vidi napomenu br. 3.

Tablica 2. Premije stranog vlasništva, prema djelatnosti poduzeća

Uzorak	Produktivnost rada	Jedinični trošak rada	Dodana vrijednost	Kapitalna intenzivnost	R&D intenzivnost	Zaduženost	Trošak duga	Financijska stabilnost	Visina plaća	Profitabilnost
Sva poduzeća	0,63***	–0,14***	0,60***	0,58***	0,42***	0,30***	–0,19***	–0,14***	0,49***	0,12**
	87,8	–9,5	82,2	78,6	52,2	35,0	–9,5	–9,5	63,2	12,7
Prerađivačka industrija	0,51***	–0,10***	0,40***	0,61***	0,54***	0,09	–0,33***	–0,05	0,31***	0,07
	66,5	–9,5	49,2	84,0	71,6	9,4	–25,9	0,0	36,3	7,3
Visokotehnološke industrije	0,58***	–0,08	0,43***	0,39*	0,62**	–0,06	–0,38*	–0,12	0,35***	–0,21
	78,6	0,0	53,7	47,7	85,9	0,0	–25,9	–9,5	41,9	–18,1
Proizvodnja strojeva i uređaja	0,59***	0,1	0,36**	0,2	–0,1	–0,1	–0,1	–0,3	0,41***	–0,1
	80,4	5,1	43,3	22,1	–9,5	–9,5	–9,5	–18,1	50,7	0,0
Proizvodnja električne opreme	0,61***	–0,2	0,48***	0,2	0,87*	–0,1	–0,4	–0,3	0,33***	–0,2
	84,0	–9,5	61,6	20,9	138,7	0,0	–33,0	–18,1	39,1	–9,5
Kemijska industrija	0,52*	–0,1	0,42*	0,3	0,7	0,2	–0,1	0,0	0,27**	–0,3
	68,2	–9,5	52,2	31,0	99,4	18,5	–9,5	0,0	31,0	–25,9
Niskotehnološke industrije	0,47***	–0,11**	0,39***	0,70***	0,47**	0,16*	–0,30**	0,0	0,29***	0,25*
	60,0	–9,5	47,7	101,4	60,0	17,4	–25,9	0,0	33,6	28,4
Tekstilna industrija	0,73***	–0,35***	0,50***	0,91***	0,4	–0,3	–0,48*	0,0	0,21***	0,76**
	107,5	–25,9	64,9	148,4	49,2	–18,1	–33,0	4,1	23,4	113,8
Drvna industrija	0,3	–0,1	0,3	0,56*	0,2	0,2	–0,89*	–0,1	0,21*	0,0
	28,4	–9,5	33,6	75,1	17,4	22,1	–55,1	–9,5	23,4	3,0
Proizvodnja nemetalnih proizvoda	0,99***	–0,41***	0,97***	1,03***	1,47**	–0,1	0,2	–0,36*	0,58***	0,59*
	169,1	–33,0	163,8	180,1	334,9	–9,5	24,6	–25,9	78,6	80,4
Metalska industrija	0,34***	0,13*	0,16	0,76**	0,62*	0,37**	–0,50*	0,1	0,31***	0,09
	40,5	13,9	17,4	113,8	85,9	44,8	–39,3	10,5	36,3	9,4
Trgovina	0,69***	–0,14***	0,72***	0,27***	0,48***	0,11**	0,02	–0,26***	0,60***	0,17*
	99,4	–9,5	105,4	31,0	61,6	11,6	2,0	–18,1	82,2	18,5
Turizam	0,03	0,21	–0,43	0,79	0,24	0,62	0,14	0,06	0,36***	–0,34
	3,0	23,4	–33,0	120,3	27,1	85,9	15,0	6,2	43,3	–25,9
Informacijske tehnologije	0,35***	0,0	0,44***	0,2	0,75**	0,38***	–0,2	0,1	0,37***	–0,3
	41,9	0,0	55,3	18,5	111,7	46,2	–9,5	6,2	44,8	–18,1
Usluge	0,62***	–0,16***	0,62***	0,29*	0,50**	0,40***	–0,1	–0,24**	0,47***	0,01
	85,9	–9,5	85,9	33,6	64,9	49,2	–9,5	–18,1	60,0	1,0

Napomena: Simboli *, ** i *** odnose se na razine statističke značajnosti od 10%, 5% i 1%. Ispod ocijenjenoga regresijskoga koeficijenta prikazane su premije stranog vlasništva kao postotna razlika između poduzeća u stranom i domaćem vlasništvu, koje su izračunate kao $100 \cdot (\exp(\beta) - 1)$. **Visokotehnološke industrije** u ovom radu objedinjuju skupine visokotehnoloških i srednje visokotehnoloških djelatnosti prema klasifikaciji Eurostata, a koje uključuju sljedeće djelatnosti prema NKD-u druge razine: proizvodnju kemikalija i kemijskih proizvoda, osnovne farmaceutske proizvode i farmaceutske pripravke, računala te elektroničke i optičke proizvode, električnu opremu, strojeve i uređaje, motorna vozila i prikolice te ostala prijevozna sredstva. **Niskotehnološke industrije** u ovom radu objedinjuju skupine niskotehnoloških i srednje niskotehnoloških djelatnosti prema klasifikaciji Eurostata, a koje uključuju sljedeće djelatnosti prema NKD-u druge razine: proizvodnju prehrambenih proizvoda, pića, duhanske proizvode, tekstil, odjeću, kožu i srodne proizvode, preradu drva i proizvode od drva osim namještaja, proizvodnju papira i proizvode od papira, tiskanje i umnažanje snimljenih zapisa, proizvodnju koksa i rafiniranih naftnih proizvoda, proizvode od gume i plastike, ostale nemetalne mineralne proizvode, metal, gotove metalne proizvode, namještaj te ostalu prerađivačku industriju.
Izvor: Izračuni autora prema podacima Fine i HNB-a

većem broju pokazatelja, pri čemu se od djelatnosti ističu tekstilna industrija, proizvodnja nemetalnih proizvoda i metalska industrija, dok razlike između poduzeća u stranom i domaćem vlasništvu nisu primjetne samo u drvnoj industriji. Među pojedinim pokazateljima, može se istaknuti da, za razliku od visokotehnološkog sektora, u niskotehnološkim djelatnostima, a posebno u tekstilnoj industriji i proizvodnji nemetalnih proizvoda, strano vlasništvo donosi premiju u obliku nižih jediničnih troškova rada, veće proizvodnosti rada, veće dodane vrijednosti i veće profitabilnosti. Tako snažne i velike razlike djelomično se mogu objasniti većom kapitalnom intenzivnošću poduzeća u stranom vlasništvu, što može upućivati na zaključak da je njihovo poslovanje automatiziranije, čak i u tradicionalno radno intenzivnim djelatnostima.

Slijedi opis premija stranog vlasništva s obzirom na način ulaska stranog investitora na lokalno tržište. Rezultati u Tablici 3. pokazuju da su organizacijske i tehnološke premije stranog vlasništva prisutne kod *greenfield* i *brownfield* projekata, s

Tablica 3. Premije stranog vlasništva, prema načinu i motivu inozemnoga vlasničkog ulaganja

Uzorak	Produktivnost rada	Jedinični trošak rada	Dodana vrijednost	Kapitalna intenzivnost	R&D intenzivnost	Zaduženost	Trošak duga	Financijska stabilnost	Visina plaća	Profitabilnost
Sva poduzeća	0,63***	–0,14***	0,60***	0,58***	0,42***	0,30***	–0,19***	–0,14***	0,49***	0,12**
		–9,5	82,2	78,6	52,2	35,0	–9,5	–9,5	63,2	12,7
Greenfield	0,61***	–0,15***	0,59***	0,39***	0,49***	0,23***	–0,25***	–0,18***	0,49***	0,08
	84,0	–9,5	80,4	47,7	63,2	25,9	–18,1	–9,5	63,2	8,3
Samostalno osnovana poduzeća	0,61***	–0,14***	0,60***	0,23***	0,46***	0,20***	–0,33***	–0,24***	0,51***	0,03
	84,0	–9,5	82,2	25,9	58,4	22,1	–25,9	–18,1	66,5	3,0
Joint venture poduzeća	0,54***	–0,15***	0,50***	0,71***	0,47***	0,26***	–0,06	–0,02	0,37***	0,18*
	71,6	–9,5	64,9	103,4	60,0	29,7	0,0	0,0	44,8	19,7
Brownfield	0,54***	–0,08**	0,48***	0,98***	0,13	0,43***	0,01	–0,01	0,41***	0,21**
	71,6	0,0	61,6	166,4	13,9	53,7	1,0	0,0	50,7	23,4
Tržišno orijentirana poduzeća	0,69***	–0,20***	0,66***	0,67***	0,39***	0,43***	–0,13*	–0,14***	0,51***	0,19***
	99,4	–18,1	93,5	95,4	47,7	53,7	–9,5	–9,5	66,5	20,9
Djelomično izvozno orijentirana	0,69***	–0,11*	0,63***	0,33**	0,40*	0,1	0,1	–0,29***	0,52***	–0,1
	99,4	–9,5	87,8	39,1	49,2	11,6	13,9	–18,1	68,2	–9,5
Pretežito i isključivo izvozno orijentirana	0,46***	0,0	0,41***	0,54***	0,39**	0,1	–0,46***	–0,1	0,42***	0,0
	58,4	0,0	50,7	71,6	47,7	8,3	–33,0	0,0	52,2	0,0

Napomena: Simboli *, ** i *** odnose se na razine statističke značajnosti od 10%, 5% i 1%. Ispod ocijenjenoga regresijskoga koeficijenta prikazane su premije stranog vlasništva kao postotna razlika između poduzeća u stranom i domaćem vlasništvu, koje su izračunate kao $100 \cdot (\exp(\beta) - 1)$.
Izvor: Izračuni autora prema podacima Fine i HNB-a

tom razlikom da se R&D intenzivnost poslovanja pokazala pozitivnom i statistički značajnom samo kod *greenfield* projekata, što ne iznenađuje jer se teško može očekivati da su hrvatska poduzeća predmet preuzimanja s namjerom stjecanja nekog znanja ili tehnologije (engl. *tehnology seeking FDI*). Međutim, značajne razlike postoje kada je riječ o financijskim prednostima i premiji profitabilnosti. Pokazalo se kako je snažna i statistički značajna premija manjeg troška duga i većega radnoga kapitala prisutna samo kod *greenfield* projekata, i to samo onih poduzeća koja su u cijelosti u stranom vlasništvu, dok je spomenuti učinak kod zajedničkih ulaganja izostao. Opisani se nalazi mogu objasniti različitom strukturom pasive poduzeća koja su u cijelosti u stranom vlasništvu jer imaju zamjetno manji udio dugoročnog duga prema bankama, a znatno veći udio duga prema vlasnički povezanim vjerovnicima u inozemstvu zbog tješnjih veza s matičnim poduzećem u inozemstvu. Pritom je dug prema matici u inozemstvu jeftiniji od klasičnoga dužničkog bankovnog financiranja jer postoji snažna i statistički značajna premija nižeg troška financiranja dugoročnog duga. To je značajna konkurentska prednost za poduzeća u stranom vlasništvu, posebno u hrvatskom slučaju, u kojemu je izravan pristup inozemnom financiranju ograničen, što se poglavito odnosi na mala i srednje velika poduzeća.

S druge strane, premija profitabilnosti prisutna je samo kod *brownfield* ulaganja te, u nešto manjoj mjeri, kod zajedničkih ulaganja, što je prilično neočekivan nalaz s obzirom na to da su organizacijske, tehnološke i financijske premije stranog vlasništva najveće upravo kod samostalno osnovanih poduzeća. Stoga iznenađuje da kod potonjih ne postoji i premija profitabilnosti. Objašnjenje može biti u tome da visok stupanj kontrole stranih vlasnika u samostalno osnivanim poduzećima omogućuje i olakšava izvlačenje dobiti putem transfernih cijena kako bi se smanjila porezna osnovica za obračun poreza na dobit i time izbjeglo visoko porezno opterećenje seljenjem prihoda u povoljnije porezne jurisdikcije, što je zaključak do kojeg dolaze i neka druga slična istraživanja (Gelübcke, 2012.). Tome u prilog govori i podatak da je oko stotinu ulagača u promatrana poduzeća u stranom vlasništvu (od njih ukupno više od dvije tisuće) registrirano u zemljama koje se smatraju poreznim oazama. Osim toga, izostanak premije profitabilnosti kod *greenfield* poduzeća djelomično se može objasniti i samom prirodom projekta. Naime, kako je vidljivo iz analize u četvrtom poglavlju, glavnina stranih ulaganja u Hrvatsku orijentirana je na osvajanje lokalnog tržišta, pa je očekivano da takva *greenfield* ulaganja duži niz godina trpe na profitabilnosti dok ne osnaže svoje poslovanje. S druge strane, obično je smisao preuzimanja, odnosno *brownfield* ulaganja, stjecanje poduzeća koje je već profitabilno ili mu je potrebno kraće restrukturiranje da bi došlo na zadovoljavajuće razine profitabilnosti.

Dodatni, vrlo važan aspekt stranog vlasništva koji može donositi različite premije jest motiv ulaska na lokalno tržište, odnosno stupanj tržišne/izvozne orijentacije ulagača. Očekivano, veličina premije stranog vlasništva opada s rastom izvozne orijentacije, odnosno internacionalizacije poslovanja, ponajprije u jediničnom trošku rada s obzirom na to da s rastom izvozne intenzivnosti poslovanja raste i izloženost međunarodnoj konkurenciji, što naposljetku primorava i izvozna poduzeća u domaćem vlasništvu na povećanje efikasnosti poslovanja. Ipak, rezultati pokazuju da premija stranog vlasništva u izvoznom sektoru nije u potpunosti izostala, što je očekivano budući da strano vlasništvo nerijetko osigurava znatno veću konkurentnost na međunarodnom tržištu zbog toga što uz pomoć

Tablica 4. Premije stranog vlasništva prema zemlji ulagača

Uzorak	Produktivnost rada	Jedinični trošak rada	Dodana vrijednost	Kapitalna intenzivnost	R&D intenzivnost	Zaduženost	Trošak duga	Financijska stabilnost	Visina plaća	Profitabilnost
Sva poduzeća	0,63***	–0,14***	0,60***	0,58***	0,42***	0,30***	–0,19***	–0,14***	0,49***	0,12**
		–9,5	82,2	78,6	52,2	35,0	–9,5	–9,5	63,2	12,7
Stare članice EU-a, Norveška i Švicarska	0,68***	–0,12***	0,65***	0,74***	0,41***	0,24***	–0,16**	–0,14***	0,58***	0,13**
		–9,5	91,6	109,6	50,7	27,1	–9,5	–9,5	78,6	13,9
Nove članice EU-a	0,63***	–0,15***	0,55***	0,48***	0,43***	0,23***	0,08	–0,05	0,40***	–0,11
	87,8	–9,5	73,3	61,6	53,7	25,9	8,3	0,0	49,2	–9,5
Ostatak Europe	0,41***	–0,15**	0,34***	0,57***	0,16	0,31***	–0,09	0,09	0,24***	0,02
	50,7	–9,5	40,5	76,8	17,4	36,3	0,0	9,4	27,1	2,0
Sjedinjene Američke Države	0,46***	0,0	0,50***	0,92***	0,55*	0,52***	–0,3	0,1	0,49***	–0,3
	58,4	0,0	64,9	150,9	73,3	68,2	–18,1	15,0	63,2	–18,1

Napomena: Simboli *, ** i *** odnose se na razine statističke značajnosti od 10%, 5% i 1%. Ispod ocijenjenoga regresijskoga koeficijenta prikazane su premije stranog vlasništva kao postotna razlika između poduzeća u stranom i domaćem vlasništvu, koje su izračunate kao $100 \cdot (\exp(\beta) - 1)$.
Izvor: Izračuni autora prema podacima Fine i HNB-a

stranog vlasnika poduzeća bolje upoznaju strano tržište te mu lakše i brže pristupaju.

Tablica 4. prikazuje premije stranog vlasništva ovisno o podrijetlu stranog ulaganja[12], pri čemu se pokazalo da postoje značajne razlike u pojavnosti i veličini premije s obzirom na to iz koje grupe zemalja ulaganje dolazi (engl. *country of origin effect*), iako navedene zaključke treba uzeti s oprezom budući da su mogući slučajevi da je zemlja iz koje dolazi ulaganje samo administrativno sjedište matičnog poduzeća zbog poreznih ili nekih drugih razloga, dok je mjesto stvarnog poslovanja negdje drugdje. Tako je premija najveća kod poduzeća čiji investitori dolaze iz starih zemalja članica EU-a te Švicarske i Norveške, dok premija blago opada kod poduzeća u vlasništvu matica iz novih zemalja članica EU-a. Posebno vrijedi istaknuti to da je financijska premija u potpunosti izostala kod poduzeća čiji su investitori iz novih zemalja članica, što ne čudi s obzirom na to da se spomenute zemlje ne ističu značajno razvijenijim financijskim tržištem i time boljim mogućnostima financiranja za matična poduzeća, pa onda i za povezana poduzeća u Hrvatskoj. Također, premija profitabilnosti prisutna je samo kod poduzeća s vlasnicima iz starih zemalja članica te Norveške i Švicarske. Nadalje, tehnološka i organizacijska premija dodatno se smanjuje te čak u određenim segmentima potpuno izostaje promatraju li se ostale europske zemlje koje nisu članice EU-a, gdje se mahom radi o zemljama na nižem stupnju razvoja od Hrvatske. Pritom treba istaknuti da je očekivano premija R&D intenzivnosti poslovanja u potpunosti izostala jer teško se može očekivati da strani investitori iz ostalih europskih zemalja na taj način grade svoju konkurentsku prednost. Među ostalim zemljama obujmom ulaganja u Hrvatsku ističu se još i Sjedinjene Američke Države kod kojih se može izdvojiti pozitivna organizacijska i tehnološka premija u obliku veće kapitalne intenzivnosti, proizvodnosti rada i dodane vrijednosti poslovanja.

6. Zaključak

Provedeno istraživanje rezultiralo je nekim novim i važnim spoznajama, koje omogućuju bolje razumijevanje čimbenika koji stoje iza kretanja ukupnih inozemnih vlasničkih ulaganja u Hrvatsku kao i mikroekonomski aspekt stranog vlasništva u Hrvatskoj. Naime, analiza temeljena na novom skupu podataka koji je sastavljen za potrebe ovog istraživanja pokazala je da je većina vlasničkih ulaganja u Hrvatsku u razdoblju od 2002. do 2017. bila motivirana osvajanjem novih tržišta (engl. *market-seeking FDI*), dok su ulaganja s ciljem povećanja efikasnosti matične grupacije (engl. *efficiency seeking FDI*) bila daleko manje zastupljena. To upućuje na manjak konkurentnosti domaćega gospodarstva u privlačenju izvozno orijentiranih investicija, što u kombinaciji s ograničenim mogućnostima razmjerno maloga lokalnog tržišta niske kupovne moći da privuče značajnija ulaganja orijentirana na lokalno tržište uvelike objašnjava izrazito skroman priljev ukupnih inozemnih izravnih vlasničkih ulaganja u nefinancijska poduzeća. Nadalje, analiza je pokazala i to da su prema načinu ulaganja prevladavala *greenfield* ulaganja, što se može ocijeniti pozitivnim, no njihova je struktura nepovoljna jer su tek manjim dijelom ostvarena u sektoru razmjenjivih dobara i usluga kao i u tehnološki visokointenzivnim djelatnostima.

12 Gotovo 61,0% broja promatranih poduzeća koja su bila predmetom stranih ulaganja dolazi iz starih zemalja članica EU-a te Norveške i Švicarske, dok se na nove zemlje članice odnosi oko 20,0%, a na ostatak europskih država izvan EU-a oko 9,0%. Ulaganja iz Sjedinjenih Američkih Država čine manje od 4,0% ukupnog broja promatranih stranih ulaganja.

Kada je riječ o mikroekonomskim aspektima istraživanja, rezultati ekonometrijske analize potvrdili su da nefinancijska poduzeća u stranom vlasništvu nedvojbeno imaju superiorna obilježja i performanse u odnosu na poduzeća u vlasništvu rezidenata, odnosno da postoji očita premija stranog vlasništva na razini ukupne populacije, no ona nije jednako prisutna u svim aspektima poslovanja poduzeća (organizacijskom, tehnološkom i financijskom poslovanju), pri čemu se njezina pojavnost i veličina bitno razlikuju ovisno o veličini poduzeća, zatim o djelatnosti, regionalnoj pripadnosti, pretežitoj poslovnoj orijentaciji, načinu stjecanja udjela kao i podrijetlu stranog ulagača.

Tako je organizacijska i tehnološka premija stranog vlasništva najveća kod malih i srednjih poduzeća, dok je kod velikih poduzeća primjetno manja. Osim toga, financijska premija stranog vlasništva u potpunosti je izostala kod velikih poduzeća. To je razumljivo s obzirom na to da velika poduzeća imaju veću tržišnu moć, dužu tradiciju, lakši pristup financiranju i akumulirana znanja. Nadalje, utvrđene su znatne razlike u premiji stranog vlasništva ovisno o pretežitoj poslovnoj orijentaciji poduzeća na lokalno ili inozemno tržište. Očekivano, razlika između poduzeća u stranom i poduzeća u domaćem vlasništvu opada s rastom izvozne orijentacije, odnosno internacionalizacije poslovanja jer izloženost međunarodnoj konkurenciji primorava i poduzeća u domaćem vlasništvu na povećanje efikasnosti poslovanja. Ipak, premija stranog vlasništva u izvoznom sektoru nije posve izostala jer povezanost sa stranim vlasnikom nerijetko znatno olakšava izvozne poslove zbog boljeg pristupa stranom tržištu i veće umreženosti u globalne lance vrijednosti.

Također, premija stranog vlasništva potvrđena je u većini djelatnosti, osim turizma, što se može objasniti činjenicom da domaće turističke kompanije imaju dugu tradiciju poslovanja još iz vremena prije gospodarske tranzicije te da nemaju problema s pristupom kvalitetnom financiranju pa strano vlasništvo ne bi trebalo donositi značajne prednosti. Što se tiče ostalih djelatnosti, posebno vrijedi izdvojiti prerađivačku industriju, u kojoj se premija stranog vlasništva ne ogleda samo u prijenosu visoke tehnologije, nego i pozitivnih upravljačkih praksi.

Premije stranog vlasništva prisutne su i kod *greenfield* i kod *brownfield* projekata, pri čemu treba istaknuti da postoji značajna razlika u premiji profitabilnosti koja je prisutna samo kod *brownfield* ulaganja. To se može pripisati činjenici da *greenfield* ulaganja obično podrazumijevaju duže razdoblje tržišnog pozicioniranja prije nego što postanu profitabilna. Osim toga, premija stranog vlasništva razlikuje se i ovisno o zemlji podrijetla ulagača. Najveća je onda kada investitori dolaze iz razvijenijih zemalja (starih članica EU-a). Jedino kod njih je, uz veću tehnološku i organizacijsku premiju, prisutna još i premija stranog vlasništva u obliku veće profitabilnosti. Osim toga, može se istaknuti i to da je financijska premija potpuno izostala kod poduzeća čiji su investitori iz novih zemalja članica, što ne čudi s obzirom na to da se spomenute zemlje ne ističu značajno razvijenijim financijskim tržištem i time boljim mogućnostima financiranja za matična poduzeća.

Literatura

Aydin, N., Sayim, M. i Yalama, A. (2007.): "Foreign Ownership and Firm Performance: Evidence from Turkey," International Research Journal of Finance and Economics, No 11, str. 103–110

Azzam, I., Fouad, J. i Ghosh, D. K. (2013.): "Foreign Ownership and Financial Performance: Evidence from Egypt", International Journal of Business, 18(3), 2013.

Barbosa, N. i Louri, H. (2005.): "Corporate Performance: Does Ownership Matter? Comparison of Foreign and Domestic owned Firms in Greece and Portugal," Review of Industrial Organization, 27, str. 73–102

Bayar, Y. (2017.): "Greenfield and Brownfield Investments and Economic Growth: Evidence from Central and Eastern European Union Countries", Naše gospodarstvo/Our Economy, Vol. 63, No. 3

Bentivogli, C. i Mirenda, L. (2016.): "Foreign ownership and performance: evidence from a panel of Italian firms,"Temi di discussione (Economic working papers) 1085, Bank of Italy, Economic Research and International Relations Area

Bilas, V., Ćenan, D. i Kedačić, A. (2012.): "Međunarodna zajednička ulaganja u Republici Hrvatskoj", Ekonomski vjesnik, Vol. 25, No. 1

Bobenic Hintošova, A. i Kubikova, Z. (2016.): "The effect of the degree of foreign ownership on firms' performance", Review of Economic Perspectives, v. 16, iss. 1, str. 29–43

Caves, R. E. (2007.): "Multinational enterprise and economic analysis", 3rd edition, Cambridge University Press

Conyon, M. J., Girma, S., Thompson, S. i Wright, P. W. (2002.): "The productivity and wage effects of foreign acquisition in the United Kingdom," Journal of Industrial Economics, 50(1), str. 85–102

Derado, D. (2013.): "Determinants of FDI in transition countries and estimation of the potential level of Croatian FDI", Financial theory and practice, 37(3), str. 227–258

Derado, D., Škudar, A. i Rakušić, S. (2011.): "Regional aspects of FDI in Croatia", Ninth International Conference on Challenges of Europe: Growth and Competitiveness – Reversing the Trends, University of Split, Faculty of Economics, Split – Bol, 26.–28. svibnja 2011.

Doms, M., i Jensen, J. B. (1995.): "Comparing Wages, Skills, and Productivity between Domestically and Foreign-Owned Manufacturing Establishments in the United States," in Robert, E. Baldwin, Lipsey, Robert E. i David Richardson, J. (eds.): "Geography and Ownership as Bases for Economic Accounting", Chicago, IL: University of Chicago Press

Dunning, J. (1993.): "Multinational Enterprises and the Global Economy", Addison-Wesfey, Harlow

Gelübcke, J. P. W. (2012.): "The performance of foreign affiliates in German manufacturing: Evidence from a new database", Review of World Economics, 149 (1), str. 151–182

Goethals, J. i Ooghe, H. (1997.): "The Performance of Foreign and National Take-Overs in Belgium," European Business Review, 97(1), str. 24–37

Huang, R. D. i Shiu, C. Y. (2009.): "Local effects of foreign ownership in an emerging financial market: Evidence from qualified foreign institutional investors in Taiwan", Financial Management, 38 (3.), str. 567–602

Kersan-Škabic, I. i Tijanić, L. (2014.): "The Influence of Foreign Direct Investments on Regional Development in Croatia", Croatian Economic Survey, December 2014, v. 16, iss. 2, str. 59–90

Khawar, M. (2003.): "Productivity and Foreign Direct Investment: Evidence from Mexico," Journal of Economic Studies, 30(1), str. 66–76

Konings, J. (2001.): "The Effects of Foreign Direct Investment on Domestic Firm," Economics of Transition, 9(3), str. 619–633

Lipsey, R. E. (2001.): "Foreign Direct Investors in Three Financial Crises", NBER Working Paper 8084

Loungani, P. i Razin, A. (2001.): "How Beneficial Is Foreign Direct Investment for Developing Countries?", Finance and Development, IMF, 38

Luu, H. N. (2016.): "Greenfield investments, cross-border M&As, and economic growth in emerging countries", Economics & Business Letters, Vol. 5, No. 3

Ljubaj, I. i Martinis, A. (2017.): "Prekomjerni dug poduzeća u Hrvatskoj: mikroprocjena i makroimplikacije"; Istraživanja, Hrvatska narodna banka, I-52

Marić, Z. (2008.): "Foreign Direct Investment and the Productivity of Croatian Companies in the Industrial Sector", Privredna kretanja i ekonomska politika, v. 18, iss. 116, str. 28–51

Matić, B. i Ćenan, D. (2007.): "Analiza motiva za međunarodna zajednička ulaganja u Republici Hrvatskoj", Zbornik Ekonomskog Fakulteta u Zagrebu, sv. 5

Neto, P., Brandão, A. i Cerqueira, A. (2010.): "The Impact of FDI, Cross Border Mergers and Acquisitions and Greenfield Investments on Economic Growth", IUP Journal of Business Strategy, Vol. 7, Issue 4

Sula, O. i Willett, T. D. (2006.): "Reversibility of Different Types of Capital Flows to Emerging Markets", MPRA Paper No. 384

Škudar, A. (2004.): "Pregled i analiza izravnih ulaganja u Republiku Hrvatsku", Hrvatska narodna banka, Pregledi P-16

Valdec, M. i Zrnc, J. (2019.): "Karakteristike hrvatskih izvoznika iz prerađivačkog sektora i oporavak izvoza tijekom velike recesije – rezultati istraživanja modula za trgovinu Istraživačke mreže za konkurentnost (Compnet)", Hrvatska narodna banka, Pregledi P-42

Vukšić, G. (2005.): "Impact of foreign direct investment on Croatian manufacturing exports", Financial Theory and Practice, 29(2), str. 147–175

Wang, P., Alba, J. i Park, D. (2012.): "Determinants of Different Modes of FDI: Firm-Level Evidence from Japanese FDI into the US", Open Econ Rev (2013) 24:425–446

Dodatak

Tablica 1. Struktura uzorka nefinancijskih poduzeća

Uzorak	Poduzeća u stranom vlasništvu						Domaća poduzeća		Ukupno
	Greenfield		*Brownfield*		Ukupno				
Ukupno	1.628	4,6%	557	1,6%	2.185	6,2%	33.139	93,8%	35.324
Mala i srednja poduzeća	1.518	4,4%	430	1,2%	1.948	5,6%	32.624	94,4%	34.572
Velika poduzeća	110	14,6%	127	16,9%	237	31,5%	515	68,5%	752
Zagreb	948	7,3%	241	1,9%	1.189	9,2%	11.709	90,8%	12.898
Sjeverna Hrvatska	128	2,7%	54	1,2%	182	3,9%	4.473	96,1%	4.655
Jadran	420	3,7%	180	1,6%	600	5,2%	10.866	94,8%	11.466
Slavonija	97	2,1%	50	1,1%	147	3,2%	4.396	96,8%	4.543
Tržišno orijentirana	981	3,2%	316	1,0%	1.297	4,3%	28.909	95,7%	30.206
Djelomično izvozno orijentirana	203	9,5%	91	4,2%	294	13,7%	1.853	86,3%	2.147
Pretežito izvozno orijentirana	103	9,4%	54	4,9%	594	54,0%	942	85,7%	1.099
Isključivo izvozno orijentirana	341	18,2%	96	5,1%	437	23,3%	1.435	76,7%	1.872
Prerađivačka industrija	334	5,8%	175	3,0%	509	8,8%	5.290	91,2%	5.799
Trgovina	513	5,8%	97	1,1%	610	6,9%	8.238	93,1%	8.848
Turizam	9	5,2%	12	6,9%	21	12,1%	152	87,9%	173
Informacijske tehnologije	94	10,5%	55	6,2%	149	16,7%	742	83,3%	891
Usluge	231	5,4%	29	0,7%	260	6,1%	4.013	93,9%	4.273

Napomena: Postoci se odnose na udio svakoga pojedinog stratificiranog poduzorka u ukupnom uzorku od 35.324 poduzeća.

Tablica 2. Definicija varijabla korištenih u modelu

Pokazatelj	Opis pokazatelja i izračun	Kriteriji i interpretacija rezultata (+/–)*
Proizvodnost rada	prihodi od poslovanja / broj zaposlenih	rast vrijednosti (+) & smanjenje vrijednosti (–)
Jedinični trošak rada	troškovi zaposlenih / dodana vrijednost	rast vrijednosti (–) & smanjenje vrijednosti (+)
Dodana vrijednost	prihodi od prodaje – troškovi sirovine i materijala – troškovi prodanih proizvoda	rast vrijednosti (+) & smanjenje vrijednosti (–)
Kapitalna intenzivnost	dugotrajna materijalna imovina / broj zaposlenih	rast vrijednosti (+) & smanjenje vrijednosti (–)
R&D intenzivnost	nematerijalna imovina / ukupna aktiva	rast vrijednosti (+) & smanjenje vrijednosti (–)
Zaduženost	dugoročne obveze / pasiva	rast vrijednosti (–) & smanjenje vrijednosti (+)
Trošak duga	trošak kamata / dugoročne obveze	rast vrijednosti (–) & smanjenje vrijednosti (+)
Financijska stabilnost	dugotrajna imovina / (kapital i rezerve + dugoročne obveze)	rast vrijednosti (–) & smanjenje vrijednosti (+)
Visina plaća	trošak zaposlenih / broj zaposlenih	rast vrijednosti (+) & smanjenje vrijednosti (–)
Profitabilnost	dobit ili gubitak prije oporezivanja / ukupni prihodi	rast vrijednosti (+) & smanjenje vrijednosti (–)

* (+) se ocjenjuje pozitivnim; (–) se ocjenjuje negativnim.

Tablica 3. Varijable korištene u regresijskoj jednadžbi

Zavisne varijable (X_i)	Nezavisne varijable (vlasništvo$_i$)	Kontrolne varijable (kontrola$_i$)*
Proizvodnost rada	*dummy* (strano vlasništvo)	*dummy* (veličina poduzeća)
Jedinični trošak rada		*dummy* (djelatnosti na razini dviju znamenki klasifikacije prema NKD-u)
Dodana vrijednost		*dummy* (regija)
Kapitalna intenzivnost		*dummy* (pretežita poslovna orijentacija)
R&D intenzivnost		
Zaduženost		
Trošak duga		
Financijska stabilnost		
Visina plaća		
Profitabilnost		

* U pojedinačnim specifikacijama modela koji su ocijenjeni na različitim poduzorcima koriste se samo one kontrolne varijable koje nisu već određene tim istim poduzorkom (primjerice, u ocjeni jednadžbe na poduzorku malih i srednjih poduzeća ne koristi se jedino *dummy* varijabla koja se odnosi na mala i srednja poduzeća).

Tablica 4. Kriteriji podjele uzorka

Binarna varijabla	Uzorak	Opis uzorka
Veličina	Mala i srednja poduzeća	prosječan broj zaposlenih u promatranom razdoblju od 10 do 250
	Velika poduzeća	prosječan broj zaposlenih u promatranom razdoblju veći od 250
Regionalna pripadnost	Zagreb	Grad Zagreb i Zagrebačka županija
	Sjeverna Hrvatska	Međimurska, Varaždinska, Krapinsko-zagorska, Bjelovarsko-bilogorska i Koprivničko-križevačka županija
	Jadran	Istarska, Primorsko-goranska, Zadarska, Šibensko-kninska, Splitsko-dalmatinska i Dubrovačko-neretvanska županija
	Slavonija	Virovitičko-podravska, Požeško-slavonska, Brodsko-posavska, Osječko-baranjska i Vukovarsko-srijemska županija
Pretežita poslovna orijentacija	Tržišno orijentirana poduzeća	Udio prihoda od prodaje na inozemnim tržištima u ukupnim prihodima od prodaje u promatranom razdoblju ne prelazi 20%.
	Djelomični izvoznici	Udio prihoda od prodaje na inozemnim tržištima u ukupnim prihodima od prodaje u promatranom razdoblju kreće se u rasponu od 20% i 50%.
	Pretežiti izvoznici	Udio prihoda od prodaje na inozemnim tržištima u ukupnim prihodima od prodaje u promatranom razdoblju kreće se u rasponu od 50% do 75%.
	Isključivi izvoznici	Udio prihoda od prodaje na inozemnim tržištima u ukupnim prihodima od prodaje u promatranom razdoblju prelazi 75%.
Djelatnost	Prerađivačka industrija	Prema prvoj razini NKD-a uključuje skupinu: Prerađivačka industrija.
	Trgovina	Prema prvoj razini NKD-a uključuje skupinu: Trgovina na veliko i malo.
	Turizam	Prema drugoj razini NKD-a uključuje skupinu: Smještaj.
	Informacijske tehnologije	Prema drugoj razini NKD-a uključuje skupinu: Računalno programiranje i ostale informacijske uslužne djelatnosti.
	Usluge	Prema prvoj razini NKD-a uključuje skupine: Administrativne i pomoćne uslužne djelatnosti te Umjetnost, zabava i rekreacija.

Do sada objavljena Istraživanja

Broj	Datum	Naslov	Autor(i)
I-1	studeni 1999.	Je li neslužbeno gospodarstvo izvor korupcije?	Michael Faulend i Vedran Šošić
I-2	ožujak 2000.	Visoka razina cijena u Hrvatskoj – neki uzroci i posljedice	Danijel Nestić
I-3	svibanj 2000.	Statističko evidentiranje pozicije putovanja – turizam u platnoj bilanci Republike Hrvatske	Davor Galinec
I-4	lipanj 2000.	Hrvatska u drugoj fazi tranzicije 1994. – 1999.	Velimir Šonje i Boris Vujčić
I-5	lipanj 2000.	Mjerenje sličnosti gospodarskih kretanja u Srednjoj Europi: povezanost poslovnih ciklusa Njemačke, Mađarske, Češke i Hrvatske	Velimir Šonje i Igeta Vrbanc
I-6	rujan 2000.	Tečaj i proizvodnja nakon velike ekonomske krize i tijekom tranzicijskog razdoblja u Srednjoj Europi	Velimir Šonje
I-7	rujan 2000.	OLS model fizičkih pokazatelja inozemnoga turističkog prometa na hrvatskom tržištu	Tihomir Stučka
I-8	prosinac 2000.	Je li Srednja Europa optimalno valutno područje?	Alen Belullo, Velimir Šonje i Igeta Vrbanc
I-9	svibanj 2001.	Nelikvidnost: razotkrivanje tajne	Velimir Šonje, Michael Faulend i Vedran Šošić
I-10	rujan 2001.	Analiza pristupa Republike Hrvatske Svjetskoj trgovinskoj organizaciji upotrebom računalnog modela opće ravnoteže	Jasminka Šohinger, Davor Galinec i Glenn W. Harrison
I-11	travanj 2002.	Usporedba dvaju ekonometrijskih modela (OLS i SUR) za prognoziranje dolazaka turista u Hrvatsku	Tihomir Stučka
I-12	veljača 2003.	Strane banke u Hrvatskoj: iz druge perspektive	Evan Kraft
I-13	veljača 2004.	Valutna kriza: teorija i praksa s primjenom na Hrvatsku	Ivo Krznar
I-14	lipanj 2004.	Privatizacija, ulazak stranih banaka i efikasnost banaka u Hrvatskoj: analiza stohastičke granice fleksibilne Fourierove funkcije troška	Evan Kraft, Richard Hofler i James Payne
I-15	rujan 2004.	Konvergencija razina cijena: Hrvatska, tranzicijske zemlje i EU	Danijel Nestić
I-16	rujan 2004.	Novi kompozitni indikatori za hrvatsko gospodarstvo: prilog razvoju domaćeg sustava cikličkih indikatora	Saša Cerovac
I-17	siječanj 2006.	Anketa pouzdanja potrošača u Hrvatskoj	Maja Bukovšak
I-18	listopad 2006.	Kratkoročno prognoziranje inflacije u Hrvatskoj korištenjem sezonskih ARIMA procesa	Andreja Pufnik i Davor Kunovac
I-19	svibanj 2007.	Kolika je konkurencija u hrvatskom bankarskom sektoru?	Evan Kraft
I-20	lipanj 2008.	Primjena hedonističke metode za izračunavanje indeksa cijena nekretnina u Hrvatskoj	Davor Kunovac, Enes Đozović, Gorana Lukinić, Andreja Pufnik
I-21	srpanj 2008.	Modeliranje gotovog novca izvan banaka u Hrvatskoj	Maroje Lang, Davor Kunovac, Silvio Basač, Željka Štaudinger
I-22	listopad 2008.	Međunarodni poslovni ciklusi u uvjetima nesavršenosti na tržištu dobara i faktora proizvodnje	Ivo Krznar
I-23	siječanj 2009.	Rizik bankovne zaraze u Hrvatskoj	Marko Krznar
I-24	kolovoz 2009.	Optimalne međunarodne pričuve HNB-a s endogenom vjerojatnošću krize	Ana Maria Čeh i Ivo Krznar
I-25	veljača 2010.	Utjecaj financijske krize i reakcija monetarne politike u Hrvatskoj	Nikola Bokan, Lovorka Grgurić, Ivo Krznar, Maroje Lang
I-26	veljača 2010.	Priljev kapitala i učinkovitost sterilizacije – ocjena koeficijenta sterilizacije i ofset koeficijenta	Igor Ljubaj, Ana Martinis, Marko Mrkalj
I-27	travanj 2010.	Postojanost navika i međunarodne korelacije	Alexandre Dmitriev i Ivo Krznar
I-28	studeni 2010.	Utjecaj vanjskih šokova na domaću inflaciju i BDP	Ivo Krznar i Davor Kunovac
I-29	prosinac 2010.	Dohodovna i cjenovna elastičnost hrvatske robne razmjene – analiza panel-podataka	Vida Bobić
I-30	siječanj 2011.	Model neravnoteže na tržištu kredita i razdoblje kreditnog loma	Ana Maria Čeh, Mirna Dumičić, Ivo Krznar
I-31	travanj 2011.	Analiza kretanja domaće stope inflacije i Phillipsova krivulja	Ivo Krznar
I-32	svibanj 2011.	Identifikacija razdoblja recesija i ekspanzija u Hrvatskoj	Ivo Krznar
I-33	listopad 2011.	Globalna kriza i kreditna euroizacija u Hrvatskoj	Tomislav Galac

Broj	Datum	Naslov	Autor(i)
I-34	studeni 2011.	Središnja banka kao krizni menadžer u Hrvatskoj – analiza hipotetičnih scenarija	Tomislav Galac
I-35	siječanj 2012.	Ocjena utjecaja monetarne politike na kredite stanovništvu i poduzećima: FAVEC pristup	Igor Ljubaj
I-36	ožujak 2012.	Jesu li neke banke blaže od drugih u primjeni pravila klasifikacije plasmana	Tomislav Ridzak
I-37	veljača 2012.	Procjena matrica kreditnih migracija pomoću agregatnih podataka – bajesovski pristup	Davor Kunovac
I-38	svibanj 2012.	Procjena potencijalnog outputa u Republici Hrvatskoj primjenom multivarijantnog filtra	Nikola Bokan i Rafael Ravnik
I-39	listopad 2012.	Način na koji poduzeća u Hrvatskoj određuju i mijenjaju cijene svojih proizvoda: rezultati ankete poduzeća i usporedba s eurozonom	Andreja Pufnik i Davor Kunovac
I-40	ožujak 2013.	Financijski uvjeti i gospodarska aktivnost	Mirna Dumičić i Ivo Krznar
I-41	travanj 2013.	Trošak zaduživanja odabranih zemalja Europske unije i Hrvatske – uloga prelijevanja vanjskih šokova	Davor Kunovac
I-42	lipanj 2014.	Brza procjena BDP-a upotrebom dostupnih mjesečnih indikatora	Davor Kunovac, Borna Špalat
I-43	lipanj 2014.	Pokazatelji financijskog stresa za male otvorene visokoeuroizirane zemlje – primjer Hrvatske	Mirna Dumičić
I-44	srpanj 2014.	Kratkoročne prognoze BDP-a u uvjetima strukturnih promjena	Rafael Ravnik
I-45	srpanj 2015.	Mikroekonomski aspekti utjecaja globalne krize na rast nefinancijskih poduzeća u RH	Tomislav Galac
I-46	rujan 2015.	Pokazatelji financijske stabilnosti – primjer Hrvatske	Mirna Dumičić
I-47	veljača 2017.	Odgođeni oporavak kreditne aktivnosti u Hrvatskoj: uzrokovan ponudom ili potražnjom?	Mirna Dumičić i Igor Ljubaj
I-48	travanj 2017.	Učinkovitost makroprudencijalnih politika u zemljama Srednje i Istočne Europe	Mirna Dumičić
I-49	rujan 2017.	Struktura tokova kapitala i devizni tečaj: Primjer Hrvatske	Maja Bukovšak, Gorana Lukinić Čardić, Nina Ranilović
I-50	rujan 2017.	Primjena gravitacijskog modela u analizi utjecaja ekonomske integracije na hrvatsku robnu razmjenu	Nina Ranilović
I-51	listopad 2017.	Usklađenost poslovnih ciklusa i ekonomskih šokova između Hrvatske i država europodručja	Karlo Kotarac, Davor Kunovac i Rafael Ravnik
I-52	studeni 2017.	Prekomjerni dug poduzeća u Hrvatskoj: mikroprocjena i makroimplikacije	Ana Martinis i Igor Ljubaj
I-53	siječanj 2018.	Bihevioralni model procjene vjerojatnosti nastanka događaja neispunjavanja obveza i rejting nefinancijskih poduzeća	Tomislav Grebenar
I-54	siječanj 2018.	Determinante strategija prilagodbe troškova rada tijekom krize – rezultati ankete iz Hrvatske	Marina Kunovac
I-55	siječanj 2020.	Kolika je konkurencija u hrvatskom bankarskom sektoru? Priča o dva kreditna uzleta i dvije krize	Evan Kraft, Ivan Huljak

Upute autorima

Hrvatska narodna banka objavljuje u svojim povremenim publikacijama Istraživanja, Pregledi i Tehničke bilješke znanstvene i stručne radove zaposlenika Banke i vanjskih suradnika.

Prispjeli radovi podliježu postupku recenzije i klasifikacije koji provodi Komisija za klasifikaciju i vrednovanje radova. Autori se u roku od najviše dva mjeseca od primitka njihova rada obavještavaju o odluci o prihvaćanju ili odbijanju članka za objavljivanje.

Radovi se primaju i objavljuju na hrvatskom i/ili na engleskom jeziku.

Radovi predloženi za objavljivanje moraju ispunjavati sljedeće uvjete.

Tekstovi moraju biti dostavljeni elektroničkom poštom ili optičkim medijima (CD, DVD), a mediju treba priložiti i ispis na papiru. Zapis treba biti u formatu Microsoft Word.

Na prvoj stranici rada obvezno je navesti naslov rada, ime i prezime autora, akademske titule, naziv ustanove u kojoj je autor zaposlen, suradnike te potpunu adresu na koju će se autoru slati primjerci za korekturu.

Dodatne informacije, primjerice zahvale i priznanja, poželjno je uključiti u tekst na kraju uvodnog dijela.

Na drugoj stranici svaki rad mora sadržavati sažetak i ključne riječi. Sažetak mora biti jasan, deskriptivan, pisan u trećem licu i ne dulji od 250 riječi (najviše 1500 znakova). Ispod sažetka treba navesti do 5 ključnih pojmova.

Tekst treba biti otipkan s proredom, na stranici formata A4. Tekst se ne smije oblikovati, dopušteno je samo podebljavanje (bold) i kurziviranje (italic) dijelova teksta. Naslove je potrebno numerirati i odvojiti dvostrukim proredom od teksta, ali bez formatiranja.

Tablice, slike i grafikoni koji su sastavni dio rada, moraju biti pregledni, te moraju sadržavati broj, naslov, mjerne jedinice, legendu, izvor podataka te bilješke. Bilješke koje se odnose na tablice, slike ili grafikone treba obilježiti malim slovima (a, b, c…) i ispisati ih odmah ispod. Ako se posebno dostavljaju (tablice, slike i grafikoni), potrebno je označiti mjesta u tekstu gdje dolaze. Numeracija mora biti u skladu s njihovim slijedom u tekstu te se na njih treba referirati prema numeraciji. Ako su već umetnuti u tekst iz nekih drugih programa, onda je potrebno dostaviti i te datoteke u formatu Excel (grafikoni moraju imati pripadajuće serije podataka).

Ilustracije trebaju biti u standardnom formatu EPS ili TIFF s opisima u Helvetici (Arial, Swiss) veličine 8 točaka. Skenirane ilustracije trebaju biti rezolucije 300 dpi za sivu skalu ili ilustraciju u punoj boji i 600 dpi za lineart (nacrti, dijagrami, sheme).

Formule moraju biti napisane čitljivo. Indeksi i eksponenti moraju biti jasni. Značenja simbola moraju se objasniti odmah nakon jednadžbe u kojoj se prvi put upotrebljavaju. Jednadžbe na koje se autor poziva u tekstu potrebno je obilježiti serijskim brojevima u zagradi uz desnu marginu.

Bilješke na dnu stranice treba označiti arapskim brojkama podignutima iznad teksta. Trebaju biti što kraće i pisane slovima manjima od slova kojima je pisan tekst.

Popis literature dolazi na kraju rada, a u njega ulaze djela navedena u tekstu. Literatura treba biti navedena abecednim redom prezimena autora, a podaci o djelu moraju sadržavati i podatke o izdavaču, mjesto i godinu izdavanja.

Uredništvo zadržava pravo da autoru vrati na ponovni pregled prihvaćeni rad i ilustracije koje ne zadovoljavaju navedene upute.

Pozivamo zainteresirane autore koji žele objaviti svoje radove da ih pošalju na adresu Direkcije za izdavačku djelatnost, prema navedenim uputama.

Hrvatska narodna banka izdaje sljedeće publikacije:

Godišnje izvješće Hrvatske narodne banke
Redovita godišnja publikacija koja sadržava godišnji pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja te pregled statistike.

Polugodišnje izvješće Hrvatske narodne banke
Redovita polugodišnja publikacija koja sadržava polugodišnji pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja te pregled statistike.

Tromjesečno izvješće Hrvatske narodne banke
Redovita tromjesečna publikacija koja sadržava tromjesečni pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja.

Bilten o bankama
Redovita publikacija koja sadržava pregled i podatke o bankama.

Bilten Hrvatske narodne banke
Redovita mjesečna publikacija koja sadržava mjesečni pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja te pregled monetarne statistike.

Istraživanja Hrvatske narodne banke
Povremena publikacija u kojoj se objavljuju kraći znanstveni radovi zaposlenika Banke i vanjskih suradnika.

Pregledi Hrvatske narodne banke
Povremena publikacija u kojoj se objavljuju stručni radovi zaposlenika Banke i vanjskih suradnika.

Tehničke bilješke
Povremena publikacija u kojoj se objavljuju informativni radovi zaposlenika Banke i vanjskih suradnika.

Hrvatska narodna banka izdaje i druge publikacije: numizmatička izdanja, brošure, publikacije na drugim medijima (CD-ROM, DVD), knjige, monografije i radove od posebnog interesa za Banku, zbornike radova s konferencija kojih je organizator ili suorganizator Banka, edukativne materijale i druga slična izdanja.

ISSN 1334-0077 (online)