

**Dr.sc. Anita Radman Peša, docent**

Odjel za ekonomiju, Sveučilište u Zadru

**Dr.sc. Zdenko Prohaska, redoviti profesor**

Ekonomski fakultet, Sveučilište u Rijeci

**Josip Stulić, mag. oec.**

Solana Nin d.o.o.

## UTJECAJ RIZIKA ZEMLJE NA IZRAVNE STRANE INVESTICIJE

### SAŽETAK

*Obujam stranih izravnih investicija dramatično se povećao u proteklih nekoliko godina. Takvi priljevi kapitala znatno su utjecali na gospodarstva zemalja, te u mnogim slučajevima utjecali na ekonomski rast. Jedan broj zemalja imao je više uspjeha u privlačenju inozemnoga poduzetničkog kapitala od drugih. Postavlja se pitanje zbog čega i koji su najznačajniji čimbenici koje ulagači uzimaju u obzir prilikom izbora inozemne lokacije u koju će investirati. U izvještajima vodećih svjetskih institucija vezanih za investicije rizik zemlje predstavlja važnu komponentu. Samim tim sve je veća potreba za provođenje sve većeg broja istraživanja o samom pojmu, kao i njegovim glavnim odrednicama. S druge strane, javlja se i potreba za samostalnom i transparentnom procjenom rizika zemlje koja je potaknuta i nedavnim spoznajama da su kreditni rejtinzi izdani od strane rejting agencija osmišljeni kako bi prvenstveno poticali kapitalne tokove, a ne kao što bi trebali, pružali kontrolu rizika.*

**Ključne riječi:** *rizik zemlje, politički rizik, ekonomski i financijski rizik, strane izravne investicije*

### UVOD

Ciljevi ovog rada su definiranje pojmova rizika zemlje i izravnih stranih investicija, njihov međusoban utjecaj, te sveukupni utjecaj na gospodarstvo.

Posebno se želi prikazati razlika između rizika zemlje, rizika suverenosti i političkog rizika jer se u domaćoj literaturi ovi pojmovi često koriste kao sinonimi što ne bi trebao biti slučaj. Navedeni ciljevi trebali bi poslužiti za identificiranje utjecaja rizika zemlje na izravne strane investicije u tu zemlju.

Rizik je pojam koji je promijenio svoje značenje tijekom povijesti. U feudalno doba ljudi su vjerovali da je njihov život unaprijed predodređen, tj. da pojedinci imaju malo ili nimalo sposobnosti utjecati na ono što će se dogoditi u budućnosti. Trebalo je nekoliko stoljeća i velik broj ključnih prekretnica za proširenje razumijevanja rizika i razvijanje ključnih alata koje koriste današnji rizik menadžeri. Olsson (2002), smatra da su tom razvoju najviše doprinijele: teorija vjerojatnosti (Pascal/Fermat), teorija korisnosti (Bernoulli), regresijska analiza (Galton), moderna portfolio teorija (Markowitz) i teorija igara (von Neumann). Olsson (2002) definira rizik kao neizvjesnost budućeg ishoda. To je kratka i jednostavna definicija koja sugerira da je rizik nešto što će se dogoditi u budućnosti, ali zbog toga što postoji određena neizvjesnost, ne može se točno predvidjeti. S time da rizik i neizvjesnost ne moraju nužno predstavljati nešto negativno. Neizvjesnost prema Olssonu (2002) ima dvije dimenzije i to raspon (broj) mogućih ishoda te vjerojatnost nastupa svakog tog ishoda. Rizik je za Ascari i Pocek (2012) poput ljepote, ona leži u očima promatrača. Više ljudi imat će različit pogled ne samo na to koji su rizici, već i na raspon mogućih ishoda kao i na vjerojatnost nastupa svakog od njih. Čimbenici koji utječu na takvu različitu percepciju su iskustvo, znanje, kultura, pozicija, financijsko stanje, sposobnost utjecanja na ishod, asimetrija, samozadovoljstvo, gledanje kroz "ružičaste naočale" i jednounmlje. Slično tvrdi i Olsson (2002) koji kaže da je rizik nematerijalna stvar i kao takva smatra da će se vidjeti drugačije od strane različitih ljudi. White i Fan (2006) smatraju da se kod investiranja pojavljuju rizici koje možemo podijeliti na globalan rizik, rizik zemlje, rizik industrije, te rizik poduzeća.

Nordal (2001) tvrdi da ono što mi podrazumijevamo pod pojmom rizik zemlje uvelike ovisi o vrsti ulaganja. Iako se pojam rizik zemlje često koristi u literaturi, ne postoji opća suglasnost o tome što se točno pod tim pojmom smatra. Problem nastaje kod površne zamjene pojma rizik zemlje pojmovima kao što su politički rizik i rizik suverenosti. Potrebno je razlučiti razlike između ta tri pojma. Bouchet et al. (2003) tvrde da su dva najčešća

pojma koja se koriste u literaturi koja se bavi rizikom poslovanja u inozemstvu rizik zemlje (eng. Country Risk) i politički rizik (eng. Political Risk). Također koriste se rizik suverenosti (eng. Sovereign Risk) i rizik prekograničnog ulaganja (eng. Cross-border Risk).

Claessens i Embrechts (2002) definiraju rizik zemlje kao izloženost gubitku kod prekograničnog kreditiranja uzrokovanog događajima u pojedinoj zemlji koji su, barem u određenoj mjeri, pod kontrolom vlade, ali definitivno ne pod kontrolom privatnog poduzeća ili pojedinca. Bouchet et al. (2003) tvrde da se rizik zemlje odnosi na vjerojatnost nastanka političkih događaja koji će promijeniti izgled za profitabilnost prilikom određenog ulaganja, a da bi događaj spadao u rizik zemlje potrebno je da bude drugačiji no u zemlji domaćinu. Matić et al. (2010) rizik zemlje definiraju kao jedinstven rizik s kojim se suočavaju inozemni investitori prilikom ulaganja u određenu zemlju u odnosu na alternativu ulaganja u drugim zemljama. Važno je napomenuti da su u ovoj definiciji sadržani svi oblici prekograničnog kreditiranja u pojedinu zemlju (kreditiranje vlade, banaka, privatnog poduzeća ili pojedinca). Za Jelenković i Barjaktarović (2010) rizik zemlje predstavlja premiju koju ekonomski entitet iz jedne zemlje ostvaruje obavljanjem neke financijske operacije u drugoj zemlji, s obzirom na ekonomske političke, sociološke i financijske uvjete koji vladaju na tržištima zemlje dužnika po toj financijskoj operaciji. Bates i Saini (1984), Abassi i Taffler (1984) smatraju da se rizik zemlje općenito odnosi na rizik koji je povezan s onim faktorima koji određuju ili utječu na sposobnost i spremnost suverene države ili dužnika iz određene zemlje da ispuni svoje obveze prema jednom ili više inozemnih kreditora i/ili investitora. Prema White i Fan (2006) rizik zemlje proizlazi iz interakcija strategija koje formuliraju i provode relevantna poduzeća s jedne, i relevantna vlada zemlje s druge strane. Prema ICRG (eng. International Country Risk Guide) rizik zemlje sastavljen je od dvije osnovne komponente: mogućnost plaćanja i sposobnost plaćanja. Politički rizik se vezuje za spremnost a ekonomski i financijski za mogućnost plaćanja. Problem u političkom prostoru može biti neznanje o tome što vlada - domaćin namjerava učiniti. Zato je vlada zemlje, tj. politički rizik prema White and Fan (2006) ključna komponenta rizika zemlje.

Termin politički rizik je prema Bouchet et al. (2003) najstariji termin koji se koristio u znanstvenim radovima koja se bavi rizikom poslovanja u inozemstvu. Prema Ostojčić (2009) promjena karakteristika političkog rizika posljednjih godina znatno se promijenila i još uvijek se mijenja. Do 1985. godine, kao dominantni oblik opasnosti političkog rizika, bili su prisutni konfiskacija i nacionalizacija imovine i sredstava stranih kompanija u novoformiranim državama. Najšire definirano, pod političkim rizikom podrazumijeva se svaka aktivnost države koja rezultira smanjenjem vrijednosti i kapitala poduzeća. Često se pod rizikom zemlje podrazumijeva politički rizik koji podrazumijeva da u danoj zemlji postoji miješanje političkih faktora u rad privatnog sektora. Politički rizik je uži pojam od rizika zemlje i odnosi se na rizik da vlada zemlje u koju se želi investirati neočekivano uvede specifične propise koji mogu rezultirati diskontinuitetom i sažimanjem investicijske aktivnosti kompanije u zemlji domaćinu kapitala.

Rizik suverenosti povezana je s vjerojatnošću i mogućnošću da jedna određena zemlja nije u stanju, ili nije spremna, podmiriti svoje obaveze. Shareef (2004) definira rizik suverenosti kao nesposobnost suverene države da ispuni svoje obaveze vraćanja duga. Za ECAI (eng. European Conference on Artificial Intelligence), iako povezani, kreditni rejting i rejting zemlje su dva odvojena pojma. Premda se često koriste kao sinonimi, kreditni rejting je zapravo sastavni dio rejtinga zemlje. I Heinrichs i Stanoeva (2012) ističu razliku između rizika zemlje i rizika suverenosti. Rizik suverenosti za njih opisuje (ne)mogućnost nacionalne vlade da otplati, odnosno servisira svoj dug, dok je rizik zemlje širi pojam i obuhvaća cjelokupno poslovno okruženje neke zemlje uključujući pravno okruženje, razinu korupcije i socioekonomske čimbenike. Rizik zemlje je dakle širi pojam od rizika suverenosti, koji je ograničen na rizik kreditiranja vlade suverene nacije. Procjena rizika zemlje ne uključuje samo procjenu spremnosti države da ispuni svoje obveze, jer postoje i drugi čimbenici koji mogu uzrokovati gubitke. U praksi, rizik suverenosti i rizik zemlje su u visokoj korelaciji, jer ipak kod oba slučaja presudnu ulogu ima vlada promatrane države.

U radu se postavlja pitanje utječe li rizik zemlje na priljev izravnih stranih investicija. Prvo poglavlje obrađuje pojam rizika zemlje, njegove glavne komponente, te načine mjerenja. Drugo poglavlje bavi se stranim izravnim

investicijama, njihovom podjelom, utjecajem na gospodarstvo te motivima koji pokreću investitore da ulažu u inozemstvo. Treće poglavlje bavi se utjecajem rizika zemlje na izravne strane investicije, te slijedi rasprava i zaključak.

## MJERENJE RIZIKA ZEMLJE

Za svaku pojedinu državu postoji puno specifičnih čimbenika koji utječu na ocjenu rizika zemlje. Cilj mjerenja rizika je procjena negativnog utjecaja elemenata rizika, a u okviru toga procjena vjerojatnosti poduzimanja akcija i aktivnosti od strane druge države, a koje bi bile štetne za interes kompanije koja na posluje na njihovom tržištu. Ne postoji određena univerzalna formula određivanja rejting ocjene zbog toga što je procjena rizičnosti izdavatelja posao koji, osim objektivne procjene financijskih i ekonomskih pokazatelja koje analitičari imaju na raspolaganju, sadrži i subjektivnu procjenu. Ascari i Pocek (2012) zato tvrde da pojam rizika zemlje nije lako kvantificirati, a poteškoće njegovog mjerenja ovise o interakciji složenih financijskih, gospodarskih, društvenih i političkih varijabli. Prema njima postoje tri koraka za stvaranje jedinstvenog rejtinga rizika zemlje. Prvi korak je identifikacija svih glavnih kategorija rizika. Drugi korak zahtjeva ocjenu za svaku kategoriju rizika. Treći predstavlja zbrajanje svih bodova odnosno ocjena s ciljem dobivanja jedinstvenog indeksa.

**Tablica 1:** Podjela subjekata koji se bave mjerenjem rizika zemlje

<b>MJERENJE RIZIKA ZEMLJE</b>			
<b>Opći rizik zemlje</b>		<b>Kreditni rejting zemlje</b>	
Specijalizirana rejting poduzeća	Agencije za izvozne kredite	Kreditne rejting agencije	Časopisi
BERI Nord Sud Export Political Risk Services ICRG EIU	EDC Coface Hermes Sace ECGD Exim Bank	Fitch Moody's Standard and Poor's	Euromoney Institutional Investor

Izvor: Bouchet, M. Clark, E. Gros Lambert, B. (2003). *Country Risk Assessment: A Guide to Global Investment Strategy*, Wiley.

Bouchet et al. (2003) smatraju da postoji onoliko rejting metodologija koliko postoji rejting subjekata, ovisno o različitim vrstama ulaganja i raznim izvorima rizika. Budući da ne postoji sveobuhvatna teorija rizika zemlje, sve ove metode su čisto empirijske. Dijeale te metode na dvije skupine. Prva skupina bavi se cijelim spektrom stranih ulaganja, i svim mogućim vrstama rizika. Cilj institucija koje pripadaju ovoj grupi je pružiti globalnu ocjenu rizika zemlje. Druga grupa se fokusira isključivo na dug i uzima u obzir samo ocjenu zemljine kreditne sposobnosti.

Od 1979. godine kada je osnovana, ova agencija je prepoznatljiva u svijetu kao originalan sustav za mjerenje i kvantifikaciju rizika. Agencija ima dva podsustava, prvi je PRS (eng. Political Risk Services), a drugi ICRG (eng. International Risk Guide – Vodič za međunarodni rizik zemlje). ICRG model za predviđanje financijskog, ekonomskog i političkog rizika izrađen je 1980. godine od strane urednika International Reports-a, tjednog biltena za međunarodne financije i ekonomiju. Procjena rizika zemlje prema ICRG-u sastoji se od 22 varijable koje su razvrstane u tri kategorije, rizika političku, ekonomsku i financijsku. Politički rizik obuhvaća 12 komponenti, dok ekonomski i financijski rizici obuhvaćaju svaki po 5 komponenti.

**Tablica 2:** Komponente političkog rizika

<b>Komponenta</b>	<b>Maksimalno bodova</b>
Stabilnost vlade	12
Društveno-ekonomski uvjeti	12
Uvjeti za investiranje	12
Unutarnji sukobi	12
Vanjski sukobi	12
Korupcija	6
Utjecaj vojske u politici	6
Vjerska napetost	6
Poštivanje ustava i zakona	6
Etničke napetosti	6
Demokratska stabilnost	6
Kvaliteta birokracije	6
Ukupno	100

Izvor: PRS Group. (2012). *International Country Risk Guide Methodology*.

Svakoj pojedinoj komponenti dodijeljena je maksimalna brojčana vrijednost, gdje najveća brojčana vrijednost za pojedinu komponentu ukazuje na najmanji potencijalni rizik za tu komponentu, a najmanja brojčana vrijednost (0) predstavlja najveću potencijalnu opasnost. Maksimalna visina brojčane vrijednosti za svaku pojedinu komponentu unaprijed je zadana te ovisi o utjecaju (važnosti) te komponente na ukupni rizik zemlje. Procjena političkog rizika izrađena je na temelju subjektivne analize dostupnih podataka, dok se procjena ekonomskog i financijskog rizika izrađuje isključivo temeljem objektivnih podataka.

U okviru analize komponente stabilnost vlade analiziraju se jedinstvo vlade, zakonodavna snaga i podrška u javnosti. Svaka od ove tri pod komponente može dobiti najvišu ocjenu 4 (vrlo nizak rizik), a najmanju 0 (vrlo visok rizik). Pod komponente društveno-ekonomskih uvjeta su nezaposlenost, siromaštvo i povjerenje potrošača a predstavljaju procjenu društveno – ekonomskih pritisaka u društvu koji bi mogli ograničiti djelovanje vlade ili dati impuls socijalnim nemirima. Kod investicijske klime analiziraju se reparacija profita, kašnjenje plaćanja te poštivanje i izvršenje ugovora. Komponenta unutarnji sukobi analiza ocjenu nastanka građanskog rata, postojanja terorizma te političkog nasilja i civilnih nemira. Najviša ocjena se daje onim zemljama gdje ne postoje oružano ili građansko protivljenje vlasti te se vlada ne upušta u, izravno ili neizravno, samovoljno nasilje protiv vlastitog naroda. Najniža ocjena se daje zemlji koja je upletena u građanski rat. Vanjski sukobi uključuju procjenu potencijalnih rizika za aktualnu vlast od strane internacionalnih aktivnosti, uključujući nenasilne mjere (diplomatski pritisci, uskrata potpora, trgovinska ograničenja, teritorijalni sporovi, sankcije), i nasilne akcije (pogranični sporovi, ratovi). Korupcija je prijetnja stranim ulaganjima iz nekoliko razloga: narušava ekonomsko i financijsko okruženje, smanjuje učinkovitost, kako vlade tako i samog poslovanja, omogućujući ljudima da preuzmu pozicije moći kroz pokroviteljstva a ne zbog sposobnosti, te uvodi inherentnu nestabilnost u političke procese. Kvaliteta birokracije i administracije je još jedan od stabilizatora koji teži minimiziranju revizije strategija kada dođe do promjene vlasti. Visoke ocjene daju se zemljama u kojima birokracija ima snagu i stručnost bez drastične podložnosti promjenama u politici. U zemljama s visokim ocjenama birokracija nastoji biti donekle autonomna od političkih pritisaka i imati uspostavljen mehanizam za zapošljavanje i

obuku. Zemljama kojima nedostaje jaka, kvalitetna i efikasna birokracija daje se niža ocjena jer svaka promjena u vladi implicira promjene u birokraciji. Efikasna birokracija jedan je od osnovnih pokazatelja reformi koje se provode u državnom aparatu i administraciji i zato je njen značaj iznimno važan.

Komponente ekonomskog rizika prema IRCG-u su bruto društveni proizvod po stanovniku, realni rast BDP-a, godišnja stopa inflacije, proračunski saldo izražen u postotku nominalnog BDP-a, te tekući račun kao postotak BDP-a. Procijenjen BDP po stanovniku za određenu godinu, preračunat u američke dolare po prosječnom tečaju za tu godinu, izražava se kao postotak od prosjeka procijenjenog ukupnog BDP-a od svih zemalja obuhvaćenih IRCG-a. Godišnja promjena procijenjenog BDP-a u stalnim cijenama iz 1990. godine u nekoj zemlji, izražena je kao postotak povećanja ili smanjenja. Procijenjena godišnja stopa inflacije (ne ponderirani prosjek indeksa potrošačkih cijena) izražava se u obliku postotka promjene. Procijenjeni proračunski saldo države (uključujući i potpore) za određenu godinu u nacionalnoj valuti je izražen u postotku procijenjenog BDP-a za tu godinu u nacionalnoj valuti. Procijenjeni saldo na tekućem računu platne bilance za određenu godinu, pretvoren u američke dolare prema prosječnom tečaju za tu godinu, izražen je kao postotak procijenjenog BDP-a dotične države, pretvoren u američke dolare na temelju prosječnog tečaja za tu godinu.

Komponente financijskog rizika prema IRCG-u su bruto inozemni dug kao postotak BDP-a, otplata duga kao postotak izvoza roba i usluga, tekući račun platne bilance kao postotak izvoza roba i usluga, pokrivenost uvoza s deviznim rezervama te stabilnost tečaja. Procijenjeni bruto inozemni dug u određenoj godini, preračunat u američke dolare po prosječnom tečaju za tu godinu, izražava se kao postotak bruto domaćeg proizvoda pretvoren u američke dolare po prosječnom tečaju za tu godinu. Procijenjena otplata duga za određenu godinu, preračunata u američke dolare po prosječnom tečaju za tu godinu, izražava se kao postotak od zbroja procijenjenog ukupnog izvoza roba i usluga u toj godini pretvorenog u američke dolare prema prosječnom tečaju za tu godinu. Saldo tekućeg računa platne bilance za određenu godinu pretvoren u američke dolare po prosječnom tečaju za tu godinu, izražava se kao postotak od zbroja procijenjenog ukupnog izvoza roba i usluga za tu godinu preračunatog u američke dolare po prosječnom

tečaju za tu godinu. Stabilnost tečaja, odnosno aprecijacija ili deprecijacija valute u odnosu na američki dolar tijekom kalendarske godine, izražava se u obliku postotka promjene.

### **Međunarodne rejting agencije**

Kreditna rejting agencija specijalizirana je tvrtka koja daje mišljenje o kreditnoj sposobnosti entiteta ili financijske obveze kao što su, primjerice, obveznice, preferencijalne dionice i komercijalni papiri. Tržišni sudionici (poslovne banke, investicijski fondovi, osiguravatelji, mirovinski fondovi, drugi institucionalni investitori i kompanije) koriste ocjene kreditnih rejting agencija pri investiranju i u okviru procjene kreditne sposobnosti klijenata. Prema Kuhner (2001) kreditne rejting agencije procjenjuju kreditnu sposobnost raznih subjekata u gospodarskom sustavu. Osnovna je svrha poslovanja rejting agencija uklanjanje asimetričnih informacija između izdavatelja financijskog instrumenta i potencijalnog investitora, čime se postiže izbjegavanje problema postojanja asimetričnih informacija između dviju strana uključenih u transakciju jer se financijska procjena temelji na primjeni standardiziranih pokazatelja kvalitete. Uloga međunarodnih rejting agencija je prema Bouchet et al. (2003) prikupiti podatke o kreditnoj sposobnosti zajmoprimca te utvrditi koja je vjerojatnost neplaćanja njihovih obveza prema zajmodavcima. Najpoznatije međunarodne kreditne rejting agencije nalaze se u Sjedinjenim Američkim Državama, te ih zbog tržišne prevlasti često nazivaju „Tri Američke Sestre“. Od nastanka kreditnih rejting agencija te tri dominiraju tržištem, dok su ostale, ako su se i pokazale uspješnima, najčešće bile preuzete od strane tržišnih lidera. Kreditne rejting agencije razlikuju se s obzirom na obuhvat predmeta rejtinga i područje na kojem posluju. Ocjene rejting agencija od velike su važnosti za države, poduzeća i ostale institucije koje sudjeluju na tržištu kapitala. Prema Bajo and Penava (2012) agencije su dionička društva podložna špekulacijama i sukobima interesa. Iako postoji niz manjih agencija, ukupan tržišni udio tri velike agencije (Moody's, Standard i Poor's i Fitch) iznad je 95% svjetskih usluga rejtinga.

Prema Pavković i Vedriš (2011) za dodjelu kreditnog rejtinga zemljama analiziraju se pokazatelji kao što je dohodak po glavi stanovnika. Što je veći dohodak po glavi stanovnika, veća je porezna baza i vjerojatnije je da će

zemlja biti u mogućnosti izvršavati svoje obveze. Kada zemlja premaši određeni iznos dohotka po stanovniku, smatra se da je veća mogućnost urednog servisiranja njenih obveza. Rast BDP-a ukazuje na to da će otplata dugova postajati sve jednostavnija za zemlju što je veći rast. Inflacija kao jedan od pokazatelja ukazuje na strukturne probleme u vladinoj politici, tj. da ne postoji mogućnost ili volja za bolji oblik financiranja nego izdavanjem novca i stvaranjem inflacije. Stanje bilance plaćanja također je vrlo važan kriterij pri procjeni rizičnosti zemlje. Postojanje velikog deficita ukazuje na probleme i nemogućnost države da pribavi potrebna financijska sredstva. Osim navedenih pokazatelja u obzir se uzimaju i povijesni podatci. Zemlja koja je u prošlosti imala problema s izvršavanjem svojih obveza ima znatno veći rizik i niži rejting za razliku od zemalja koje nisu imale probleme takve prirode. Svi promatrani pokazatelji nisu isključivo ekonomski. Promatra se rast populacije, struktura stanovništva prema starosti, produktivnost različitih sektora u ekonomiji, efikasnost obrazovnog sustava i njegova kvaliteta, kvaliteta državne administracije itd. Analizira se trgovina zemlje, pokazatelji konkurentnosti, geografska diverzificiranost tržišta, udjel na tržištu itd.

## **STRANE IZRAVNE INVESTICIJE**

U domaćoj literaturi pojam strana izravna investicija (eng. Foreign Direct Investment) se još pojavljuje i u oblicima poput: izravno strano ulaganje, direktno strano ulaganje, direktna strana investicija itd. Prema definiciji Međunarodnoga monetarnog fonda (2004) i Organizacije za ekonomsku suradnju i razvoj (2008) strana izravna investicija događa se kada određeni ulagač (nerezident) s ciljem trajnog interesa dođe u posjed 10 posto ili više vlasničkog udjela gospodarskog subjekta (rezidenta). Upravo se po tom trajnom interesu u ciljanom poduzeću i aktivnom sudjelovanju inozemnih investitora u procesu upravljanja poduzećem, izravna strana ulaganja razlikuju od drugih oblika priljeva inozemnog privatnog kapitala.

Babić et al. (2001) smatraju da strano izravno ulaganje ne treba poistovjetiti s poduzećem u pretežnom stranom vlasništvu, jer je ono tek jedan od načina na koji se poduzeće financira inozemnim izvorima. Trgovačko poduzeće u pretežnom stranom vlasništvu, sa svojim specifičnim

kvalitetama, jest ono za koje se u literaturi najčešće navodi da donosi novu tehnologiju, bolje upravljačke i marketinške vještine i pristup novim tržištima (čak i kada se financira na financijskom tržištu zemlje domaćina, što se neće registrirati kao inozemno izravno ulaganje). Prema Siseku (2005), kada se nastoji raščlaniti ukupni priljev kapitala u neku zemlju, tada se osim stranog izravnog ulaganja razlikuju još dva oblika i to portfolio investicije i ostala inozemna ulaganja. Portfolio investicije su ulaganja fizičkih i pravnih osoba u strane vrijednosne papire (obveznice, dionice ili druge vrijednosnice koje su izdale monetarne vlasti, sektor opće države, poduzeća, banke ili drugi sektori ekonomije) tako da im je udio manji od 10% ukupne vrijednosti tvrtke u koju ulažu. Kapitalna kretanja po Kumaru (2007) uobičajeno je podijeliti u tri skupine i to strano izravno ulaganje, portfolio vlasničke investicije, i portfolio dužničko investiranje. Garibaldi et al. (2001) su skloniji podijeliti neto tijekove kapitala u pet kategorije i to strane izravne investicije, portfolio investicije, ostale investicije (trgovački krediti i depoziti), korištenje kredita MMF-a i izvanredno financiranje što obuhvaća akumulaciju neplaćenih potraživanja i opraštanje dugova.

### **Utjecaj inozemnih izravnih ulaganja na domaće gospodarstvo**

Prema Babiću et al. (2001) mnogobrojne su studije proučavale razne utjecaje stranih izravnih investicija, koji se mogu razvrstati na utjecaj stranih izravnih investicija na izvoz, uvoz i vanjsku trgovinu općenito, zatim utjecaj na rast gospodarstva primatelja, utjecaj na zaposlenost, utjecaj na investicije, te učinke na efikasnost ostaloga gospodarstva (eng. Spillover). Prema Bilas and Franc (2006) utjecaj inozemnih izravnih ulaganja i multinacionalnih kompanija na zemlje primatelje su mnogobrojni. Multinacionalne kompanije posjeduju brojne resurse koji pomažu rastu i razvitku određene zemlje. Neki od tih resursa su tehnologija, menadžment, know – how, kvalificirana radna snaga, međunarodne proizvodne mreže, pristup tržištima i poznatim brandovima. Multinacionalne kompanije također pospješuju razvitak i s tradicionalnog gledišta, povećavajući razinu investicija i zalihe kapitala u zemlji domaćinu. No, s druge strane multinacionalne kompanije mogu imati i negativan učinak na razvoj zemlje domaćina. Ulazak velikih poduzeća s efikasnim internim tržištima i znatnom tržišnom moći, može unazaditi napredak zemlje u razvoju ili može

biti skuplje od alternativnih načina usvajanja sredstava koje transnacionalne kompanije mogu pružiti.

Alfaro (2003) je ustanovila da ne postoji korelacija između stope rasta GDP-a po glavi stanovnika i udjela ukupnih stranih izravnih investicija u BDP-u, ali postoji jaka pozitivna korelacija između stranih izravnih investicija u sekundarnim djelatnostima i gospodarskog rasta. Korelacija između gospodarskog rasta i stranih izravnih investicija u privatnom i uslužnom sektoru nije jaka. Autorica je zaključila da strane izravne investicije igraju značajnu ulogu u generiranju gospodarskog rasta, ali i da ovi efekti proizlaze iz stranih investicija u sekundarnom sektoru. Fratzcher i Bussiere (2004) su na uzorku od 45 zemalja u razdoblju od 1980. do 2002. dokazali da su faktori koji dovode do visokog rasta u dugoročnom razdoblju obično kvaliteta domaćih institucija, veličina priljeva stranih izravnih investicija i redosljed procesa liberalizacije. Olofsdotter (1998) je došao do zaključka da porast stranih izravnih investicija pozitivno utječe na gospodarski rast što je jače izraženo u zemljama u kojima su institucije učinkovitije u zaštiti prava vlasništva, ali i djelotvornija birokracija čime se potpomaže donošenje investicijskih odluka, te olakšava prihvaćanje stranih tehnologija, pa je i administrativna efikasnost, poput političke stabilnosti, također važna odrednica za investicije i gospodarski rast. Borensztein, DeGregorio i Lee (1998) zaključili su da su strane izravne investicije pozitivno korelirane sa gospodarskim rastom u onim zemljama koje već imaju visoku razinu ljudskog kapitala. Prema Bilas and Franc (2006) utjecaj stranih izravnih investicija na vanjsku trgovinu i zaposlenost ovisi o tome prevladava li komplementarnost ili supstitutivnost stranih izravnih investicija i izvoza, odnosno prevladava li supstitutivnost ili komplementarnost stranih izravnih investicija i uvoza. Ukoliko prevladava komplementarnost stranih izravnih investicija i izvoza, tada će se zbog stranih izravnih investicija povećati i izvoz, što će povećati i domaću zaposlenost. Ovo je dakle, povoljna situacija za vanjskotrgovinsku bilancu i za zaposlenost. Obratna je situacija kod supstitutivnosti stranih izravnih investicija i izvoza, pri čemu zaposlenost u izvoznom sektoru ustupa mjesto zaposlenosti u sektoru gospodarstva primatelju stranih izravnih investicija. Ukoliko pak prevladava supstitutivnost stranih izravnih investicija i uvoza, također se može povećati zaposlenost jer poduzeće nastalo stranom investicijom može opskrbiti domaće tržište proizvodima koji su se prije uvozili.

## **Motivi za strane izravne investicije**

Prema Babić et al. (2001) motivi inozemnog ulagača (davatelja ili ponuđača strane izravne investicije) mogu biti optimiziranje portfelja, iskorištavanje eksternalija na tržištu zemlje u koju se ulaže, internalizacije mnogih transakcija pomoću stranih izravnih investicija (umjesto da se putem licencija, izvoza, tržišta rada ili kapitala takve transakcije obavljaju na tržištu), iskorištavanje specifičnih prednosti multinacionalne kompanije nad drugim poduzećima na tržištu (naprednija tehnologija, bolja marka proizvoda, mreža dobavljača itd.), iskorištavanje specifičnih karakteristika zemlje primatelja (veličina tržišta, blizina trećim tržištima, jeftina radna snaga, jeftine sirovine i prirodni izvori itd.) te drugih motivi (bolja organizacija, racionaliziranje troškova kapitala, strateški motivi i dr.). Brojni su čimbenici koji potiču kompanije na direktna strana ulaganja. Neki su od tih čimbenika pod kontrolom samih kompanija tj. interni, a neki su egzogeno zadani i kompanije ne mogu utjecati na njih tj. eksterni.

Determinante stranih izravnih investicija su za Sekura (2012) uglavnom univerzalnoga karaktera i vrijede za sve zemlje destinacije stranih izravnih investicija, a u mnoštvu se mogu izdvojiti one najvažnije. Također zemlje na različitim stupnjevima ekonomskog razvoja ne moraju težiti ispunjavanju istih uvjeta. Nerazvijene će zemlje među prioritetima imati malobrojne, ali općenite determinante dok će razvijene zemlje uz jasno postignute osnovne determinante privlačenja stranih izravnih investicija težiti ostvarenju raznih specifičnih kako bi poboljšale konkurentne prednosti i privukle još više stranih izravnih investicija.

Uz političku determinantu, odnosno definiranje i provedbu politika koje podupiru priljev stranih izravnih investicija, ekonomske determinante imaju jednaku važnost te se one mogu, prema Dunningu i Lundanu (2008), podijeliti u četiri skupine, ovisno o motivima ulaganja multinacionalnih poduzeća u stranu zemlju: iskorištavanje resursa (eng. Resource Seeking), osvajanje tržišta zemlje domaćina (eng. Market Seeking), povećanje efikasnosti proizvodnje (eng. Efficiency Seeking) te povećanje imovine (eng. Asset Seeking). Prema prvom, poduzeća investiraju u druge zemlje kako bi stekla određene resurse po nižoj cijeni ili zbog veće kvalitete. Motivacija

koja stoji iza ove strane izravne investicije uglavnom je određena potrebom poduzeća za većom profitabilnošću i konkurentnošću. Većina outputa proizvedenog u tom slučaju namijenjena je izvozu u industrijski razvijene zemlje. Nadalje, poduzeća osim potrage za resursima, investiraju u druge zemlje ili regije jer žele proširiti svoj tržišni utjecaj. U većini slučajeva ova se potreba javlja kad poduzeća više nisu u mogućnosti izvozno opskrbljivati tržište zbog nametanja carina i drugih ograničenja trgovine. Drugi razlog može biti veličina i/ili važnost (atraktivnost) tržišta koja nalaže poduzeću prisutnost na takvom tržištu. Koncentracijom proizvodnje u manjem broju zemalja kako bi se racionaliziralo poslovanje, ali i opskrbilo više tržišta predstavlja glavnu namjenu poduzeća usmjerenih na povećanje efikasnosti. Glavni cilj ove vrste investicija jest iskoristiti prednosti koje potječu od razlika u količini proizvodnih faktora, različitih kultura i institucionalnih čimbenika, obrazaca potražnje, ekonomskih politika i tržišnih struktura. Posljednju grupu čine multinacionalna poduzeća koja poduzimaju strane izravne investicije kako bi stekla dio imovine stranog poduzeća i na taj način slijedile svoje dugoročne strateške ciljeve, posebno poboljšanje globalne konkurentske pozicije. Asset seeking podrazumijeva investiranje radi uvećanja imovine, pri čemu se tu radi i o materijalnoj i nematerijalnoj imovini. Kod investiranja u zemlje u razvoju veću ulogu igra materijalna imovina, dok je kod stranih izravnih investicija u razvijene zemlje, osobito od strane multinacionalnih kompanija iz zemalja u razvoju, vrlo značajno pribavljanje nematerijalne imovine poput licenci, patenata i brandova.

## **UTJECAJ RIZIKA ZEMLJE NA STRANE IZRAVNE INVESTICIJE**

Kad govorimo o riziku zemlje u kontekstu FDI, prema White and Fan (2006) postoje dva moguća izvora za popis relevantnih komponenti rizika zemlje. Jedan od njih je prikupljanje već obavljenih znanstvenih radova referentnih teoretičara, a drugi rejting agencije. Uvjeti koje je potrebno zadovoljiti za uključivanje u popis referentnih teoretičara su da teoretičar mora težiti da bude sveobuhvatan i opsežan; da je analiza orijentirana na direktna strana ulaganja, a ne na druge odluke; te da je rad često bio, i nastavlja biti citiran. Njihov rezultat je popis 16 različitih radova autora, koji su pretraženi, da bi se na koncu dobile pod komponente rizika zemlje. Razmatranje dva popisa daje 26 podkomponenti. Kod grupiranja White and Fan (2006) predlažu grupiranje podkomponenti u četiri glavne skupine i to politički, ekonomski,

financijski i kulturološki rizik. U svojoj analizi Wei (2000) smatra da korupcija u zemlji utječe i na količinu i na sastav priljeva kapitala. Konkretno, korupcija bitno smanjuje priljev stranih izravnih investicija. Kolstad i Tondel (2001) smatraju da na tokove izravnih stranih ulaganja utječu etničke napetosti, unutarnji sukobi i demokracija, dok za njih stabilnost vlade, birokracija, vanjski sukobi, zakon i red, te uključenost vojske u politici nemaju značajnog utjecaja na priljev stranih izravnih investicija. Na uzorku od 83 zemlje u razvoju, Busse i Hefeker (2005) nalaze da su stabilnost vlade, unutarnji i vanjski sukobi, korupcija, etničke napetosti, zakon i red, demokratska odgovornost vlasti, i kvaliteta birokracije vrlo značajne odrednice tokova stranih izravnih investicija. Ali et al. (2010) smatraju da institucije imaju značajan utjecaj na strane izravne investicije te da je sigurnost imovinskih prava najvažniji aspekt institucija u određivanju tokova izravnih stranih ulaganja. Na uzorku od 22 zemalja u razvoju, Gastanaga et al. (1998) smatraju da su smanjenje korupcije i rizika nacionalizacije, te bolje provedbe ugovora povezani s većim priljevima stranih izravnih investicija. Addison i Heshmati (2003) na uzorku od 110 zemalja dokazali su pozitivan utjecaj demokracije na strane izravne investicije. Drabek i Payne (1999) na uzorku od 49 zemalja zaključili su da narod koji poduzima korake prema povećanju stupnja transparentnosti u svojim politikama i institucijama može očekivati značajan porast priljeva stranih izravnih investicija. Harms i Ursprung (2002) tvrde da će izravna strana investicije biti privučena u zemljama u kojima su poštovane građanske i političke slobode. Meon i Sekkat (2004) na uzorku od 107 zemalja tvrde da politički rizik (ne samo jedna komponenta poput korupcije) u cjelini određuje strane izravne investicije. Lee i Rajan (2011) smatraju da zemlje koje imaju niži stupanj rizika zemlje lakše mogu privući strane izravne investicije, a glavnu ulogu ima politički rizik. Asiedu (2001) zaključuje da politički rizik nema značajan utjecaj na strane izravne investicije. Noorbaksh et al. (2001) kroz istraživanje zaključuje da stupanj demokracije i politički rizik ne utječu značajno na strane izravne investicije. Wheeler i Mody (1992) nisu pronašli značajnu povezanost između korupcije i stranih izravnih investicija.

## **RASPRAVA**

U domaćoj ali i stranoj literaturi postoji dosta nesuglasica oko točnog definiranja pojma rizik zemlje. Izvor problema je ponajviše u tome što autori koriste pojmove rizik zemlje i rizik suverenosti kao dva sinonima. Iako su oba pojma važni čimbenici kod procjene rizika od strane korporacija i često su korelirani, veze između njih ponekad mogu biti i prilično slabe. U Hrvatskoj stručnoj literaturi koja se bavi ovom tematikom pojam rizika suverenosti se koristi vrlo rijetko, te se površno zamjenjuje terminom rizik zemlje tamo gdje ne bi trebao. Rizik suverenosti označava mogućnost nacionalne vlade da otplati, odnosno servisira svoj dug. Uz taj pojam je čvrsto vezan pojam kreditnog rejtinga, koji označava procjenu te mogućnosti. S druge strane, kada koristimo pojam rizik zemlje, mislimo na puno širi pojam od rizika suverenosti. Mislimo na čitavo poslovno okruženje uključujući i pravnu zaštitu, razinu korupcije, socioekonomske čimbenike i drugo. Na primjer, zemlja koja ima visoku ocjenu kreditnog rejtinga (nizak rizik), što znači da nema problema sa servisiranjem svojih dugova istovremeno može imati problema s visokom razinom korupcije. Ta visoka razina korupcije može vrlo negativno utjecati na profitabilnost korporacije i smanjiti očekivane prinose, dakle rizik za korporaciju koja ulaže u tu zemlju bit će veći. Također suprotno, čak i zemlje s niskim razinama rizika zemlje mogu završiti u bankrotu tj. biti u nemogućnosti servisirati svoje dugove. Heinrichs i Stanoeva (2012) proveli su na uzorku od 118 zemalja istraživanje gdje su pokušali dokazati korelaciju između pojmova kreditnog rejtinga i ocjene rizika zemlje. Korelacija u zemljama Sjeverne Amerike iznosila je 100 posto dok je sveukupno iznosila 82 posto. No primjerice korelacija je za zemlje Latinske Amerike iznosila 54, a za razvijene zemlje Azije iznosila je samo 34 posto. Procjena rizika zemlje obuhvaća velik broj faktora koji trebaju biti ocjenjeni da bi se dobila holistička ocjena. Problem nastaje jer kod izračuna velik niz faktora zahtjeva subjektivnu procjenu analitičara, primjerice korupcija i nepotizam, stabilnost vlade, zakonodavni okvir, sporost birokracije, unutarnja nesigurnost i slično. Zbog toga, često se preispituje vjerodostojnost ocjena pojedinih rejting agencija. Mnogobrojne su studije proučavale razne utjecaje stranih izravnih investicija i dokazano je da su utjecaji inozemnih izravnih ulaganja i multinacionalnih kompanija na zemlje primatelje

mnogobrojni. No međutim konsenzus oko pitanja poput utječe li priljev izravnih stranih investicija pozitivno na gospodarski rast zemlje primatelja ipak ne postoji. Tom problemu treba pristupiti individualno za svaku zemlju jer o tome da li će priljev izravnih stranih investicija potaknuti gospodarski rast ovisi mnogo faktora poput otvorenosti trgovine zemlje primatelja, razini gospodarskog i društvenog razvoja, razini ljudskog kapitala i slično. Također investicije će različito djelovati na gospodarstvo zemlje primatelja ovisno o tome u koji sektor se ulažu.

## **ZAKLJUČAK**

Sve poslovne transakcije uključuju neki stupanj rizika. Kad se poslovne transakcije odvijaju preko međunarodnih granica, nose dodatne rizike koji nisu prisutni u domaćem prometu. Ti rizici obuhvaćeni su pod pojmom rizik zemlje. Postoji dugotrajna rasprava o relevantnim komponentama koje utječu na rizik zemlje, a najčešća podjela je na ekonomske, političke i financijske rizike. Strana izravna ulaganja mogu biti značajan čimbenik gospodarskog razvoja nacionalnih gospodarstava. Ona ne predstavljaju samo kapital već sa sobom, u zemlju primateljicu, potencijalno unose i nove tehnologije te upravljačka i marketinška znanja i vještine. Istraživanjima su dokazani utjecaji pojedinih komponenti rizika zemlje na priljev stranih izravnih investicija, stoga bi Hrvatska trebala obratiti pažnju kako na ekonomske i financijske, tako i političke sastavnice rizika zemlje ukoliko želi potaknuti strana izravna ulaganja. Poseban napor treba učiniti na smanjenje stope nezaposlenosti koja prema modelu koji je korišten u radu najviše pridonosi riziku zemlje. U ovom radu izrađena je neovisna i transparentna procjena rizika zemlje Hrvatske. Utjecaj rizika zemlje na strana izravna ulaganja na primjeru Hrvatske nije dokazivana.

## **LITERATURA**

1. Abassi, B. i Taffler, R.J. (1984). Country risk: A model of economic performance related to debt servicing capacity. Working paper 36. City University Business School. London.
2. Addison, T. i Heshmati, A. (2003). The new global determinants of FDI flows to developing countries: The importance of ICT and democratization. Discussion

- paper 2003/45. World institute for development economic research. United Nations University. Helsinki.
3. Alfaro, L. (2003). Foreign Direct Investment and Growth: Does the Sector Matter? Harvard Business School.
  4. Ali, F. A., Fless, N. i MacDonald, R. (2010). Do Institutions Matter for Foreign Direct Investment? *Open Economies Review*. 21. 201-219.
  5. Ascari, R. i Pocek, F. (2012). Country Risk. From theory to practice. SACE.
  6. Asiedu, E. (2001). On the Determinants of Foreign Direct Investment to Developing Countries: Is Africa Different? University of Kansas - Department of Economics.
  7. Babić, A. Pufnik, A. Stučka, T. (2001). Teorija i stvarnost inozemnih izravnih ulaganja u svijetu i u tranzicijskim zemljama s posebnim osvrtom na Hrvatsku. Hrvatska narodna banka. Zagreb.
  8. Bajo, A. Penava, J. (2012). Kreditne rejting agencije i kreditni rejting države. *Riznica*. 1/2012.
  9. Bilas, V. Franc, S. (2006). Uloga inozemnih izravnih ulaganja i načini poticanja, EFZG Working Papers Series 06-13.
  10. Bouchet, M. Clark, E. Gros Lambert, B. (2003). Country Risk Assessment: A Guide to Global Investment Strategy. Wiley.
  11. Busse, M. Hefeker, C. (2005). Political Risk, Institutions and Foreign Direct Investment. *Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA)*. Hamburg Institute of International Economics.
  12. Claessens, S., Embrechts, G. (2002). Basel II, Sovereign Ratings and Transfer Risk External versus Internal Ratings.
  13. Drabek, Z. Payne, W. (1999). The Impact of Transparency on Foreign Direct Investment. Staff Working Paper ERAD-99-02. World Trade Organization. Geneva.
  14. Dunning, H. J. Lundan, M. S. (2008). *Multinational Enterprises and the Global Economy*. Second Edition. Edward Elgar Publishing Limited.
  15. Fitch Ratings. (2010). Sovereign Rating Methodology. Fitch Ratings Master Criteria Report. August 16.
  16. Fratzcher, M. Bussiere, M. (2004). Financial Openness and Growth: Short-run gain, Long-run pain? Working paper series 3 4 8. European Central Bank.
  17. Harms, P. Ursprung, H. W. (2002). Do civil and political repression really boost foreign direct investment? *Economic Inquiry*. 40. 651-663.
  18. Hauser, F. (2005). Country Risk and Foreign Direct Investments in Transition Countries.
  19. Gastanaga, V. Nugent, J. Pashamova, B. (1998). Host Country Reforms and FDI Inflows: How Much Difference Do They Make. *World Development*. 26. 1299-1314.

20. Heinrichs, M. Stanoeva, I. (2012). Country risk and sovereign risk – building clearer borders. The Euromoney Risk Management Handbook 2012 - 2nd Edition.
21. International Monetary Fund (2010). The uses and abuses of sovereign credit ratings.
22. Jelenković, Z. Barjaktarović, L. (2010). Rizik zemlje: Novi aspekti pod uticajem svetske ekonomske krize. Singidunum revija. 6(2). 58-71.
23. Kolstad, I. Tøndel, L. (2001). Social Development and Foreign Direct Investments in Developing Countries. Chr. Michelsen Institute.
24. Kuhner, C. (2001). Financial rating agencies: Are they credible? – Insights into the reporting incentives of rating agencies in times of enhanced systemic risk. Schmalenbach Business Review. 53. 2-26.
25. Lee, H. H. Rajan, S. R. (2011). Cross-Border Investment Linkages Among APEC Economies: The Case of Foreign Direct Investment. Journal of Korea Trade. 15(3). 89-123.
26. Matić, B. Wittine, Z. Čenan, D. (2010). Country Risk Management Practices – Evidence from Croatian Companies.
27. Meldrum, Duncan H. (2000). Country Risk and Foreign Direct Investment. Business economics: the journal of the National Association of Business Economists. 35(1). 33-40.
28. Meon, P. Sekkat, K. (2004). Does the quality of institutions limit the MENA's integration in the world economy? The world economy. 7. 1475-1498.
29. Moody's Investors Service. (2008). Sovereign Bond Ratings, Moody's Investors Service, September.
30. Nordal, B. K. (2001). Country risk, country risk indices, and valuation of FDI: A real options approach.
31. OECD. (2008). Benchmark Definition of Foreign Direct Investment FOURTH EDITION.
32. Olsson, C. (2002). Risk Management in Emerging Markets, Pearson Education Limited.
33. Ostojić, S. (2010). Political Risk Management. Škola biznisa. 3/2010.
34. Ozturk, I.(2007). Foreign Direct Investment in Croatia – Growth Nexus: a review of the recent literature. International Journal of Applied Econometrics and Quantitative Studies. 4-2.
35. Pavković, A. Vedriš, D. (2011). Redefiniranje uloge agencija za kreditni rejting u suvremenom financijskom sustavu. Ekonomska misao i praksa. 20(1). 225-250.
36. PRS Group. (2012). International Country Risk Guide Methodology.
37. Saini, K.G. Bates, P.S. (1984). A survey of the quantitative approaches to country risk analysis. Journal of Banking and Finance. 8. 341-356.
38. Shareef, R. (2004). Country Risk Ratings of Small Island Tourism Economies.

39. Sisek, B. (2005). Foreign Direct Investment in Croatia – Causes of failure. Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu. 3.
40. Standard and Poor's (SandP). (2008). Sovereign Credit Ratings: A Primer. Standard and Poor's RatingsDirect. May 19.
41. Wei, S.J. (2000). Local Corruption and Global Capital Flows. Brooking Papers on Economic Activity. 31. 303-354.
42. Wheeler, D. Mody, A. (1992). International investment location decisions: The case of U.S. firms. Journal of International Economics. 33(1-2). 57-76.
43. White, C. Fan, M. (2006). Risk and Foreign Direct Investment. Palgrave Macmillan.