

# IZRAVNA STRANA ULAGANJA KAO IZVORI FINANCIRANJA INVESTICIJA: USPOREDNA ANALIZA TRANZICIJSKIH EKONOMIJA S PRIMJEROM REPUBLIKE HRVATSKE<sup>1</sup>

Vladimir CVIJANOVIĆ  
Ekonomski institut, Zagreb

Stručni članak  
UDK: 39.727.22(497.13)

dr. sc. Siniša KUŠIĆ  
Ekonomski fakultet, Frankfurt a/m

## *Sažetak*

*Glavna postavka članka jest da su izvori financiranja u tranzicijskim ekonomijama nedovoljni za financiranje investicija koje bi potaknule održivi ekonomski rast. Najočigledniji razlog za to je bankovni sektor nesklon riziku, te nerazvijena tržišta kapitala. Izravna strana ulaganja (FDI) specifični su eksterni izvor financiranja koji se ne sastoji samo od kapitala, nego također uključuje i know-how stranoga izravnog investitora. FDI se pokazao odlučujućim činiteljem koji je sposoban restrukturirati ekonomiju te investirati više nego što to čine domaća poduzeća. Nakon uvoda, u prvom dijelu članka autori provode regresijsku analizu činitelja koji utječu na ograničenja poduzeća pri financiranju. Zatim se analiza proširuje na hrvatski bankarski sustav te tokove FDI-ja u Hrvatsku, u komparativnom kontekstu s drugim tranzicijskim ekonomijama. Iz takvih analiza vidljiv je nedovoljno iskorišten potencijal FDI-ja u Hrvatskoj. Autori upućuju na ograničenja FDI-ja u Hrvatskoj te navode neke prijedloge za njihovo rješavanje.*

*Ključne riječi: izvori financiranja, bankovni sektor, ulaganja u kapital, restrukturiranje, Hrvatska, zemlje u tranziciji, izravna strana ulaganja, ekonomski rast*

---

<sup>1</sup> Autori zahvaljuju Annette Weisbach i Dubravku Radiću s »Johann Wolfgang Goethe« sveučilišta u Frankfurtu na Majni, te trojici anonimnih recenzenata na njihovim vrijednim mišljenjima i sugestijama. Ipak, stavovi izloženi u članku samo su stavovi autora.

\* *Primljeno* (Received): 31.5.2002  
*Prihvaćeno* (Accepted): 11.11.2002.

## Uvod

Nakon desetljeća u kojemu je Hrvatska po ekonomskim pokazateljima zaostajala iza nekih naprednijih tranzicijskih ekonomija, zemlji je potreban ekonomski rast koji bi joj omogućio bržu ekonomsku integraciju s Europskom unijom (EU) i time podigao životni standard njezinih građana. Održivi ekonomski rast presudno ovisi o količini i kvaliteti ulaganja što ga ostvaruju poduzeća. Za poduzetnike je, u pretvaranju njihovih stvaralačkih ideja u profitabilne projekte, nužna dostupnost internih ili eksternih izvora financiranja. Zadržane zarade često nisu dovoljne za znatnija ulaganja, tako da poduzeća trebaju eksterni izvor financiranja.

Za poduzeće postoje tri temeljne mogućnosti ostvarivanja eksternog financiranja<sup>2</sup>: 1. bankovni krediti, 2. tržište kapitala i 3. izravna strana ulaganja. Problem s bankama je to što one općenito nisu voljne kreditirati poduzeća u potrebnom opsegu, posebno u tranzicijskim ekonomijama. Tržište kapitala sigurno u njima nema onu ulogu koju ima u razvijenim državama jer su na njemu niske razine tržišne kapitalizacije i transparentnosti. Izravna strana ulaganja (*foreign direct investment* – FDI), pak poseban oblik financiranja. On obuhvaća ulaganja u vlasničku glavnica u iznosu većem od 10% običnih dionica ili glasačkog prava, vlasnički udio reinvestirane dobiti izravnog investitora i ostali izravni investirani kapital, koji se sastoji od kreditiranja između izravnog ulagača i njegove podružnice (United Nations, 2001:195). Temeljno, FDI mogu biti *investicije u ledinu* (*greenfield investments*) ili *preuzimanja i spajanja* (*mergers and acquisitions*). FDI se u ekonomijama u tranziciji pokazao kao stabilniji izvor financiranja od bilo kojeg drugog priljeva stranog kapitala i većinom ne stvara dug u stranoj valuti. Posebna važnost FDI-ja za zemlje središnje i istočne Europe (CEEC) proizlazi iz uvoza proizvodnoga i organizacijskog znanja (*know-how*) stranih tvrtki, što je pogotovo važno u restrukturiranju ekonomija u tranziciji prema konkurentnijem sustavu. Nadalje, strani ulagač omogućuje lakši pristup drugim tržištima. Općenito, međunarodni rizik i rangiranje zemlje prema stupnju ostvarenih reformi pozitivno su korelirani s obujmom FDI-ja koji zemlja uspije ostvariti.

Članak počinje pretpostavkom da u uvjetima nedovoljno učinkovitoga bankarskog sektora i nerazvijenog tržišta kapitala u CEEC poduzeća s udjelom stranog vlasništva (*foreign investment enterprises* – FIE) imaju prednost pred domaćim poduzećima (*domestic enterprises* – DE<sup>3</sup>) u pristupu izvorima financiranja. U prvom dijelu članka provodi se regresijska analiza činitelja kako bi se spoznalo koji od tri parametra utječu na ograničenja poduzeća pri financiranju: strano vlasništvo, veličina poduzeća i obujam prethodnih ulaganja. Model je primijenjen na podatke iz tzv. prvoga i drugog vala priključivanja EU<sup>4</sup>. Nakon

---

<sup>2</sup> Naravno, poduzeće može biti i u *joint venture* s drugim poduzećem ili poduzećima, ali to ovdje nećemo razmatrati jer samo istražujemo kako pojedinačno poduzeće može ostvariti pristup eksternom financiranju.

<sup>3</sup> Poduzeća s udjelom stranog vlasništva poduzeća su s određenim udjelom stranog vlasništva, bez obzira na to koliko on iznosi. Terminom poduzeća u stranom vlasništvu označavamo samo ona poduzeća koja su u većinskom stranom vlasništvu. Domaća poduzeća su poduzeća bez udjela stranog vlasništva.

<sup>4</sup> U članku je sadržana podjela na zemlje prvoga i drugog vala priključivanja EU, koju je Europska komisija odbacila 2000. godine. Bez obzira na to, u radu smo se služili tom podjelom kao posrednim sredstvom za ocjenu napretka u reformama zemalja budućih članica EU. Nadalje, podaci kojima se koristimo preuzeli su iz World Business Environment Surveya, a odnose se na razdoblje 1998-2000, – kada je ta podjela bila aktualna jer su zemlje prvog vala priključena bile naprednije u reformama od zemalja drugog vala.

toga razmatra se uloga banaka u Hrvatskoj. U nastavku članka opisuju se razvoj FDI-ja u Hrvatskoj i njegov utjecaj. Hrvatska se uspoređuje s drugim tranzicijskim ekonomijama kako bi se bolje spoznao sam razvoj u Hrvatskoj. Na kraju je dan zaključak, te se navode neki prijedlozi za poboljšanje sadašnjeg stanja.

### **Regresijska analiza ograničenja eksternog financiranja poduzeća u tranzicijskim ekonomijama**

Ovaj dio rada započinjemo teorijskim okvirom koji služi kao temelj za provedbu regresijskog modela kojim se koristimo. U uvjetima tranzicijskih zemalja uobičajeni su informacijski problemi još izraženiji nego u razvijenim zemljama, te čine veliku smetnju poslovanju, što vodi sljedećemu teorijskom utemeljenju modela. Dobro poznato djelovanje *moralnog hazarda* i *adverse selectiona* mogu voditi do *kreditnog racioniranja* banaka. Stoga, očekujući rizičnije uvjete, banke podižu kamatne stope i/ili ograničavaju ponudu kredita. Posljedica toga je činjenica da za obje strane rastu transakcijski troškovi. Postoje pokazatelji da se poduzeća u tranzicijskim zemljama većinom služe internim financijskim izvorima, dok je eksterno financiranje poput bankovnih kredita, financijskih izvora ostvarenih na tržištu kapitala, dotacija (subvencija) i neformalnih kredita teže dostupno<sup>5</sup> (Vincentz, 2002).

Veća poduzeća imaju manje problema s eksternim financiranjem nego manja zbog nekoliko razloga: ona mogu imati jače veze s bankama, veće su poslovne jedinice koje su tek djelomično izložene ograničenjima mekanog proračuna<sup>6</sup>, pokatkad mogu i kasniti s plaćanjem svojih obveza u proračun i sl. Manja poduzeća nemaju takvih mogućnosti, posebice ako su nova na tržištu. Nadalje, banke su zainteresirane za veće kredite jer je u njima manji udio fiksnih troškova. Rezultati nedavne studije o učinkovitosti kredita banaka za razvoj u CEEC-u pokazuju da su interni izvori financiranja, posebice za mala i srednja poduzeća (SMEs), dosad bili neusporedivo najznačajniji izvor financiranja njihove poslovne djelatnosti. S druge strane, kratkoročni, srednjoročni i dugoročni bankovni krediti imali su malo značenje (Reppegather i Clement, 2002). Taj je problem dodatno pogoršan visokim transakcijskim troškovima i kreditnim rizikom. Poduzeća bez ikakve ozbiljne reputacije, povijesti ili zdrave bilance mogu lako biti odbijena pri odobravanju kredita. Suprotno tome, poduzeća s određenom reputacijom, duljom povijesti poslovanja, uravnoteženom bilancom, različitim proizvodnim programima, većim tržištem i ostalim »dokazima« profitabilnosti vjerojatno će lakše dobiti kredit. Također, tvrtke u pretežnom stranom vlasništvu imaju bolju reputaciju nego domaće, posebice ako je strani ulagač velika multinacionalna kompanija s dobrim kreditnim rejtingom. Ako se pretpostavi da FIE i DE mogu podnijeti zahtjev za odobravanje bankovnog kredita ili izdati obveznice ili dionice, za FIE uvijek postoji još jedna mogućnost, a to je dobiti kredit od poduzeća majke odnosno stranog vlasnika.

Iz tih teorijskih razmatranja razvili smo regresijski model<sup>7</sup> u obliku *ordered* (poredanog) *logita*. Središnje pitanje koje se pritom postavlja jest jesu li poduzeća u stranom

---

<sup>5</sup> To su krediti rodaka, prijatelja ili iz drugih neslužbenih izvora.

<sup>6</sup> Država je osjetljivija na propast velikih poduzeća, pogotovo stoga što ona zapošljavaju velik broj radnika.

<sup>7</sup> Regresijska je analiza u ovom dijelu utemeljena na podacima iz WBES, 2000.

vlasništvu više izložena ograničenjima pri financiranju nego domaća ili ne. *A priori* bilo bi logično očekivati da poduzeća u stranom vlasništvu mogu lakše financirati svoja ulaganja nego poduzeća u domaćem vlasništvu, kako smo već objasnili. Može se pretpostaviti da veličina poduzeća i opseg njegovih investicija također utječu na stupanj teškoća u pristupu financiranju. Opis korištenih varijabli i rezultati regresije prikazani su u tablicama 1, 2 i 3. Služili smo se ovim modelom:

$$\text{fincon} = f(\text{veličina, strano vlasništvo, invest}). \quad (1)$$

Napredak u reformi u postupku pridruživanja EU bio je kriterij za grupiranje zemalja. Regresijski je model upotrijebljen za skupinu zemalja koje su se do 2000. smatrale zemljama kandidatima prvoga i drugog vala za pristup EU<sup>8</sup>. Zemlje »prvog vala« bile su Češka Republika, Mađarska, Poljska, Slovenija i Estonija, dok je »drugi val« obuhvaćao Bugarsku, Rumunjsku, Slovačku, Letoniju, ali je model bez Latvije jer za nju nisu bili na raspolaganju potrebni podaci.

Tablica 1. Varijable regresijskog modela utemeljenoga na upitniku

Varijabla	Opis	Definicija
fincon	opće ograničenje: financiranje	Poredane varijable rangirane od 1 (nema zapreke) do 4 (velike zapreke).
size (veličina)	veličina poduzeća	Poredane varijable rangirane od 1 (mala) do 3 (velika). Njihova se veličina mjeri prema broju zaposlenih.
forown (strano vlasništvo)	strano vlasništvo	Binarna varijabla: udio stranog vlasništva – da ili ne.
invest	investicije	Binarna varijabla: povećanje ili smanjenje investicija u posljednje tri godine – da ili ne.

Izvor: WBES, 2000.

Tablica 2. Rezultati regresijske analize za ordered (poredani) logit model za zemlje »prvog vala pridruživanja EU« (bez Latvije)

Zavisna varijabla: fincon, metoda: ML – ordered (poredani) logit

	Koeficijent	Standardna pogreška	Z-vrijednost	Vjerojatnost
Size	- 0,141276	0,133287	- 1,059933	0,2892
Forown	0,735857	0,260683	2,822801	0,0048
Invest	0,517159	0,246732	2,096036	0,0361

LR vrijednost (3 df) 16.64737      LR index (Pseudo-R2) 0.013519

Vjerojatnost (LR stat) 0.000835

Izvor: WBES, 2000.

<sup>8</sup> Kako je ta sistematizacija zemalja-kandidata za EU zastarjela i napuštena, u daljnjem ćemo se tekstu koristiti navodnim znakovima kada spominjemo *prvi* i *drugi* val zemalja za učlanjenje u EU.

Tablica 3. Rezultati regresijske analize za ordered (poredani) logit model za zemlje »drugog vala pridruživanja EU«

Zavisna varijabla: fincon, metoda: ML – ordered (poredani) logit

	Koeficijent	Standardna pogreška	Z-vrijednost	Vjerojatnost
Size	0,028999	0,176115	0,164657	0,8692
Forown	0,860897	0,398980	2,157744	0,0309
Invest	0,457418	0,248575	1,840162	0,0657

LR vrijednost (3 df) 8,486454 LR index (Pseudo-R2) 0,012885

Vjerojatnost (LR stat) 0,036959

Izvor: WBES, 2000.

Kako se vidi iz tablica 2. i 3, rezultati obiju regresija su slični: varijabla veličine je jedina koja nije signifikantna na razini od 5 ili 10%. Dakle, iz rezultata ne proizlazi da veća poduzeća imaju prednosti u pristupu potrebnim financijskim izvorima. Kako takav nalaz nije jako realan, podrobnije smo razmotrili kako je to pitanje bilo postavljeno u upitniku. U usporedbi s pitanjima vezanima za druge dvije varijable način postavljanja tog pitanja čini nam se subjektivnim, jer je odgovor ovisio o stavu ispitanih menadžera o tome je li njihovo poduzeće imalo teškoća u pristupu financiranju ili nije.

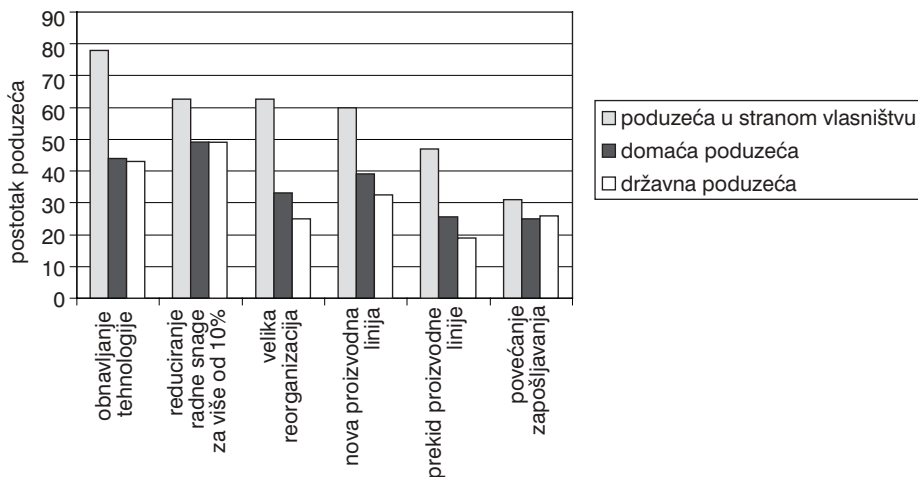
Ipak, ne mogu biti odbačene druge dvije navedene tvrdnje s početka članka. Rezultati pokazuju da je vjerojatnost da poduzeće neće imati teškoća u pristupu financiranju veća ako je imalo povećanje investicija u protekle tri godine. Nadalje, poduzeća u stranom vlasništvu vjerojatno će lakše doprijeti do potrebnih izvora financiranja nego domaća poduzeća. Ulažu li poduzeća u stranom vlasništvu stvarno više od domaćih tvrtki? Je li ukupni učinak FDI-ja na investicije u kapital pozitivan? Nedavna studija (Krkoska, 2001) dala je pozitivne odgovore na oba pitanja. Krkoska upotrebljava uzorak godišnjih podataka u razdoblju od 1989. do 2000. za 25 tranzicijskih zemalja isključujući Bosnu i Hercegovinu te Jugoslaviju kako bi istražio utjecaj različitih varijabli na bruto investicije u kapital. Utvrdio je pozitivnu povezanost između bruto investicija u kapital kao zavisne varijable i izravnih stranih ulaganja, kapitalizacije tržišta kapitala prilagođenoga promjenama cijena (koje služe kao posrednik za izdavanje dionica) i domaćih kredita.

Nadalje, postoje mnoge studije koje su utvrdile pozitivnu povezanost dotoka izravnih stranih investicija i restrukturiranja tvrtki prema tehničko-tehnološki konkurentnijim poslovnim jedinicama koje raspolažu boljim upravljačkim sposobnostima i *know-howom*<sup>9</sup>. Utjecaj FDI-ja na restrukturiranje tvrtki u tranzicijskim zemljama može se vidjeti na slici 1. Dok ne postoje veće razlike između domaćih i poduzeća u državnom vlasništvu, FIE očito ulažu više i stoga je njihov utjecaj na restrukturiranje veći. Ipak, postoje i studije koje su utvrdile negativan utjecaj FIE na DE, koji može kulminirati pod-

<sup>9</sup> Za pregled utjecaja FDI-ja na domaću ekonomiju vidjeti Babić, Pufnik i Stučka, 2001.

jelom područja na ona u kojima je koncentrirana većina FIE i onih u kojima su pretežno DE (Vincentz, 2002).

Slika 1. Tip vlasništva i restrukturiranje poduzeća u zemljama u tranziciji



Izvor: Krkoska, 2001:10.

## Uloga banaka u Hrvatskoj<sup>10</sup>

Kao i u drugim zemljama u tranziciji, u hrvatskome financijskom sustavu dominiraju univerzalne banke<sup>11</sup>. Stoga je naš cilj u ovom dijelu članka ukratko razmotriti hrvatski bankarski sustav i donijeti važne zaključke o njegovoj učinkovitosti kao financijskog posrednika zaduženoga za prikupljanje štednje i njezino usmjeravanje i preraspodjelu u najprofitabilnije investicijske projekte. Iako bankarski sektor ima golemu važnost za ekonomiju, on je u Hrvatskoj još uvijek slabije razvijen u usporedbi sa zemljama EU. Krajem 2001. imovina 43 banke iznosila je 87,36% tadašnjeg BDP-a. Taj pokazatelj u zemljama EU iznosi oko 260% (Vincentz, 2002).

Tablica 4. donosi neke izabrane pokazatelje veličine i važnosti bankarskog sektora u Hrvatskoj. Ukupni je dojam pozitivan, jer se pokazatelji od ranih 90-ih uglavnom pobolj-

<sup>10</sup> Nećemo razmatrati ulogu u financiranju koju ima Hrvatska banka za obnovu i razvoj (HBOR), koja bez sumnje značajno podržava razvoj hrvatske ekonomije, posebice u područjima koja su bila ozbiljno pogođena ratom. Ipak, HBOR je u 2000. godini odobrio kredita i jamstava u znatnom iznosu od 508 milijuna USD (Hrvatska banka za obnovu i razvitak, 2002).

<sup>11</sup> Kapitalizacija tržišta vrijednosnica u Hrvatskoj vrlo je niska u usporedbi sa zemljama u eurozoni. Trgovina obveznicama i dionicama u Hrvatskoj (Varaždinska i Zagrebačka burza) nema veliku ulogu u hrvatskom financijskom sustavu. Udio kapitalizacije tržišta vrijednosnica u BDP-u iznosio je 1998. samo 15,46% (Pistor, Raiser i Gelfer, 2000). Taj je pokazatelj oko šest puta veći u zemljama Europske monetarne unije. Sektor osiguranja također ima relativno malo značenje u financijskom području. Premije osiguranja za lipanj 2001. iznosile su oko 1,6% BDP-a. Imovina sektora osiguranja bila je vrijedna 5,5% BDP-a. Ukupna imovina štedionica iznosila je manje od 1% BDP-a (Međunarodni monetarni fond, 2002).

šavaju. Promotre li se samo potraživanja poslovnih banaka prema poduzećima i stanovništvu kao postotak BDP-a, vidi se da su do kraja 2001. godine narasla na 44,72%, što je relativno visoko u odnosu prema drugim tranzicijskim zemljama, ali gotovo ni polovica prosjeka u EU, gdje iznosi 91%. Bitan pokazatelj za mjerenje veličine i važnosti financijskog sektora, posebno bankarskog, jest stupanj monetizacije (M2 u postotku BDP-a) i udio obujma kredita privatnom sektoru u BDP-u (Vincentz, 2002). Oba pokazatelja, M2/BDP i M1/BDP, relativno su zadovoljavajući u usporedbi s drugim tranzicijskim zemljama. Financijsko posredovanje u Hrvatskoj ipak je još uvijek problem. Rast bankovnih kredita pretežito je bio usmjeren na stanovništvo, što se može vidjeti iz slike 2.

Tablica 4. Izabrani pokazatelji veličine i važnosti bankarskog sektora u Hrvatskoj u postocima BDP<sup>a</sup>

Pokazatelj	1993.	1994.	1995.	1996.	1997.	1998.	1999.	2000.	2001.
potraživanja poslovnih banaka prema poduzećima i stanovništvu	28,30	33,48	32,57	30,47	38,09	43,62	35,57	39,38	44,72
M2 <sup>b</sup>	14,00	21,28	24,49	33,22	39,93	42,32	36,70	48,30	64,78
M1	4,38	8,09	8,23	10,33	10,83	10,01	9,05	12,00	14,52
aktiva bankarskog sektora	66,16	66,53	62,65	61,30	67,31	69,07	60,87	73,16	87,36

<sup>a</sup> Svi se pokazatelji odnose na kraj promatrane godine, BDP za 2001. privremeni je podatak.

<sup>b</sup> M2= M1 + devizni depoziti + kunski štedni i oročeni depoziti.

Izvor: HNB i izračun autora.

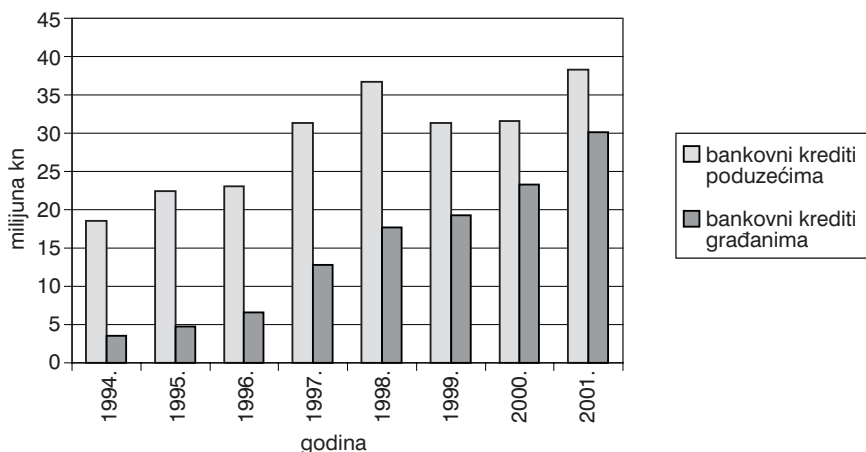
Pad kredita poduzećima može se uočiti u 1999. i 2000. godini, što se događalo istodobno s naglim porastom stranog vlasništva u ukupnoj vrijednosti aktive bankarskog sektora i njegovom stabilizacijom<sup>12</sup>. Pad kredita poduzećima u 1999. i 2000. mogao bi se djelomično objasniti propašću nekoliko banaka<sup>13</sup> u 1998. i 1999. godini, nakon čega su neke, koje su najviše poslovale s poduzećima, izbrisane iz monetarne statistike. Bankovni krediti poduzećima ponovno su se povećali u 2001. Neki od problema što ih poduzeća u Hrvatskoj imaju u pristupu eksternom financiranju očituju se i u nedavnom istraživanju Svjetske banke<sup>14</sup>. Menedžeri iz 118 poduzeća obuhvaćenih u uzorku naveli su da su najveće financijske teškoće u Hrvatskoj visoke kamatne stope, krediti, financiranje kao opće ograničenje i dugoročni zajmovi. Odgovori su rangirani od 1 (nema zapreka) do 4 (velike zapreke). Prosjek odgovora za navedene varijable iznosio je 3,7; 2,5; 3,3 i 3,3. Ipak, kamatne su stope znatno pale s ulaskom stranog kapitala u bankarski sektor.

<sup>12</sup> Strani je kapital sudjelovao sa samo 6,7% u vrijednosti ukupne aktive bankarskog sektora u 1998. Taj je udio iznosio 39,9% u 1999. godini, 84,1% u 2000. i 89,3% u 2001. (Hrvatska narodna banka, 2002).

<sup>13</sup> Ukupno je bilo devet banaka koje su propale tijekom 1998. i 1999. u vrijeme druge hrvatske bankarske krize, a njihova je aktiva iznosila oko 12% ukupne aktive bankarskog sektora (Šonje i Vujčić, 2000).

<sup>14</sup> WBES, 2000. The World Bank Group. Istraživanje je provedeno od kraja 1998. do sredine 2000. Za opis primijenjenih metoda i standarda vidjeti <http://www1.worldbank.org/beext/resources/assess-wbessurvey-alt.htm>

Slika 2. Bankovni krediti poduzećima i građanima u Hrvatskoj u razdoblju 1994-2001. (u mil. kn)



Izvor: HNB, [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr)

## Razvoj i učinak FDI-ja u Hrvatskoj

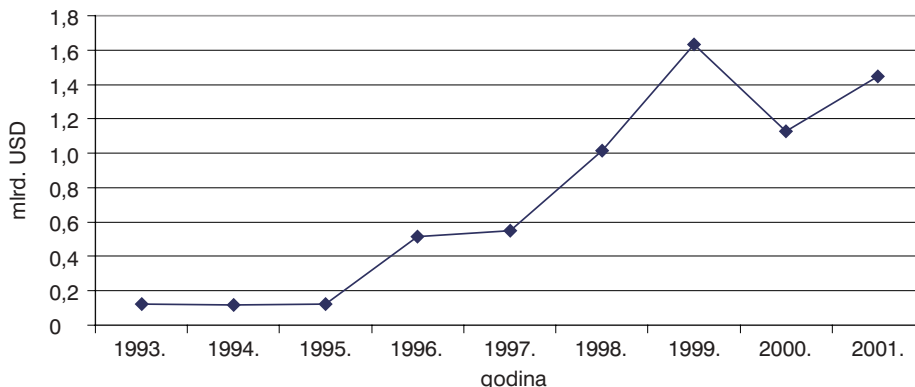
Slika 3. pokazuje razvoj FDI priljeva u Hrvatsku tijekom godina. FDI je rastao od 1998. i ponajviše je bio vezan za privatizaciju velikih poduzeća. Najveći dio FDI-ja u posljednjih nekoliko godina bio je usmjeren na bankarski sektor, telekomunikacije (Hrvatske telekomunikacije d.d.) i farmaceutsku industriju. Svi ti sektori i dalje su bili vrlo profitabilni nakon FDI-ja. Hrvatske telekomunikacije d.d. još su uvijek monopolist u telekomunikacijskom sektoru, dok je farmaceutska tvrtka Pliva d.d. jedan od malobrojnih uspješnih primjera i ubraja se u najvažnije izvoznike u Hrvatskoj. Nakon što su primile FDI, te industrije nisu imale znatniji utjecaj na povećanje konkurentne sposobnosti izvoznog sektora. Pozitivno iskustvo s FDI-jem najbolje se može pokazati na primjeru konsolidacije bankarskog sektora, koja se očitovala poboljšanjem kakvoće i stabilnosti. Nedavno istraživanje Hrvatske narodne banke (Jemrić i Vujčić, 2002)<sup>15</sup> pokazalo je da su banke u stranom vlasništvu u Hrvatskoj učinkovitije od onih u domaćemu. Ostali sektori koji su ostvarili FDI u Hrvatskoj imali su tek manje značenje u restrukturiranju gospodarstva i povećanju izvoza.

U tablici 5. prikazana je raspodjela FDI-ja prema sektorima u Hrvatskoj. Tri sektora koja su primila najviše FDI-ja čine 62,1% svih FDI-jevi. Ostali dio iznosi oko 1,7 mlrd. USD, a raspršen je na mnoge gospodarske grane. Veći iznosi FDI-ja došli su relativno kasno u Hrvatsku, što je posljedica rata te gospodarske i političke nestabilnosti. Zbog svih tih činitelja FDI još nisu znatnije pridonijeli restrukturiranju izvoznih sektora kao u drugim tranzicijskim ekonomijama.

<sup>15</sup> Za detaljniji uvid u učinkovitost banaka u stranom vlasništvu vidjeti također Galac i Kraft, 2001.



Slika 3. Kretanje FDI priljeva u Hrvatsku 1993-2001. (ukupno 6,645 mlrd. USD)



Izvor: HNB, [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr)

Tablica 5. Postotak izravnih stranih vlasničkih ulaganja u Hrvatsku 1993-2001. po sektorima (procijenjeno na 4,61 mlrd. USD)

Telekomunikacije	29,4	Ostala trgovina na veliko	1,7
Ostalo novčarsko posredovanje	17,3	Proizvodnja opeke, crijepa i sl.	1,5
Proizvodnja farmaceutskih pripravaka	15,4	Proizvodnja piva	1,4
Proizvodnja cementa	5,1	Proizvodnja industrijskih plinova	1,1
Vađenje sirove nafte i zemnog plina	3,1	Ostalo	21,5
Hoteli i moteli s rest.	2,7		

Izvor: HNB, [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr)

Hrvatska nije promijenila sastav svojih komparativnih prednosti i nedostataka od 1993. Najveće komparativne prednosti postoje u različitim gotovim proizvodima koji su većinom radno intenzivni, dok se najveći nedostaci očituju uglavnom u kapitalno intenzivnim proizvodima. Osim toga, Hirschmanov indeks koncentracije za razdoblje 1993-1999. za cjelokupnu hrvatsku vanjsku trgovinu pokazuje nepovoljno kretanje prema većoj koncentraciji. Nažalost, hrvatska neelastična izvozna struktura nije sposobna ostvariti veću dobit na zapadnoeuropskim tržištima. Hrvatska još uvijek treba proizvodno preusmjerenje i odlučno restrukturiranje svoje industrije radi prilagođavanja strukturi potražnje EU, te treba promijeniti sastav svog izvoza od radno intenzivnoga, u kojemu prevladavaju sirovine i poluproizvodi, ka proizvodima veće tehnološke složenosti i kapitalne intenzivnosti (Đukec, Kušić i Radić, 2001).

Kad je riječ o FDI-ju, vrlo je korisno razmotriti mađarski primjer. FIE u toj zemlji sudjeluje s 86% u izvozu proizvodnog sektora, a pozitivan je i ukupni učinak FIE na platnu bilancu. Udio FIE u proizvodnji u 1998. bio je 70% u prodaji, te 78,7% u inve-

sticijama, što znači da su one ulagale više nego domaće tvrtke s obzirom na vrijednost prodaje (United Nations, 2001: 200-202). Rezultat takvog razvoja vrlo je visoka proizvodnost rada u FIE-u mjerena prema novostvorenoj vrijednosti po zaposlenoj osobi u proizvodnom sektoru u usporedbi s domaćim poduzećima (DE) u 1998. Tako je novostvorena vrijednosti po zaposleniku u stranim proizvodnim poduzećima u Mađarskoj iznosila 76% prosjeka EU, dok je u poduzećima u domaćem vlasništvu bila tek 27% (United Nations, 2001:217). Mađarska je dobar primjer ekonomskog rasta potaknutoga FDI-jem: njezin je trgovinski izvoz od 1993. do 2001. porastao za 241%, dok je istodobno taj pokazatelj za Hrvatsku iznosio tek 25%. Visok priljev FDI-ja u industrijski (proizvodni) sektor, kapitalna oprema i tehnološka razvijenost mađarske strojogradnje gotovo je na zapadnoeuropskoj razini. U 1994. udio strojogradnje u mađarskom izvozu iznosio je 70% u usporedbi sa svega 20% početkom 1980-ih (Kušić, Heckmann, 2000). Možemo naći mnogo korisnih primjera u drugim ekonomijama koji bi mogli biti važni za privlačenje FDI-ja u Hrvatskoj. Estonija i Mađarska privlačile su FDI od samog početka 1990-ih zbog svoje strategije privatizacije u kojoj su dosljedno inzistirale na neposrednoj prodaji poduzeća stranim ulagačima, za vrijeme dok su bile, kao i druge tranzicijske zemlje, izložene nepovoljnim makroekonomskim uvjetima. Kao suprotan primjer mogu se navesti Poljska i Češka Republika/Slovačka, koje su odabrale model privatizacije koji je više preferirao domaće ulagače.

Hrvatska strategija privatizacije znatno je pridonijela stanju po kojemu su samo neke hrvatske tvrtke imale priljev svježeg kapitala za nužno potrebno restrukturiranje i modernizaciju. Kako su očigledno *insideri* bili u povlaštenom položaju, strani su ulagači bili suzdržani. Brojna sniženja, povlastice i ostali načini obročnog plaćanja putem menadžerske kupnje (*management buy-out*) ili kupnje zaposlenika (*employee buy-out*) dominirali su u hrvatskoj privatizaciji. To je nepovoljno utjecalo na vlasničku strukturu i priljev svježeg kapitala (Čengić, 1996; Kušić, 2001). Stoga zbog strategije privatizacije i rata početkom 1990-ih u cijeloj regiji (u Sloveniji, Hrvatskoj te Bosni i Hercegovini) Hrvatska nije mogla znatnije privući FDI.

Za stranog ulagača vjerojatno su najzanimljiviji načini investiranja putem javne ponude dionica ili neposredne prodaje. Neposrednom prodajom poduzeća ili udjela u nje-govu vlasništvu država može ciljati na određenu stratešku kompaniju čija se ponuda smatra najboljom. Javna ponuda dionica također ima mnoge prednosti koje se mogu iskoristiti ako je cijeli postupak transparentan i dobro pripremljen. Ta dva pristupa mogu se također kombinirati kako bi se ostvarili optimalni rezultati u vezi s FDI-jem (Megyery i Sader, 1996: 11-16). U Hrvatskoj još uvijek postoji nekoliko vrijednih tvrtki koje se planiraju privatizirati i za koje su strani ulagači pokazali zanimanje poput Croatia osiguranja d.d. i INA – industrije nafte d.d. Sadašnja državna vlast ostala je dosljedna nastojanju da se omogući sudjelovanje stranih strateških ulagača u velikim privatizacijskim poslovima, tako da se u doglednoj budućnosti očekuje znatan priljev FDI-ja. Za Hrvatsku je važno da nastavi privlačiti FDI, ali ne samo onaj vezan za privatizaciju, jer je sve manje poduzeća u državnom vlasništvu koja se mogu prodati.

U Hrvatskoj od 1993/1994. postoji zakonski okvir na kojemu se može temeljiti tržišno gospodarstvo i premda je on tijekom godina mijenjan različitim zakonodavnim re-

formama o osnivanju i poslovanju poduzeća, poreznom sustavu i liberalizaciji vanjske trgovine, još uvijek postoje brojne zapreke za izravna strana ulaganja. To je pogotovo važno napomenuti s obzirom na natjecanje ekonomija u tranziciji da privuku strani kapital. Bilo bi zanimljivo usporediti stanje u Hrvatskoj s ulagačkom klimom njezinih mogućih konkurenata. Prema komparativnim istraživanjima Europske banke za obnovu i razvoj (The European Bank for Reconstruction and Development – EBRD) i Svjetske banke o općoj ulagačkoj klimi, Hrvatska je pri dnu ljestvice, ali ipak prije Rumunjske i Bugarske. Takvoj ocjeni najviše je pridonijela nedovoljna učinkovitost pravosuđa i nestabilnost zakona koji su podložni čestim promjenama, pa u tome Hrvatska mora mnogo učiniti da bi dostignula sadašnje zemlje kandidate »prvog kruga« priključenja EU. U takvim ocjenama najviše se spominju administrativne zapreke, posebice nedovoljna transparentnost te dug i složen postupak podnošenja i odobravanja molbi (Clement i Knogler, 2001: 6). Neke od tih teškoća naveli su njemački ulagači u Hrvatskoj u publikaciji Njemačke gospodarske komore u Zagrebu. Posebice su kritizirali neuspjehe i neučinkovitost mjerodavnih tijela i sudova u mnogim predmetima o poštovanju međunarodnih ugovora, ugovora o zaštiti ulaganja i ugovora o dvostrukom oporezivanju. Administracija često nije bila sposobna provesti zakonodavne odredbe. Učinak navedenoga je ograničena stabilnost zakona. Drugi čimbenik nesigurnosti za (strane) ulagače jesu katastarski registri koji su potpuno zastarjeli. Podaci u katastarskim registrima često ne odgovaraju stvarnom stanju, pa je stoga teško utvrditi stvarnog vlasnika. Osim toga, Njemačka gospodarska komora također je naglasila ovisnost državne vlasti o pojedinim interesnim skupinama kao vrlo bitan razlog neodlučnosti stranih ulagača za ulazak na hrvatsko tržište. Ujedno se kritizira i nepostojanje jasne podjele između zakonodavne, izvršne i sudske vlasti (OWC 2000a, OWC 2000b).

Državna vlast nastoji riješiti te probleme i ukloniti zapreke za ulaganje, posebice putem Zakona za poticanje ulaganja i drugim mjerama. Ipak, navedeni problemi nisu samo rezultat neodgovarajuće zakonske regulative, već su i posljedica razlike između formalnih zakonskih odredbi i njihove provedbe. Prema stranim ulagačima trebalo bi se odnositi ljubaznije i olakšati im investicije u Hrvatsku te ne dopustiti da se susreću s problemom korupcije lokalnih dužnosnika. Za poboljšanje investicijske klime u Hrvatskoj treba uvelike pospješiti učinkovitost administracije, suzbijati korupciju i dugoročno poboljšati infrastrukturu jer su to odrednice koje imaju ključnu važnost pri odlučivanju stranih ulagača o odabiru lokacije.

Ovlaštena državna tijela trebaju donijeti odgovarajuće mjere poticanja FDI-ja. Prijev stranog kapitala u vlasničke udjele u poduzećima i *greenfield* ulaganja potrebno je poticati u onim sektorima ekonomije i poduzeća koji imaju potencijala za restrukturiranje, modernizaciju i povećanje hrvatskog izvoza. Sadašnja struktura FDI-ja u Hrvatskoj ponajviše je koncentrirana u nekoliko velikih poduzeća, posebice u bankarskom sektoru i telekomunikacijama (OWC 2000a, OWC 2000b). Ona općenito nisu znatnije poboljšala strukturu hrvatske vanjske trgovine. Nakon usvajanja strategije budućeg razvoja, kao cilj mogućih FDI-ja treba uzeti u obzir mala i srednja poduzeća. Različiti oblici FDI imaju različite učinke, pa se u ekonomskoj politici treba uzeti tu činjenicu u obzir pri predlaganju dugoročnih mjera poticanja FDI-ja. Učinci FDI-ja uvelike očito se razli-

kuju ovisno o tome jesu li ulaganja u obliku *greenfield* investicija, preuzimanja i spajanja strane tvrtke ili *joint ventures* (Zschiedrich 2001). Izravna strana ulaganja trebalo bi poticati na nacionalnoj i na subnacionalnim razinama (u županijama). Državna vlast također treba obratiti pozornost na vremenski raspored priljeva FDI-ja jer prevelik priljev u prekratkom roku može imati negativan utjecaj na platnu bilancu zbog porasta vrijednosti domaće valute. Ono što je potrebno jest optimalna ekonomska politika usklađena s dugoročnom strategijom zemlje koja uzima u obzir zatečeno stanje i postojeće mogućnosti. Ujedno, u sklopu optimalne politike privlačenja FDI-ja također se treba voditi briga o nekim vanjskim čimbenicima poput politike multinacionalnih kompanija i institucionalnog okvira te iskustava susjednih zemalja s FDI-jem. Naravno, ta politika treba biti samo dio ukupnog spektra mjera ekonomske politike poput industrijske politike (čiji sastavni dio ona svakako mora biti), trgovinske politike i politike tečaja domaće valute. Općenito, država treba stvoriti poticajne uvjete za FDI na tri različite razine (UNCTAD, 1999: 46-48). Riječ je o: 1. stalnom poboljšanju zakonodavstva za FDI, 2. proaktivnoj politici traženja FDI-ja, poput osnivanja agencije za poticanje ulaganja i 3. poboljšanju ekonomskih činitelja, poput stabilnoga ekonomskog okruženja, infrastrukture, poticanja tehnoloških transfera kroz stvaranje poduzetničkih centara i tehnoloških parkova (Vujović, 2000).

Zemlja može biti zanimljiva za FDI u budućnosti, posebice zbog Pakta o stabilnosti za jugoistočnu Europu i Sporazuma o stabilizaciji i pridruživanju s EU. EU će nastaviti otvaranje regionalnih tržišta jugoistočne Europe postupnim snižavanjem i uklanjanjem carina s ciljem njihove integracije. Svako pojedino tržište u tim zemljama bilo bi premaleno za međunarodnu podjelu rada. Slobodna trgovina između tih zemalja značila bi da će one biti zanimljivije stranim ulagačima. Ako politika slijedi taj cilj, Hrvatska kao članica Svjetske trgovinske organizacije može preuzeti vodeću ulogu među svim zemljama u regiji. Hrvatska treba naučiti na svojim gorkim iskustvima i na iskustvima drugih zemalja središnje i istočne Europe te inzistirati na »svježem kapitalu« i »strateškim ulagačima«. Čak i nakon što Hrvatski fond za privatizaciju proda sve svoje udjele u hrvatskim poduzećima, mogao bi se nastaviti priljev FDI-ja. Mađarsko je iskustvo pokazalo da postoji mnoštvo mogućnosti s *greenfield* ulaganjima kako bi se osigurao stalni priljev FDI-ja. Daljnja integracija u EU trebala bi pomoći Hrvatskoj u privlačenju izravnih stranih ulaganja, kao što je bilo sa Španjolskom, Portugalom i Grčkom kada su postale članice EU, a već su i prije punopravnog članstva zabilježile znatno povećanje FDI-ja. To bi također trebalo pridonijeti širenju tržišta za hrvatske proizvođače, omogućivajući u mnogim sektorima povoljniju ekonomiju razmjera. Druga je činjenica također smanjivanje transakcijskih troškova poslovnih aktivnosti usmjerenih na izvoz. Prihvatanje pravila EU i regulacije smanjuje ulagački rizik stvaranjem poslovnog okruženja sličnoga onome u zapadnoj Europi. Zemlje »prvog vala« u članjenju u EU (Mađarska, Poljska, Češka Republika, Estonija i Slovenija) također su mogle biti zadovoljene visokim priljevom FDI-ja od početka tranzicijskog procesa, dok su ulagači do kraja 1990-ih čekali na poboljšanje političkoga i ekonomskog stanja u zemljama »drugog vala«. Oni su također favorizirali prvu skupinu zemalja zbog njihova zemljopisnog položaja na granici s članicama EU (Estonija ima pristup na Baltičko more). Hrvatska također ima povoljan zemljopisni položaj, pogotovo nakon što Slovenija postane članica EU.

## Zaključak

U ovom smo članku nastojali upozoriti na važnost i nužnost FDI-ja u tranzicijskim zemljama. Njihova važnost za ekonomiju zemlje primatelja proistječe iz činjenice da one mogu pomoći FIE u ublažavanju ekonomskih ograničenja za pristup financijskim izvorima potrebnima poslovnim jedinicama. To nije sve, jer FDI mogu pomoći zemlji domaćinu u zamjeni i modernizaciji njezinih sredstava za proizvodnju i kapitalnih dobara, omogućiti potrebno *preljevavanje i širenje (spillover)* suvremene tehnologije, povezivanje domaćih i stranih poduzeća diljem svijeta<sup>16</sup> te postizanje drugih pozitivnih učinaka koji se ne bi ostvarili u zatvorenom gospodarstvu zemlje-domaćina. Uobičajeno je za ekonomije u tranziciji da su im ograničene mogućnosti eksternog financiranja, posebice malih i srednjih poduzeća. Članak smo započeli regresijskom analizom u kojoj smo razmatrali financijska ograničenja poduzeća u zemljama »prvog« i »drugog« vala učlanjenja u EU, što je podjela zemalja na temelju njihova napretka u reformama potrebnim za pristup EU, a postojala je u vrijeme navedenog istraživanja (*The World Business Environment Survey*). Na temelju naših podataka i regresijskog modela empirijski smo pokazali da su se poduzeća s određenim udjelom stranog vlasništva koja su zabilježila povećanje investicija u tri posljednje godine prije provođenja istraživanja suočavala s manjim poteškoćama pri financiranju. Nismo ustanovili da veličina poduzeća ima signifikantan učinak u regresijskome modelu, no mislimo da je to upitno i pretpostavljamo da je tako zbog načina kako je pitanje bilo formulirano u upitniku.

Hrvatska su poduzeća u vezi s ograničenjima financijskih izvora izložena sličnim teškoćama poput poduzeća u drugim tranzicijskim ekonomijama. Kako se pokazalo da FDI imaju velik utjecaj na zemlje u tranziciji, Hrvatska bi trebala u potpunosti iskoristiti njihove prednosti. Od FDI-ja ne bi trebali imati koristi samo najprofitabilniji sektori ekonomije, već bi posebnu važnost trebalo pridati ekonomskoj politici koja potiče izvožno usmjerene FDI-jeve, sposobne za davanje odlučujućeg impulsa restrukturiranju gospodarstva. Kako FIE nisu ograničene u pristupu financijskim izvorima kao DE, njihove mogućnosti rasta mogu biti znatne, što se jasno pokazalo na primjeru Mađarske. Hrvatska je, kad se govori o FDI-ju, na raskrižju – veći iznosi priljeva FDI zabilježeni su tek nedavno, pa FIE nisu mogle imati odlučujući pozitivni utjecaj na ekonomiju u smislu održivog rasta ostvarenoga aktivnim investiranjem i restrukturiranjem. Strani će kapital nastaviti dolaziti u Hrvatsku ako ne bude većih političkih ili ekonomskih šokova, vjerojatno se usmjerujući i na druge sektore. Novo »odredište« mogli bi biti proizvodni sektori, čime bi se omogućili potrebni poticaji i investicije za transformaciju ekonomije. Hrvatska još uvijek ima potencijala za privlačenje FDI-ja, posebno u usporedbi s drugim, uspješnijim tranzicijskim zemljama.

---

<sup>16</sup> Strana poduzeća već imaju svjetsku poslovnu mrežu, tako da poduzeća u zemljama središnje i istočne Europe mogu prodavati svoje proizvode na svjetskom tržištu.

## LITERATURA

- 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, P-9. Dostupno na [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr)
- Clement, H., Knogler, M., 2001.** »Möglichkeiten der wirtschaftlichen Zusammenarbeit zwischen Bayern und Kroatien«. *Working Paper No 233*.
- Čengić, D., 1996.** »Privatisation and Management Buy-Out: The Example of Croatia«. *Communist Economies and Economic Transformation*, 8 (4), 549-564.
- Deutsche Bank Research, 2001.** The Banking Sector: Crucial for Convergence and Integration, EU Enlargement Monitor. Available from: <http://group.deutsche-bank.de>
- Dukec, Z., Kušić, S., Radić, D., 2001.** »Integration in die Europäische Union: Kosten und Chancen für Kroatien«. *Osteuropa Wirtschaft*, 46 (4), 388-411.
- Frankfurter Allgemeine Zeitung, 2002.** Banken vergeben in Deutschland kaum noch neue Kredite. Frankfurter Allgemeine Zeitung from 21.5.2002.
- Galac, T., Kraft, E., 2001.** »Što znači ulazak stranih banaka u Hrvatsku. Pregledi Hrvatske narodne banke«, P.2. Available from: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr)
- HBOR, 2002.** Dostupno na [www.hbor.hr](http://www.hbor.hr)
- HNB, 2002.** Dostupno na [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr)
- Jemrić, I., Vujčić, B., 2002.** »Efficiency of Banks in Croatia: a DEA Approach«. *Hrvatska narodna banka working papers*, W-7. Zagreb: Hrvatska narodna banka.
- Krkoska, L., 2001.** »Foreign Direct Investment Financing of Capital Formation in Central and Eastern Europe«. European Bank for Reconstruction and Development *Working paper*, 67. Available from: [www.ebrd.com](http://www.ebrd.com)
- Kušić, S., 2001.** *Privatisierung im Transformationsprozess. Das Beispiel der Republik Kroatien*. Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag.
- Kušić, S., Heckmann, S., 2000.** »Die Bedeutung ausländischer Direktinvestitionen mittelständischer Unternehmen in MOE am Beispiel Ungarns, der Tschechischen Republik und Slowenien«. *Osteuropa-Wirtschaft*, 45 (3), 257-275.
- MMF, 2002.** *Procjena stabilnosti financijskog sustava*. Pripremila Direkcija za monetarne i tečajne poslove (MAE) i European I Department (EU1).
- Megyery, K.; Sader, F., 1996.** »Facilitating Foreign Participation in Privatization«. Foreign Investment Advisory Service Occasional Paper 8., Washington.
- OWC (Ost-West-Contact), 2000a.** EBRD drängt zu Strukturereformen. Available na <http://www.owc.de/owc/archiv/kroatien/beitrag9.htm>
- OWC (Ost-West-Contact), 2000b.** Investoren müssen warten. Available na <http://www.owc.de/owc/archiv/kroatien/beitrag12.htm>
- Pistor, K., Raiser, M. and Gelfer, S., 2000.** »Law and Finance in Transition Economies«. *Economics of Transition*, 8 (2), 325-368.

- Repegather, A., Clement, H., 2002.** »Effektivität der Förderbankkredite für KMU in Mittel- und Osteuropa unter besonderer Berücksichtigung der Situation in Ungarn und Ukraine«. *Working paper No. 239.*
- Šonje, V. i Vujčić, B., 2000.** »Hrvatska u drugoj fazi tranzicije 1994 – 1999«. Hrvatska narodna banka, I-4. Dostupno na [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr)
- WBES, 2000.** The World Business Environment Survey, The World Bank Group. Dostupno na <http://www1.worldbank.org/beext/resources/assess-wbessurvey-alt.htm>
- UNCTAD (United Nations Conference on Trade and Development), 1999.** Foreign Direct Investment and Development. UNCTAD Series on issues in international investment agreements, New York and Geneva.
- UN, 2001.** Economic Survey of Europe. No. 1. New York; Geneva: Secretariat of the Economic Commission for Europe Geneva.
- Vincenz, V., 2002.** »Entwicklung und Tendenzen der Finanzsysteme in Osteuropa«. *Osteuropa-Institut München Working paper No. 237.*
- Vujović, S., 2000.** »Je li razvitak zasnovan na poljoprivredi i turizmu zabluda+iskustva rubnih zemalja EU«. *Ekonomski pregled, (51) 7-8, 701-720.*
- Zschiedrich, H., 2001.** »Direktinvestitionen als Hoffnungsträger im EU-Beitrittsprozess mittelosteuropäischen Wirtschaften«. *Osteuropa-Wirtschaft, 46. Jhg., 3/2001, str. 205-216.*

**Vladimir Cvijanović & Siniša Kušić: Capital Formation through Foreign Direct Investments: Comparative Analysis of Transition Economies with the Example of the Republic of Croatia**

*Summary*

*The main idea of the paper is that sources of finance in transition economies are insufficient to finance investments which would translate into sustainable economic growth. The most obvious reason for that is a risk-averse banking sector and underdeveloped capital markets. Foreign direct investments (FDI) are specific external sources of finance which consist not only of capital, but they also incorporate know-how of foreign direct investor. FDI have proven to be a decisive factor able to restructure an economy more intensely than the domestic enterprises do. After the introduction, in the first part of the paper the authors apply a regression analysis to the problems of firms' financing. In a next step an analysis of the Croatian banking sector and of developments of FDI to Croatia in a comparative context with other transitional economies is provided. Those analyses point to the fact that the potential of FDI in Croatia has not been fully utilised. After having described the limitations of FDI inflow to Croatia, the authors give an outlook of possible solutions to overcome these problems.*

*Keywords: financing sources, banking sector, capital formation financing, restructuring, Croatia, transition economies, foreign direct investments, economic growth*