



**УНИВЕРЗИТЕТ У ПРИШТИНИ СА ПРИВРЕМЕНИМ
СЕДИШТЕМ У КОСОВСКОЈ МИТРОВИЦИ
ЕКОНОМСКИ ФАКУТЕТ**

мр Зоран Р. Паповић

**ИСПИТИВАЊЕ ЕФЕКТА СТРАНИХ
ДИРЕКТНИХ ИНВЕСТИЦИЈА НА
ЕКОНОМСКИ РАЗВОЈ ЗЕМАЉА У
РАЗВОЈУ**

Докторска дисертација

Косовска Митровица, 2019.

КЉУЧНИ ПОДАЦИ О ЗАВРШНОМ РАДУ

<i>I Аутор</i>
Име и презиме: Зоран Паповић
Датум и место рођења: 01.05.1970. године у Приштини
Садашње запослење: Висока економска школа струковних студија
<i>II Докторска дисертација</i>
Наслов: ИСПИТИВАЊЕ ЕФЕКТА СТРАНИХ ДИРЕКТНИХ ИНВЕСТИЦИЈА НА ЕКОНОМСКИ РАЗВОЈ ЗЕМАЉА У РАЗВОЈУ
Број страница: 208стр
Број слика: 23сл, табела: 24
Број библиографских података: 232
Установа и место где је рад израђен: Економски факултет
Научна област (УДК):
Ментор: Проф.др Мирјана Маљковић
<i>III Оцена и обрада</i>
Датум пријаве теме:
Број одлуке и датум прихватања докторске дисертације:
Комисија за оцену подобности теме и кандидата:
Комисија за оцену докторске дисертације:
Комисија за одбрану докторске дисертације:
Датум одбране дисертације:

САДРЖАЈ

УВОД	1
Глава I	9
СТРАНЕ ДИРЕКТНЕ ИНВЕСТИЦИЈЕ: ФУНДАМЕНТАЛНЕ ОСНОВЕ И САВРЕМЕНИ ТЕОРИЈСКИ КОНЦЕПТИ	9
1. Стране директне инвестиције – појам и дефиниције	9
2. Савремени теоријски концепти страних директних инвестиција.....	12
2.1. Теорије засноване на претпоставци савшеног тржишта	13
2.2. Теорије засноване на претпоставци имперфектног тржишта.....	24
2.3. Остале теорије страних директних инвестиција.....	30
2.4. Хипотеза <i>Којима</i>	35
3. Класификација страних директних инвестиција	37
4. Значај и тенденције страних директних инвестиција у контексту глобализације тржишта и интернационализације пословања	43
Глава II.....	51
ДЕТЕРМИНАНТЕ ПРИВЛАЧЕЊА СТРАНИХ ДИРЕКТНИХ ИНВЕСТИЦИЈА... 51	51
1. Социо-политичка (не)стабилност земље домаћина	51
2. Пословно кружење и привредни амбијент.....	55
3. Позитивна законска регулатива у области пословања	60
4. Пореске политике земље домаћина	64
Глава III	69
ЕФЕКТИ СТРАНИХ ДИРЕКТНИХ ИНВЕСТИЦИЈА: ТЕОРИЈСКИ АСПЕКТИ УТИЦАЈА СТРАНИХ ДИРЕКТНИХ ИНВЕСТИЦИЈА НА ЗЕМЉУ ДОМАЋИНА	69
1. Теоријски оквири и методологије за процену ефекта страних директних инвестиција на земљу домаћин	69
2. Ефекти страних директних инвестиција на земљу домаћина.....	75
2.1. Позитивни ефекти на економски и привредни раст и развој.....	77
2.2. Позитивни ефекти на запосленост	85
2.3. Позитивни ефекти на инфлацију и платни биланс	88
2.4. Ефекат на трансфер знања и технологије	90
3. Ефекти преливања	95
4. Негативни ефекти страних директних инвестиција на земљу домаћина.....	98
5. Искуства европских земаља.....	101

Глава IV.....	107
КОМПАРАТИВНА АНАЛИЗА СТАЊА И СТРУКТУРЕ СТРАНИХ ДИРЕКТНИХ ИНВЕСТИЦИЈА У ИЗАБРАНИМ ЗЕМЉАМА	107
1. Методологија прикупљања података о страним директним инвестицијама 107	
2. Статистика страних директних улагања у изабраним земљама	115
2.1. Улазни токови страних директних инвестиција.....	117
2.2. Структура према земљи пореклу инвеститора	134
3. Анализа изабраних земаља у контексту међународне инвестиционе позиције 152	
Глава V	159
ЕМПИРИЈСКО ИСТРАЖИВАЊЕ ДЕТЕРМИНАНТИ СТРАНИХ ДИРЕКТНИХ ИНВЕСТИЦИЈА	159
1. Преглед ранијих емпиријских истраживања детерминанти и ефеката страних директних инвестиција на земље домаћина	159
2. Емпиријско истраживање	163
2.1. Варијабле и методологија истраживања	163
3. Детерминисање кључних макроекономских и социо-друштвених варијабли за привлачење страних директних и ефекти страних директних инвестиција	167
4. Дискусија добијених резултата.....	180
ЗАКЉУЧАК.....	184
ЛИТЕРАТУРА.....	188

АПСТРАКТ

У дисертацији су представљени резултати оригиналног емпиријског истраживања ефеката и значаја страних директних инвестиција на економски развој земаља у развоју, као и детерминанти привлачења истих, са посебним освртом на европске земље у развоју, које је спроведене примеом панел података, на примеру изабраних земаља Западног Балкана: Србије, Црне Горе, Босне и Херцеговине и Македоније. Истраживање је спроведено за период од 2000. до 2017. године. Резултати истраживања показују да не постоји статистички значајна везе између индекса политичког ризика, ГДП-а и стопа незапослености и трансфера технологије, са једне и стопе прилива страних директних ивнестиција, са друге стране. Резултати анализе октривају да је стопа страних директних инвестиција обрнто сразмерна стопи инфлације у земљи домаћина.

Овакав налаз у дисертацији на индиректни начин имплицира да страни улагачи улажу на ова тржишта само ради искоришћења јефитних реурса и радне снаге, што креаторима макроекономске политике може да послужи као еталон за доношење адекватних подстицајних мера којим би привукли инвестиције које доводе до повећања извоза високо софистицираних производа и услуга, а не искоришћењу националних богастава и радне снаге.

Кључне речи: Директне стране инвестиције, социо-политичка нестабилност, земље у развоју, панел анализа.

ABSTRACT

The dissertation presents the results of an original empirical study of the effects and significance of foreign direct investments on the economic development of developing countries, as well as the determinants of attracting them, with a special emphasis on European developing countries, which was carried out with a good data panel, on the example of the selected countries of the Western Balkans: Serbia, Montenegro, Bosnia and Herzegovina and Macedonia. The research was conducted for the period from 2000 to 2017. The results of the survey show that there are no statistically significant links between the index of political risk, GDP and the rate of unemployment and technology transfer, from one side and the rate of foreign direct inflows, on the other side. The results of the analysis report that the foreign direct investment rate is in proportion to the inflation rate in the host country.

Such an outcome in the dissertation implicitly implies that foreign investors invest in these markets only for the purpose of making use of cheap re-employment and labor, which makers of macroeconomic policy can serve as a standard for the adoption of adequate incentive measures to attract investments that increase the export of highly sophisticated products and services, and not the exploitation of national wealth and workforce.

Key words: Foreign direct investment, socio-political instability, emerging countries, panel analysis.

УВОД

Стране директне инвестиције су предмет значајног интересовања стручне и академске заједнице у земљама у развоју. Ово интересовање је нарочито повећано у последњој декади XX века и тај тренд се и даље наставља. Основни разлог томе је драматично повећање страних директних инвестиција у земље у развоју. Наиме, последњих година сведоци смо драматичног повећања страних директних инвестиција нарочито у тзв. тржишта у настајању (*emerging markets*). Стране директне инвестиције су повећане са 24 милијарди долара (1990. године) на 178 милијарди долара у 2001. години (*World Bank, 2001; Asiedu, 2002*). Земље у развоју представљају веома интересантне инвестиционе алтернативе за стране инвеститоре који долазе из развијених земаља, како у погледу међународне диверсификације пласмана капитала јер имају веома ниске или чак и негативне коефицијенте корелација са развијеним земљама, тако и с аспекта могућности остваривања изузетно велике премије за ризик. Наиме, упркос одређеним разликама у степену развијености и уређености, већина ових земаља јесте изложена сличним процесима снажног утицаја прилива страних директних инвестиција и нуде могућност за остваривање великих профита за инвеститоре. Из тог разлога, ова тржишта представљају интересантне инвестиционе алтернативе за стране банке, инвестиционе фондове и осигуравајуће компаније (Радивојевић, 2014). Поетски речено, могућност остваривања екстремно високе премије за ризик и ниски коефицијенти корелације са развијеним земаља, учинила су ова тржишта изузетно атрактивним инвестиционим алтернативама у процесу међународне диверсификације пласмана. О овоме сведоче бројне

судије¹, које указује на растући удео финансијских тржишта ових земаља у светском тржишту капитала.

Из горе споменутих разлога мултинационалне корпорације и финансијске институције из развијених земаља све више желе да своја слободна средства пласирају у ове земље. Са друге стране, земље у развоју су услед недостатка капитала, мале економске моћи, неуспелих и незавршених процеса транзиција, у приливу директних страних инвестиција виде своје прилике за покретање привредног и економског развоја, смањењу стопе незапослености, те повећању друштвеног благостања уопште. Једном речју, у директним страним инвестицијама оне виде могућност повећања свих макроекономских показатеља раста и развоја, почев од стопе бруто друштвеног производа, па до стопе конкурентности домаће привреде. Ово још више добија на значају када се има у виду чињеница да велики број земаља из ове групе нема или има веома ограничен приступ другим изворима финансирања. Када се имају у виду кредитни рејтинзи ових земаља, те њихов утицај на услове добијања кредита код светских финансијских институција или могућности пласирања својих дужничких хартија од вредности на светском тржишту капитала, чине се веома оправданим њихова очекивања у погледу ефеката и значаја страних директних инвестиција.

Ефекти страних директних инвестиција не огледају се само у приливу свежег капитала, већ и у трансферу нових технологија, *know-how*, организационих и менаџерских решења и сл. Нажалост, ефекти страних директних инвестиција на привредни и економски развој земаља домаћина нису увек онакви какви би се очекивали на основу теоријских постулата концепта страних директних инвестиција. Постоје и оне стране директне инвестиције које се према својим ефектима могу сврстати у експлоаторске или „предаторске“ инвестиције.

Као резултат континуираног интересовања за стране директне инвестиције у литератури постоји велики број радова који су посвећени проучавању детерминанти и ефектима страних директних инвестиција. Међутим, већина ових радова је посвећено проучавања одређеног фактора или

¹Dailami, M., Atkin, M., (1990), „Stock Markets in Developing Countries“, Country Economics Department - The World Bank and Economics Department - International Finance Corporation, Working Paper 515, pp. 38; Harvey, C. R., (1995), „Predictable risks and returns in emerging markets“, *The Review of Financial Studies*, No. 8, pp. 773-816; Bekaert, G., Harvey C. R., (1997), „Emerging Equity Market Volatility“, *Journal of Financial Economics*, No. 43, pp. 29-78.

ефекта страних директних инвестиција. Тако на пример *Neumayer et al* (2005) су проучавали утицај потписивања билатералних споразума на прилив страних директних инвестиција. Утицај потписивања међународних трговинских споразума на повећање страних директних инвестиција у земљама у развоју предмет је проучавања *Buthe и Mulera* (2008, 2009). Сличне студије спровели су и *Abbott et al* (2000), *Ahlquist* (2006), *Jakobsen и de Soysa* (2006), *Busse и Hefeker* (2007), *Goldstein et al* (2007) и др. Значајни су и радови који су проучавали утицај демократије друштва у земљама у развоју на привлачење страних директних инвестиција, попут радова *Zachary* (2000), *Jensen* (2003), *Jakobsen и de Soysa* (2006), *Choi и Samy* (2008). Једна од најпознатијих студија ове врсте јесте студија *Lizonda*, која је обухватила велики број макроекономских и социо-друштвених варијабли. Међутим, студија датира још из 1990. године. Значајни су радови и студије које су посвећене ефектима страних директних инвестиција на одређене појаве и макроекономске варијабле, попут раста бруто друштвеног производа, стопе конкурентности и продуктивности, стопе капитализације и развоја финансијских тржишта, те свеопштег друштвеног благостања, али и на смањење стопе инфлације, незапослености, неперформансних кредита и сл. Најпознатије студије ове врсте су истраживања *Haddad* (1992), *Noorbakhsh et al* (2001), *Carkovic и Levine* (2002), *Aseidu* (2002) *Fabry и Zenghi* (2010) и др. Ове студије су посвећене проучавању позитивних ефекта страних директних инвестиција на економски развој земаља у развоју, трансфер знања, повећању продуктивности и конкурентности. Међутим, заједничко свим овим истраживањима јесте да су посвећени земљама Латинске Америке, Африке и Азије. Изузетак представљају истраживања *Fabry и Zenghi* (2010) која се односе на земље Југоисточне Европе.

Имајући у виду претходно апострофирано, **предмет истраживања** у докторској дисертацији биће изучавање ефеката и значаја страних директних инвестиција на економски развој земаља у развоју, као и детерминанти привлачења истих, са посебним освртом на европске земље у развоју. Емпиријско истраживање биће спроведено на примеру земаља које су највише погођене неуспелом транзицијом или које још увек исту нису окончале, попут Србије, Црне Горе, Македоније и Босне и Херцеговине. У истраживању биће укључене и друге европске земље које су мање више успешно прошле процес транзиције, како би се сагледала улога и значај, те њихово искуство у

коришћењу ефеката страних директних инвестиција у процесу спровођења транзиције и опоравка националне економије. Истраживање ће обухватити период од 2010. до 2015. године.

Сходно формулисаном предмету, **основни циљ** истраживања у докторској дисертацији јесте да се идентификује адекватан економетријски модел, применом *cross sectional* анализе, за предвиђање ефеката промене кључних марко-економских варијабли, које детерминишу привредни амбијент земље, на варијабилност стопе страних директних инвестиција.

Респектујући претходно опредељени основни циљ истраживања могуће је дефинисати и сет конгруентних и субординирајућих циљева, који укратко подразумевају: прво, да се идентификују кључни чиниоци привлачења страних директних инвестиција; друго, да се испита да ли постоје структуралне разлике између земаља са високом и ниском стопом привлачења страних директних инвестиција; треће да се изврши компаративна анализа изабраних земаља с аспекта услова и стања у погледу значаја и ефеката страних директних инвестиција на њихов привредни и економски развој.

Сагласно предмету и постављеним циљевима истраживања, докторска дисертација полази од следећих хипотеза:

- 1) да социо-политичка нестабилност негативно утиче на привлачење страних директних инвестиција;
- 2) да повећање стопе страних директних инвестиција доводе до повећања стопе привредног и економског раста земље домаћина, мерено кроз призму стопе раста бруто друштвеног производа;
- 3) да је стопа страних директних инвестиција обрнуто сразмерна стопи незапослености и инфлације у земљи домаћина;
- 4) да је стопа страних директних инвестиција пропорционално сразмерна стопи трансфера технологије и *know-how*.

У складу са природом опредељеног предмета и основним циљем истраживања, а уважавајући општу сложеност анализиране проблематике, у раду је примењена квалитативна и квантитативна методологија. Резултат примењених методологија истраживања јесте разумевање појединачне ситуације, односно предмета који су се истраживали, кроз компарацију изабраних релевантних индикатора и фактора који су проучавани. При том,

коришћен је скуп методолошких поступака и техника који су омогућили тестирање постављених научних хипотеза.

Будући да се истраживање базира на примени панел података, први корак у анализи серија података била је примена тестова јединичног корена за детектовање стационарности временских серија панел података. За ту сврху у раду је коришћен одговарајући тест за тестирање стационарности, односно присуства јединичних корена код панел података. За потребе тестирања формулисаних хипотеза коришћени су одговарајући економетријски модели (мултиреглесиони модели). За оцену параметара коришћених модела коришћен је метод фиксних ефеката (FE - Fix effects) и уопштни метод момената (GMM) метод. За оцену и испитивање валидности модела и примењених оцењивача коришћени су бројни тестови, почев од тестова за детектовање хетероскедастности, аутокорелације па све до испитивања нормалности добијених резидуала.

Аналитички научни метод јесте коришћен за идентификовања релевантних макроекономских чинилаца који утичу на привлачење страних директних инвестиција, док дескриптивни метод коришћен је за представљање теоријских постулата концепта страних директних инвестиција и описивање карактеристика изабраних земаља у погледу услова привлачења страних директних инвестиција и ефеката страних директних инвестиција на економски развој земаља које су на релативно успешан начин окончале процес транзиције.

Компаративној анализи подвргнути су резултати анализе ефеката и значаја страних директних инвестиција на економски развој земље домаћина, као и резултати анализе стања у погледу варијабли које обезбеђују атрактивност одређене земље с аспекта привлачења страних директних инвестиција. Циљ је био да се одговори на питања да ли и по чему се изабране земље разликују у погледу услова и подстицаја које пружају страним инвеститорима да улажу на њиховом тржишту. Такође, применом компаративне анализе било је могуће сагледати и разлике у ефектима страних директних инвестиција у овим земљама у погледу унапређења основних макроекономских показатеља привредног и економског развоја.

У циљу генерализације и извођења одређених закључака у вези са ефектима страних директних инвестиција на изабраним земљама у развоју, првенствено коришћен је метод синтезе.

Емпиријски подаци презентовани су у форми табела и графикона, с циљем да помогну у откривању карактеристичних тенденција и специфичности. Докторска дисертација, поред увода и закључних разматрања, се састоји из четири дела, у којима се кроз примену различитих метода истраживања проучавао претходно дефинисани предмет истраживања.

Први део дисертације под насловом „Стране директне инвестиције: фундаменталне основе и савремени теоријски концепти” посвећен је представљању и анализи основних постулата концепта страних директних инвестиција, као и појмовног одређивања истог. У последњих неколико година, развијени су различити приступи, парадигме и теорије у представљају и тумачењу концепта страних директних инвестиција, које је био предмет разматрања у овом делу рада. Такође у овом делу рада, дата је и класификација страних директних инвестиција. Класификација је извршена према облицима страних улагања. Фокус је био на *greenfield* инвестицијама, заједничким улагањима (*joint venture*), портфолио инвестицијама, мерџерима и аквизицијама, као и на улагања кроз приватизацију. Концесије и *B.O.T.* инвестиције (*built – operate – transfer*), као специфични облици страних улагања, били су предмет посебног интересовања. На крају овог дела рада указано је на значај и тенденцију кретања страних директних инвестиција у оквиру међународне диверсификације капитала, с посебним освртом на земље из Европске Уније и из нашег окружења.

У **другом делу** рада „Детерминанте привлачења страних директних инвестиција“ представљени су и детаљно анализирани макроекономски фактори и чиниоци који утичу на атрактивност одређене земље, с аспекта привлачења страних директних инвестиција. Фокус је био на анализи социо-друштвене (не)стабилности, привредном амбијенту и општим привредним условима, позитивној законској легистативи, пре свега из области пословања привредних субјеката и законских решења у области инвестирања. Посебан предмет интересовања и анализе у овом делу ради била је анализа пореске политике земље домаћина, као круцијалног чиниоца привлачења страних директних инвестиција.

У **трећем делу** рада представљени су и анализирани ефекти страних директних инвестиција, с теоријског аспекта. Анализа у овом делу рада започета је представљањем теоријских оквира и методологија за процену

ефеката страних директних инвестиција на земљу домаћина. Полазећи од еклектичке парадигме *Dunning* је развио теоријски оквир за анализу ефеката страних директних инвестиција. Поред *Dunning*-овог оквира, у овом делу ради представљене су и детаљно анализирани алтернативне методологије, које укратко обухватају следеће: посматрање утицаја страних директних инвестиција на једну варијаблу; оцењивање доприноса страних директних инвестиција активностима остваривања циљева националне економије и анализа утицаја страних директних инвестиција на макроекономске показатеље. У наредном кораку фокус је био на представљању директних позитивних ефеката страних директних инвестиција на земљу домаћина, с посебним освртом на економски и привредни раст и развој, раст незапослености, стопу инфлације, платни биланс и на трансфер технологије и знања. Такође представљени су и анализирани ефекти преливања. Посебан предмет интересовања у овом делу рада био је на анализи негативних ефеката страних директних инвестиција, као што су на затварање радних места, трансфер застарелих технологија, одлив профита у матичне компаније и сл.

У четвром делу дисертације, под називом „Компаративна анализа стања и структуре страних директних инвестиција у изабраним земаља“ је приказана статистика страних директних инвестиција у земљама које су предмет анализе дисертације. Анализа ће бити започета представљањем методологија која је заступљена у прикупљању података о страним директним инвестицијама у изабраним земљама. Статистика директних улагања у изабраним земљама обухватила је анализу структуре страних директних инвестиција по пореклу капитала, моделу инвестирања и сектору улагања. Циљ овако дефинисане структуре јесте да помогне у идентификовању кључних учесника на тржиштима ових земаља, атрактивности појединих сектора и грана, како би се очувала њихова атрактивност, али и учинили кључни напори за секторе који су тренутно неатрактивни за стране инвеститоре. Такође, циљ оваквог начина представљања статистике страних директних инвестиције у изабраним земљама јесте да се открију предности ових земаља, али и њихове слабости у односу на Србију. На крају, извршена је и анализа с аспекта међународне инвестиционе позиције ових земаља. Интенција је иста као и горе поменута.

У петом делу дисертације приказани су резултати оригиналног емпиријског истраживања. Пре почетка анализе представљени су резултати

ранијих емпиријских истраживања везаних за ову тематику. Затим је објашњена методологија истраживања, у којој је представљен изабрани узорак, временске серије података и економетријска анализа. Истраживање је спроведено на тржиштима земљама које још увек нису окончале процес транзиције, као што су Србија, Црна Гора, Македонија и Босна и Херцеговина. Истраживање је обухватило период од 2010. до 2015. године. Као индикатори за различите појаве коришћени су одговарајући прокси. Тако на пример за утврђивање ефектата социо-политичке (не)стабилности коришћен је индекс политичког ризика земље (*Political risk index*). Поред овог проксија коришћен је и индикатор који описује број изгубљених радних дана (*Work days lost*).

На крају су добијени резултати дискутовани с аспеката прихватања или одбацивања формулисаних хипотеза на којима се заснива дисертација.

У складу са предметом и циљем истраживања, постављеним хипотезама и примењеним методама истраживања на основу теоријско методолошке, али и емпиријске анализе дошло се до релевантних закључака о ефектима страних директних ивнестиција, као и о ефектима истих на економски и привредни развој изабраних земаља. Истраживање треба да пружи одговор на питање да ли је могуће развити адекватан економетријски модел, применом *cross sectional* анализе, те употребом панел података, који ће моћи да служе за предвиђање ефектата промена кључних макроекономских детерминанти, атрактивности страних директних инвестиција на варијабилност стопе привлачења истих.

Поред овога, од овог рада се очекује да пружи домаћој литератури, упознавањем потенцијалног читаоца, са стањем и досадашњим ефектима страних директних инвестиција у изабраним земљама.

Практични допринос ове дисертације се огледа у чињеници да ће налазе и открића до којих се дошло у раду, моћи да користе креатори социо-друштвеног и привредног амбијента у овим земљама.

Глава I

СТРАНЕ ДИРЕКТНЕ ИНВЕСТИЦИЈЕ: ФУНДАМЕНТАЛНЕ ОСНОВЕ И САВРЕМЕНИ ТЕОРИЈСКИ КОНЦЕПТИ

1. Стране директне инвестиције – појам и дефиниције

У најширем смислу, стране директне инвестиције представљају један облик страног улагања односно један од облика међународног кретања капитала поред индиректних (портфолио) инвестиција и међународног кредитирања (Ђорђевић, стр. 27, 2015). Према Кругману и Обстфелду (2009, 2010)² стране директне инвестиције јесу најризицијне дугорочно кретање капитала на међународном тржишту, чија је основна сврха да на тржишту домаћина оствари екстра приносе стварањем транснационалних организација које ће пословати према правилима земље домаћина. Из ове дефиниције страних директних инвестиција јасно се издвајају две карактеристике: 1) да је реч о дугорочном улагању и 2) веома ризицијном улагању. Ризицијност ове врсте међународног улагања не потиче само од њене дугорочности (са повећањем временског хоризонта расте и ризик од неуспешности инвестиције), већ и од фокуса на остваривање екстра профита. Отуда су у последњих година ова врста улагања фокусирана на земље у развоју, при чему кретање капитала је у правцу од развијених ка неразвијеним земљама. Наиме, у прилог овоме најбоље сведочи чињеница да могућност остваривања

² Krugman, P., Obstfeld, M., (2010), *Međunarodna ekonomija Teorija i ekonomska politika*, Zagrebačka škola ekonomije i menadžmenta, Zagreb, str. 576.

Ђорђевић, И., (2015), *Значај Страних Директних Инвестиција За Економски Развој Региона Шумадије I Поморавља*, Економски хоризонти.

екстремно високе премије за ризик и ниски коефицијенти корелације са развијеним финансијским тржиштима земаља ОЕЦД-а су учинила ова тржишта изузетно атрактивним инвестиционим алтернативама у процесу међународне диверсификације пласмана. На ово најбоље сведоче налази бројних аутора, попут *Dailami, M., Atkin, која* указују на растући удео ових земаља у светском тржишту капитала³. У односу на развијена финансијска тржишта, земље у развоју имају и низ специфичности које се морају уважавати приликом инвестирања на њима. Она не представљају хомогену групу јер када је реч о факторима ризика и њиховом утицају на процес генерисања приноса, ни једна земља није идентична другој.⁴ Међутим, заједничка одлика овим земљама јесте да се кроз адекватне политике отварања тржишта за директне стране инвестиције стварају услови да оне дугорочно и директно утичу на економски раст у кључним индустријским гранама, развоју трговинских веза, трансферу технологије, док индиректно утичу на изградњу институционалног система и закона, подстицање процеса приватизације и креирање услова конкуренције (Аџић, Тошковић, 2015). Другим речима, оне представљају реална улагања у факторе производње, средства за рад, радну снагу и предмете рада, при томе задржавајући право контроле и менаџмента над тим улагањем. Из претходно реченог, лако се може уочити још једна специфичност страних директних инвестиција, а то је да су оне само она улагања иностраних инвеститора која се инвестирају у оснивање новог предузећа или улагања којима се преузима власништво у постојећим домаћим предузећима, али и које истовремено подразумева и право управљања и контроле у предузећу (Доминик, 2009).⁵ У складу са овом одликом страних директних инвестиција јесте и дефиниција прихваћена од стране ОЕЦД-а, према

³Dailami, M., Atkin, M., (1990), "Stock Markets in Developing Countries", Country Economics Department - The World Bank and Economics Department - International Finance Corporation, Working Paper 515, pp. 38; Harvey, C. R., (1995), "Predictable risks and returns in emerging markets", *The Review of Financial Studies*, No. 8, pp. 773-816; Bekaert, G., Harvey C. R., (1997), "Emerging Equity Market Volatility", *Journal of Financial Economics*, No. 43, pp. 29-78.

⁴ Радивојевић, Н., (2014), "Управљање тржишним ризицима на финансијским тржиштима у настајању применом модела вредности при ризику", Докторска дисертација, Економски факултет у Крагујевцу, стр. 1 -366.

⁵Доминик, С. (2009), Међународна економија, Економски факултет, Београд.

којој стране директне инвестиције представљају оне инвестиције које обезбеђују дугорочни интерес инвеститора (предузећа) нерезидента (директног инвеститора) у предузеће резидента, при чему се под дугорочним интересом подразумева постојање дугорочног пословног односа између ова два предузећа уз услов да предузеће нерезидент (директни инвеститор) има примарни утицај на управљање капиталом у предузећу резиденту. Иако постоје различита тумачења и ставови по питању пословног односа, прихваћено је да поседовање десет и више процената од укупне гласачке снаге у предузећу резидента, представља постојање пословног односа у контексту дефиниције страних директних инвестиција дате од стране ОЕЦД-а. Ово норма препоручује се и прихвата се у свим земљама, како би се обезбедила статистичка конзистентност. Дакле, више је статистичка категорија него суштинска. Мада, када се говори о страним директном инвестицијама у контексту ове дефиниције свакако треба истаћи да се под улагањима не подразумева само улагање новог капитала већ и реинвестирање профита и међукомпанијски дуг (деталније видети у *Framework for Direct Investment Relationship*).

Дакле код појмовног одређивања страних директних инвестиција треба водити рачуна о томе да су то улагања која обезбеђују право управљања, те их треба разликовати од инвестиција иностраних улагача која то право не обезбеђују, као што су примера ради портфолио улагања чија је сврха диверсификација ризика.

Без обзира на то да ли је реч о улагању капитала ради оснивања новог предузећа од стране иностраног улагача или се ради о улагању којим се преузима власништво на већ постојећим предузећима, заједничка одлика јесте да овај вид инвестиција може убрзати привредни раст, повећати бруто друштвени производ, побољшати животни стандард и обезбедити приступ новој технологији, док одговарајућа политика отварања домаћег тржишта иностраној конкуренцији може створити дугорочну основу за велике користи од инвестиција.⁶ У том контексту бројни домаћи аутори попут Радукић, Петровић Ранђеловић, Радовић, и Хусарић истичу да стране директне инвестиције представљају комплементарни механизам који омогућава максимално

⁶Кругман, П., Обстфелд М., (2009), Међународна економија, Дата Статус, Београд.

коришћење позитивних снага у спровођењу тржишних реформи у циљу обезбеђивања привредног развоја земље домаћина. Другим речима, према овим ауторима стране директне инвестиције представљају оне инвестиције које имају развојни потенцијал по привреду земље у коју долазе, у смислу интензивирања економске активности, раста запослености и трансферу знања и технологије.

2. Савремени теоријски концепти страних директних инвестиција

Разноврсност теоријских концепата и ставова везаних за проучавање страних директних инвестиција наслућује се на основу бројних дефиниција и разноврсности појмовног одређивања ове економске категорије. Значајност и комплексност ове економске категорије, утицао је да стране директне инвестиције буду предмет проучавања и теоретисања од стране великог броја аутора. Као последица тога јесте и развој бројних концепата и теоријских ставова везаних за тумачење и појмовно одређивање и разумевање директних и индиректних, скривених и латентних, видљивих и акутних, стварних и имагинарних (митских) утицаја страних директних инвестиција, како с аспекта земље домаћина и предузећа резидента, тако и из визуре директног инвеститора и предузећа нерезидента и земље порекла капитала.

Као последица свега претходно реченог, све теорије и концепти посвећени страним директним инвестицијама могу се класификовати у две категорије:

- 1) теорије и концепти који почивају на претпоставци о савршеном тржишту и
- 2) теорије и концепти који почивају на претпоставци имперфектног тржишта.

Најпознатије теорије из прве групе теорија и концепата који третирају стране директне инвестиције су:

- Теорија различитих стопа приноса
- Савремена портфолио теорија

- Теорија output-а и величине тржишта
- У другу групу теорија спадају теорије:
- Теорија индустријске организације
 - Теорија интернализације
 - Еклектичке теорије страних директних инвестиција

У наставку рада детаљно биће представљене ове две претпоставке као и теорије засноване на њима, а које третирају стране директне инвестиције.

2.1. Теорије засноване на претпоставци савреног тржишта

Теорије засноване на претпоставци савреног тржишта заснивају се на очекиваној стопи приноса тј. капиталу који тече од земаља са ниским стопама приноса до земаља са високим стопама приноса повратком, смањење ризика путем међународне диверсификације капитала, величини тржишта тј. капиталу који тече у земље које пружају атрактивна тржишта. Наиме, претпоставка о савреном тржишту почива на посматрању приноса као случајне варијабле чије се вредности могу представити помоћу одговарајуће дистрибуције вероватноће. Другим речима, принос од улагања се посматра као мартингали процес, тј. стохастички процес чија је очекивана вредност у неком тренутку у будућности (t), условљена расположивим информацијама у тренутку (t-1), једнака његовој вредности у тренутку (t-1).⁷ Овај процес је испуњен ако и само ако испуњава следећа два услова:

- ако су исходи процеса (као на пример појаве нових цена активе) независни један од другог
- ако је временски-непроменљив, тј. ако његово условно очекивање остаје непромењено.

У контексту финансијске теорије ово би значило да се принос од улагања не може предвидети на основу прошлих приноса од тог улагања. Ово важи само

⁷Tavella, D., (2002), Quantitative Methods in Derivatives Pricing: An Introduction to Computational Finance, John Wiley and Sons, Chichester, p. 14.

ако текући принос представља најбољу оцену будућег приноса од улагања и ако су они некорелисани. Неколерианост у овом контексту значи да приноси од улагања немају меморију или у најбољем случају ако имају само кратку меморију.⁸ У финансијској теорији ово је представљено кроз хипотезу о ефикасном тржишту,⁹ тако да се мартингали налази у основи ове хипотезе. Тржиште је ефикасно ако вреднује финансијску активу по цени која одражава све релевантне информације везане за ту активу, односно инвестицију. На тржишту не постоје прецењена или потцењена улагања. Тако да ниједна не може да донесе другачији принос од оног који одговара његовим перформансама (Радивојевић, 2014).

У смилсу мартингалих процеса, тржиште је ефикасно, уколико је текући принос од улагања условљен свим расположивим информацијама везаних за то улагање, једнако очекиваном приносу од тог улагања (детаљаније видети у Радивојевић, 2014). Сагласно Радивојевићу (2014) ако промена у вредности улагања следи мартингали, онда само информације, које су данас расположиве, су једино релевантне за предвиђање будућег приноса. То значи да је будућа вредност улагања условљена само текућим информацијама, те да се не може предвидети принос од улагања на основу временске серије приноса од улагања. У овом случају не постоји могућност за арбитражу јер увек постоји неко ко је спреман да преузме ризик, без обзира на његову величину.¹⁰ Како време пролази, добијају се нове информације (процес филтрације¹¹), али се цена и

⁸ Меморија (памћење) представља квантитативне ефекте прошлих стања на (исхода процеса) на текуће стање. Видети детаљније у Roop, H., (2005), оп., цит., стр. 45.

⁹ Због несавршености, тј. некомплетности тржишта хипотеза о ефикасном тржишту данас у потпуности не стоји. Као алтернатива, данас се користи хипотеза о фракталном тржишту (Fractal Market Hypothesis -ФМН). ФМН наглашава утицај ликвидности и дужине холдинг периода на понашање инвеститора. Детаљније видети у Peters, E., (1994), *Fractal Market Analysis: Applying Chaos Theory to Investment Analyzing and Forecasting Futures Prices and Economics*, John Wiley and Sons, Chichester, p. 44.

¹⁰ Tapiero, C., (2004), оп., цит., стр. 112.

¹¹ Филтрација у дискретном и непрекидном времену се користи као модел за проток информација. Са протоком времена посматрач добија све више и више информација о могућим исходима неког процеса, тако да се скуп информација временом повећава. Ова особина одговара

даље не може предвидети јер су нове информације неизвесне, како с аспекта времена њиховог појављивања, тако и с аспекта садржаја, а када се појаве на тржишту одмах и у потпуности се рефлектују на промену у цени. Тако нико не може да заради поседовањем неке одређене информације. Маргинална добит од прикупљања додатних информација једнака је нули.¹²

Математички претпоставка о савршеном тржишту може се представити на следећи начин:¹³

$$E(P_{t+1} | P_t, P_{t-1}, \dots, P_0) = P_t \quad (\text{III 1.1})$$

при чему су:

$E(.)$ - очекивани принос од улагања

P - вредност улагања

У контексту портфолио анализе, ово је исказан моделом случајног хода (random walk), који се још од 1900. године у финансијама користи за описивање динамике цена финансијске активе.¹⁴ Модел сугерише да текућа вредност (цена) финансијске активе (P_t) зависи од њене вредности (цене) из прошлог периода (P_{t-1}), фиксног параметра (μ) и случајне варијабле (ε_t) за коју важи да следи идентичну и независну дистрибуцију и да је нормално дистрибуирана:

$$\varepsilon_t \sim IID N(0,1)$$

$$P_t = \mu + P_{t-1} + \sigma \varepsilon_t \quad (\text{III 1.2})$$

односно

$$P_t - P_{t-1} = \mu + \sigma \varepsilon_t \quad (\text{III 1.3})$$

при чему су:

чињеници да се информација памти у времену. Према томе, поље филтрације описује тренутни степен информисаности о могућим исходима процеса.

¹² Bradfield, J., (2007), Introduction to the Economics of Financial Markets, Oxford University Press, Oxford, p. 157.

¹³ Voit, J., (2007), The Statistical Mechanics of Financial Markets, 3th editon, Springer, Berlin, p. 33.

¹⁴ 1900. године, француски математичар Louis Bachelier је доказао тезу да је кретање цене финансијске активе конзистентно са моделом случајног хода. Tariero, C., (2004), оп., цит., стр. 16.

- P_t - текућа цена
 P_{t-1} - цена из прошлог периода
 μ - константа
 σ - волатилност промене цене активе
 ε_t - нормално дистрибуирана случајна варијабла

У моделу су вредности изражене у логаритамском облику те се може користити за описивање динамике приноса. Овако изложен модел, односно хипотеза о ефикасном тржишту, односно претпоставка о савршеном тржишту имплицира да су приноси нормално дистрибуирани, са варијансом која се одликује хомоскедастичношћу, те да су неаутокорелисани.

Нажалост бројна емпиријска истраживања, сублимирана у радовима Радивојевића (2014), Милојковића (2018) и Филиповића (2018) указују да се приноси не понашају како је моделом случајног хода и хипотезом о ефикасности тржишта предвиђено. Резултати ових истраживања указују на то¹⁵:

- да дистрибуције дневних приноса имају дебеле репове. Ово значи да се екстремни догађаји, било позитивни или негативни чешће дешавају него што се то предвиђа нормалном дистрибуцијом;
- да дистрибуција дневних приноса има виши врх, односно тањи струк (thin waist) него што се предвиђа нормалном дистрибуцијом. Ова карактеристика заједно са дебелим реповима је карактеристична за лептокуртичну дистрибуцију. Серије приноса имају лептокуртичну дистрибуцију; дебеле репове, тањи струк и виши врх него што се предвиђа нормалном дистрибуцијом
- да постоји већи степен корелације између волатилности (квадрата приноса), него између нивоа приноса;
- да постоји ефекат леврица;
- да се волатилности мењају током времена;
- да се екстремни догађаји појављују у кластерима.

¹⁵О карактеристикама приноса и хипотези о ефикасном и савршеном тржишту видети у радовима: Tseng-a (2011), Zikovic-a (2010), Bahadur-a (2008), McNeil-a (2005), Karlsson-a (2003) и Christofferson-a (2003).

Овакви резултати указују на неопходност релаксирања хипотезе о ефикасном тржишту односно претпоставке хомоскедастности приноса и укључивања у модел случајног хода претпоставке о хетероскедастичности варијансе приноса од улагања.

2.1.1. Теорија различитих стопа приноса

Овај приступ наглашава да су стране директне инвестиције резултат капитала који тече из земаља са ниским стопама приноса у земље са високим стопама приноса. Ова тврдња произилази из идеје да у процени својих инвестиционих одлука, фирме изједначавају очекиване граничне приносе са граничним трошком капитала. Ако је очекивани гранични принос већи у иностранству него код куће, и претпостављајући да је маргинални трошак капитала исти за оба типа инвестиција, онда постоји подстицај за инвестирање у иностранство, а не на домаћем тржишту.

Ова теорија постала је широко прихваћена крајем педесетих година прошлог века када су се у САД нагло повећале стране директне инвестиције у производњу у Европи. У то време, стопе приноса након опорезивања америчких подружница у производњи биле су константно изнад стопе приноса на домаћу производњу у САД-у. Међутим, овај однос се показао нестабилним. Током шездесетих година, стране директне инвестиције из САД у Европу наставиле су да расту, упркос чињеници да су стопе приноса за подружнице САД у Европи биле испод стопе приноса на домаћу тржишту.¹⁶

Емпиријски тестови ове хипотезе одвијали су се у неколико редова. Неки аутори су покушали да пронађу позитиван однос између односа директних страних инвестиција фирме и њених домаћих инвестиција, као и односа њених страних профита према домаћем профиту. Други су покушали да повежу стране директне инвестиције и стопу страних профита, обично дозвољавајући одређено временско кашњење. Други приступ је био испитивање односа између

¹⁶Hufbauer, G.C., "The Multinational Corporation and DirectInvestment," in P.B. Kenen (1975), (ed.), International Trade and Finance, Cambridge, CambridgeUniversity Press.

релативних стопа приноса у неколико земаља и дистрибуције страних директних инвестиција међу тим земљама.

Како је објавио Агарвал (1980), ова емпиријска истраживања нису пружила чврсте доказе. Ово може бити делимично због тешкоћа у мерењу очекиваног профита. У различитим тестовима, пријављена добит је коришћена за представљање очекиваног профита.¹⁷ Међутим, пријављена добит ће се вероватно разликовати од стварног профита, који се пак може разликовати од очекиваног профита. Главни разлог за одступање пријављених профита од стварне добити је ценовно утврђивање цена за трансакције између подружнице и матичне фирме и међу подружницама. Мултинационалне компаније могу успоставити цене унутар фирме које се разликују од тржишних цена, на пример, како би смањиле своје опште пореско оптерећење, избегле контроле размене или побољшале своју преговарачку позицију са синдикатима или владом земље домаћина. С друге стране, стварни профити могу се разликовати од очекиваног профита због неочекиваних догађаја, и због потешкоћа у коришћењу запажања за неколико година да би се представили очекивани резултати инвестиције која има дужи временски хоризонт.

Поред ових нејасних емпиријских резултата, постоје и одређени аспекти страних директних инвестиција које ова теорија не може објаснити. Пошто ова теорија претпоставља да капитал тече из земаља са ниским стопама приноса у земље са високим стопама приноса, претпоставља имплицитно да постоји јединствена стопа приноса активности унутар земље. Према томе, ова теорија није конзистентна са неким земљама које истовремено доживљавају приливе и одлазе страних директних инвестиција. Слично томе, не може се објаснити неједнака расподела страних директних инвестиција између различитих грана индустрије. Ова разматрања, као и слаби емпиријски резултати, указују да теорија диференцијалне стопе приноса не пружа задовољавајуће објашњење детерминанти токова страних директних инвестиција.

¹⁷Agarwal, J.P., (1980), "Determinants of Foreign Direct Investment: A Survey," *Weltwirtschaftliches Archiv*, Vol. 116, pp. 739-773.

2.1.2. Савремена портфолио теорија

Пошто се чини да очекивани приноси не пружају адекватано објашњење директних страних инвестиција, пажња је усредсређена на улогу ризика. У избору међу различитим доступним пројектима, фирма би вероватно била вођена и очекиваним приносима и могућношћу смањења ризика. Пошто је повратак активности у различитим земљама вероватно мање од савршене корелације, фирма би могла смањити свој укупни ризик кроз пројекте у више од једне земље. Директне стране инвестиције се стога могу посматрати као међународна диверсификација портфолија на корпоративном нивоу.

Како би се разумеле стране директне инвестиције у контексту савремене портфолио теорије, неопходно је указати на њене основе и принципе на којима почива. Отуда је у наставку рада укратко она представљена.

Основна идеја на којој почива савремена портфолио теорија, јесте да се избор елемената портфолија не врши на основу интуитивне перцепције, већ на основу резултата мерења ризика сваке инвестиционе алтернативе и, као корак даље, израчунавања коваријансе за сваки пар изабраних инвестиционих алтернатива, при чему се ризик фиксира на жељеном нивоу, а принос максимизира, што рационалном инвеститору омогућава да одлучи која ће му комбинација улагања дати оптимални однос између ризика и приноса.¹⁸

Иако је савремена портфолио теорија усмерена на формирање портфолија као колекције различитих улагања базираних на изведеним статистичким резултатима, њен значај није толико у изведеним статистичким резултатима, него у опсервацији која произилази из тих резултата. Та опсервација значи да иако је очекивани принос портфолија просек очекиваних приноса индивидуалних улагања које улазе у састав портфолија, ризик портфолија (мерен стандардном девијацијом приноса) је мањи него просечна вредност ризика индивидуалних хартија од вредности. Ова околност је последица основног својства портфолија - диверсификација улагања - која доводи до смањења ризика улагања. Другим речима, статистички резултат на којем је

¹⁸Reilly, B., (2003), *Investment Analysis Portfolio Management*, McGraw Hill, New York, p. 89.

утемељена савремена портфолио теорија подржава мудрост изреке "не држати сва јаја у истој корпи".¹⁹

Било је различитих покушаја да се тестира ова теорија у контексту страних директних инвестиција. Један група истраживања била је усмерена на покушај да се објасни удео директних страних инвестиција који иде у групу земаља, повезујући га са просечним приносом на те инвестиције, и са ризиком повезаним са тим инвестицијама, мерено варијансом. Варијанта ове процедуре је била да се прво процени оптимална географска расподела имовине мултинационалних компанија на основу разматрања портфолија, а затим да се претпостави да предузећа постепено прилагођавају ток страних директних инвестиција да би се добила та оптимална дистрибуција. Међутим, сама теорија у многим стварима поједностављује реалност. Модел варијанса – очекивани принос, којем почива сама теорија, представља једнократни приступ инвестирању. Избор оптималне диверсификације улагања се не посматра као континуирани процес, већ као одлука коју треба донети једнократно. Друго, варијанса као мера ризика има смисла искључиво под претпоставком постојања нормалне расподеле. На претходним странама већ је истакнуто да приноси на улагањима и вредности улагања не следе нужно нормалну дистрибуцију. Сем тога, сама теорија занемарује утицај трансакционих трошкова и пореза. У реалности ови трошкови су изузетно високи и крећу се у распону од 1 - 2 % вредности портфолија.²⁰ Тако да праћење имовине и улагања компанија није било реално. Такође, формирање оптималног портфолија улагања представља квадратно програмирање, што у случају великих мултинационалних компанија

¹⁹Радивојевић, Н., (2009), „Истраживање могућности формирања оптималног портфолија акција на тржишту капитала Србије“, Магистарски рад, Економски факулте у Крагујевцу.

²⁰ На српском финансијском тржишту, у 2007. години, трансакциони трошкови куповине хартија од вредности су у просеку износили од 1,42 до 1,52% вредности инвестиције (у трансакционе трошкове укључене су: брокерска провизија, која у просеку износи 1%, провизије банке које се крећу од 0,2 до 0,3%, провизија Београдске берзе за закључене трансакције по основу купопродаје акција, која износи 0,12% и провизија Централног регистра за купопродајне послове закључене на берзи која износи 0,1% од тржишне вредности појединачног налога. Трансакциони трошкови продаје хартија од вредности су у просеку износили од 1,77 до 1,8%, јер укључују и порез на пренос апсолутних права у износу од 0,35%.

које имају велику диверсификацију улагања и имовине представља изузетно комплексан рачунарски задатак.

Друга група испитивања је била фокусирана на то да се утврди, да ли велике фирме са екстензивнијим страним активностима показују мање флукуације у глобалном профиту и продаји. Резултати ових тестова пружили су само слабу подршку за теорију диверсификације портфолија, као што је документовано у Хуфбауер (1975) и Агарвал (1980). У неким случајевима, резултати који су били повољни за групу земаља нису се одржали за поједине земље. У другим случајевима, резултати нису били значајни или су били конзистентнији са алтернативним теоријама. Иако недостатак јаке емпиријске подршке може бити делимично узрокован тешкоћама везаним за мерење очекиваног профита и ризика, ту је више основних, теоретских проблема.

Савремена портфолио теорија представља побољшање у односу на теорију различитих стопа приноса у смислу да је, укључивањем фактора ризика, у стању објаснити постојање земаља које истовремено доживљавају приливе и одливе страних директних инвестиција, међутим, није у могућности да узме у обзир уочене разлике у склоностима различитих индустрија да улажу у иностранство. Другим речима, то не објашњава зашто су директне стране инвестиције више концентрисане у неким индустријама него у другим. Овome треба додати и чињеницу да је сама теорија изгарђена на претпоставци о рационалном инвеститору, која подразумева да рационални инвеститори имају аверзију према непотребном ризику и преферирају сигурност. С обзиром на преференцију ризика разликују се три основна облика функције корисности:

- Конкавна функција корисности - карактеристична је за инвеститора који је одбојан према ризику (*risk averse*), а нагиб криве постаје блажи са повећањем приноса²¹;
- Конвексна функција корисности - карактеристична је за инвеститоре који су склонији ризику (*risk seekers*), а нагиб криве постаје стрмији са повећањем приноса;

²¹ Закривљеност функције корисности представља меру става инвеститора према ризику.

- Линеарна функција корисности - карактеристична је за инвеститоре са неутралним ставом према ризику (*risk neutral*). Инвеститор не мари за ризик којем је изложен, већ му је важан само очекивани принос.

Савремена портфолио теорија претпоставља да инвеститори имају конкавну функцију корисности тј. да имају аверзију према ризику. То значи да ће инвеститори улагати у ризичније хартије од вредности само ако им је тај виши ризик компензиран премијом, односно у хартију која доноси већи принос у истој класи ризика. Међутим, емпиријска истраживања показују да компаније не морају да се понашају, и не нужно се понашају у складу са овом претпоставком. Тако да не може да послужи у објашњавању концентрације улагања и капитала у поједине гране индустрије.

Основнија критика ове теорије била је тврдња да на савршеном тржишту капитала нема разлога да фирме диверсификују активности, само да би смањиле ризик за њихове акционаре. Ако поједини инвеститори желе смањен ризик, могу га добити директно диверсификацијом својих појединачних портфолија. Ова критика имплицира да за диверсификацију мотива да има било какву објашњавајућу моћ за директне стране инвестиције, претпоставка савршених тржишта капитала мора бити одбачена.

2.1.3. Теорија *output*-а и величине тржишта

Два приступа вредна помена која се односе на директне стране инвестиције јесу приступ *output*-а и величине тржишта земље домаћина. Први приступ *output*-а сматра релевантну варијаблу за излаз (продају), док приступ величине тржишта користи бруто домаћи производ земље домаћина, што се може сматрати заменом за потенцијалне продаје. Релевантност *output*-а за стране директне инвестиције може се извести из модела неокласичне домаће инвестиционе теорије; док је релевантност величине земље домаћина генерално постулирана, а не изведена из неког теоријског модела. Упркос недостатку експлицитне теоријске подршке, модел величине тржишта је био веома

популаран, а варијабла која представља величину земље домаћина појављује се у великом броју емпиријских радова.

Ове хипотезе су тестиране на различите начине. Један приступ је био да се узму модели домаћих инвестиција и да се процене помоћу података о страним директним инвестицијама, да би се видело да ли је оутпут мултинационалних компанија у земљама домаћина значајна објашњавајућа варијабла. Друга техника била је да се види да ли је удео директних страних инвестиција одређене земље у групи земаља, повезан са нивоом прихода појединих земаља домаћина. Понекад, као експланаторне варијабле, коришћена је и стопа раста прихода у земљи домаћину, или разлика између стопе раста прихода у земљи домаћину и земљи инвеститору. Неки аутори су разликовали спољашње и унутрашње детерминанте страних директних инвестиција са величином тржишта као спољним фактором и продајом страних филијала интерним фактором.²² Ове емпиријске студије пружају подршку за идеју да су већи нивои продаје од стране стране подружнице и прихода земље домаћина или раста прихода повезани са већим страним директним инвестицијама. Широка подршка за ове хипотезе је генерално важећа у различитим земљама, периодима, техникама процене и спецификацији варијабли.

Међутим, ова подршка мора бити пажљиво интерпретирана, нарочито то наглашавају аутори попут Агарвал (1980) и Линзондоа (1990). Као што је горе поменуто, заговорници хипотезе величине тржишта су ретко представљали експлицитни теоријски модел из којег су изведени процењени односи. Стога, корелација између директних страних инвестиција и величине тржишта може бити конзистентна са различитим структурним моделима. Такође, величина и раст тржишта земље домаћина треба да утичу на стране директне инвестиције које се користе за производњу на домаћем тржишту, а не за извоз. У већини емпиријских студија, међутим, не постоји разлика између два типа улагања. Коначно, постоје докази који указују на то да се одлуке компанија које се тичу

²²Boddewyn, J.J., (1985), "Theories of Foreign Direct Investment and Divestment: A Classificatory Note," *Management International Review*, Vol. 25, pp. 57-65; Aliber, R.Z., (1971), "The Multinational Enterprise in a Multiple Currency World," in J.H. Dunning (ed.), *The Multinational Enterprise*, London, George Allen & Unwin.

директних страних инвестиција могу водити различитим разлозима у зависности од тога да ли је или није почетно улагање фирме у земљи. У овом случају, било би погрешно користити исте варијабле да би се објасниле све врсте страних директних инвестиција.

2.2. Теорије засноване на претпоставци имперфектног тржишта

Теорије које су описане на претходним странама дисертације, нису засноване на било којој претпоставци о несавршености тржишта. Химер (1976) је можда био први аналитичар који је истакао да би структура тржишта и специфичне карактеристике фирми требале играти кључну улогу у објашњавању страних директних инвестиција. У бројним радовима анализирана је улога ових фактора и у статичном контексту, који се фокусира на питања везана за индустријску организацију и интернализацију одлука, и у динамичном оквиру који наглашава олигополистичко ривалство и разматрање производног циклуса.

Наиме, читава теорија инвестирања заснована је на идеји да су тржишта ефикасна. Међутим, догађаји с краја деведесетих година прошлог и с почетка овог века (дужничке кризе) јасно су указали на то да тржишта нису ефикасна и да постојање асиметрије на тржишту узрокује имперфектност тржишта. У оваквим условима теорије и концепти засновани на хипотези о савршености тржишта и његовој ефикасности не стоје и нису валидни. Присуство стохастичке волатилности представља доказ да тржишта нису ефикасна; да је

број фактора ризика већи од броја финансијске активе, који инвеститори држе у својим портфолијима (Радивојевић, 2014). У оваквим околностима развијају се концепти и теорије које тумаче ефекте и утицаје страних директних инвестиција у контексту несавршености тржишта, као што су теорија индустријске организације, теорија интернализације или еклектичке теорије страних директних инвестиција, о којима ће више бити речи у наставку дисертације.

2.2.1. Теорија индустријске организације

Химер (1976) је био међу првим ауторима који је тврдио да само постојање мултинационалних фирми почива на тржишним несавршеностима. Два типа тржишних несавршености су од посебне важности: структурне несавршености и несавршености трансакцијских трошкова (Dunning, 1981).²³ Структурне несавршености, које помажу мултинационалној компанији да повећа своју тржишну снагу, настају као резултат економије обима, предности знања, дистрибутивних мрежа, диверсификације производа и кредитних предности. Трансакцијски трошкови, с друге стране, чине профитабилним мултинационалној фирми да замени унутрашње "тржиште" за спољне трансакције. Литература која се фокусира на структурне несавршености довела је до теорије индустријске организације страних директних инвестиција²⁴, док је фокусирање на трансакционе трошкове довело до теорије интернализације страних директних инвестиција.

Теорија индустријске организације базира се на идеји да када страна компанија оснује фирму у другој земљи, она се суочава са бројним недостацима када се такмичи са домаћим фирмама. То укључује тешкоће у управљању на удаљини, језичке баријере, проблеми који потичу од разлика у културама, правним системима, техничким стандардима и преференцијама купаца. Ако се,

²³Dunning, J.H., (1988), "The Eclectic Paradigm of International Production: A Restatement and Some Possible Extensions," *Journal of International Business Studies*, Vol. 19, pp. 1-31.

²⁴ Концепт "индустријске организације теорије страних директних" у литератури се не користи уједначено. Понекад је замишљена да обухвати све теорије изведене из Химеровог рада, док у појединим случајевима, као што је то у овој дисертацији, концепт се користи у његовом рестриктивнијем смислу.

упркос тим недостацима, страна компанија укључи у директне стране инвестиције, она мора имати одређене специфичне (конкурентске) предности у односу на домаћа предузећа. Предности мултинационалне компаније су оне које су повезане са брендом, супериорном технологијом, заштићеним патентима, маркетиншким и менаџерским вештинама, јефтинијим изворима финансирања, преференцијалним приступом тржиштима и економијом обима. У коришћењу ових предности најбоље сведочи истраживање Грахам и Кругман (1989), који су још давне 1989. године да би објасинили раст страних директних инвестиција у САД истакли да су су компаније из САД имале значајне предности у трансферу технологије и know how у области менаџмента у односу на компаније из других земаља.

Такође су показали да су америчке фирме биле супериорне у односу на стране ривале у производњи у иностранству, као и код куће. Као резултат тога, у САД није било много страних директних инвестиција. Од тада је дошло до пада технолошке и менаџерске супериорности САД-а. Стога, стране фирме могу да се такмиче са америчким фирмама на америчком тржишту. Стога, аутори тумаче растући прилив страних директних инвестиција у САД као доказ подржавајући њихову хипотезу. Теорија индустријске организације, у рестриктивном смислу, није потпуна теорија директних страних инвестиција. Иако постојање одређених предности специфичних за фирму објашњава зашто страна фирма може успешно конкурирати на домаћем тржишту, такве предности не објашњавају зашто таква конкуренција мора бити у облику директних страних улагања. Страна фирма може исто тако извозити на домаће тржиште или лиценцирати или продавати своје посебне вештине домаћим фирмама. Теорија интернализације и еклектички приступ, описани у наставку, нуде зашто компаније бирају стране директне инвестиције преко других алтернатива.

2.2.2. Теорија интернализације

Овај концепт објашњава постојање директних страних инвестиција као резултат тога што мултинационалне компаније замењују тржишне трансакције интерним трансакцијама. Ово се пак види као начин да се избегну несавршености на тржиштима за посредне инпуте (види Буцклеи и Цассон (1976)). Модерни бизниси обављају многе активности осим рутинске производње роба и услуга. Све ове активности, укључујући маркетинг, истраживање и развој и обуку радне снаге, међусобно су зависне и повезане кроз протоке полупроизвода, углавном у облику знања и стручности. Међутим, тржишне несавршености отежавају одређивање цена неких врста полупроизвода. На пример, често је тешко дизајнирати и применити уговорне аранжмане који спречавају некога ко је купио или изнајмио технологију (као што је компјутерски софтвер) да је пренесе на друге без знања оригиналног произвођача. Ово пружа подстицај за заобилажење тржишта и задржавање употребе технологије унутар компаније. Ово ствара подстицај за стварање интраформних тржишта.

Теорија интернализације страних директних инвестиција блиско је повезана са теоријом фирме. Први који су се бавили овим питањем били су Цоасе (1937) и Вилиамсон (1975)²⁵. Они тврде да су, у присуству одређених трансакционих трошкова, интерне процедуре фирме боље прилагођене од тржишта за организовање трансакција. Ови трансакциони трошкови настају када је стратешко или опортунистичко понашање присутно међу агентима на берзи, роба или услуге којима се тргује су двосмислено дефинисане, а уговорне обавезе се продужавају у времену. Када су та три услова присутна, трошкови извршења и праћења могу постати превисоки. Под тим околностима, фирма се опредељује за интернализацију тих трансакција. Главна карактеристика овог приступа је, дакле, третирање тржишта с једне стране, и фирми с друге, као алтернативних начина организовања производње.

²⁵Coase, R.H., (1937), "The Nature of the Firm," *Economica*, Vol. 4, pp. 386-405; Williamson, O.E., (1975), *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications: A Study of the Economics of Internal Organization*, New York, Free Press.

Интернационализација тржишта преко националних граница доводи до стварања мултинационалног предузећа, а тиме и до директних страних улагања. Процес се наставља све док трошкови не надмаше користи од даље интернализације. Као што је наведено у Агарвал-у (1980), користи укључују избегавање временских заостатака, преговарање и неизвесност купаца, минимизирање утицаја владине интервенције кроз трансферне цене и могућност коришћења дискриминаторних цена. Трошкови интернализације укључују административне трошкове и трошкове комуникације. Хипотеза интернализације прилично је општа теорија директних страних инвестиција. У ствари, Ругман (1980) тврди да већина, ако не и сви, концепти о страним директним инвестицијама су посебни случајеви ове опште теорије. Као резултат ове генерализације, овај приступ је оптужен да је готово таутолошки и да нема емпиријски садржај. Ругман (1986), међутим, тврди да се уз прецизну спецификацију додатних услова и ограничења, овај приступ може користити за генерисање снажних импликација.

Тешкоће у формулисању одговарајућих тестова за теорија интернализације, даље је разматрао Буцклеи (1988). Он се сложио да се општа теорија не може директно тестирати, али је тврдио да се она може изоштрити како би се добиле релевантне импликације које се могу тестирати. С обзиром на то да велики део аргумента почива на учесталости трошкова на страном и домаћем тржишту, спецификација и мерење тих трошкова је кључан за сваки тест. Емпиријски докази указују на то да су трансакциони трошкови посебно високи у вертикално интегрисаним процесним индустријама, индустријама које су интензивне у знању, производима који зависе од квалитета и индустријама интензивне комуникације. Буцклеи (1988) пружа доказе који показују да је модел директних страних инвестиција у различитим индустријама и националним тржиштима у великој мери у складу са предвиђањима теорије. Аутор, међутим, наглашава да тестови морају бити прецизнији и ригорознији за повећање нашег поверења у теорију.²⁶

²⁶Buckley, P.J., (1988), "The Limits of Explanation: Testing the Internalization Theory of the Multinational Enterprise," *Journal of International Business Studies*, Vol. 19, pp. 181-193.

2.2.3. Еклектичке теорије страних директних инвестиција

Дуннинг (1977, 1979, 1988)²⁷ је развио еклектички приступ интегрисањем три теорије о страним директним инвестицијама: теорије индустријске организације, теорије интернализације и теорије локације. Три услова који морају бити задовољена, ако се компанија ангажује у директним страним улагањима су: 1) компанија мора имати одређених предности од власништва у односу на друге компанија. Ове предности обично произлазе из поседовања нематеријалних средстава специфичних за компанију. 2) за компанију мора бити корисније да користи ове предности, а не да их прода или да их даје у закуп другим независним компанијама. Коначно, мора бити профитабилније користити ове предности у комбинацији са барем неким факторским инпутима који се налазе у иностранству, иначе би се страна тржишта снабдевала искључиво путем извозом. Стога, да би дошло до директних страних инвестиција, компанија мора да има предности власништва и интернационализације, а страна земља мора да има предности у односу на земљу домаћина.

Еклектички приступ претпоставља да се сва страна директна улагања могу објаснити упућивањем на горе наведене услове. Такође се претпоставља да горе поменуте предности неће бити равномерно распоређене међу земљама, индустријама и предузећима и вероватно ће се мењати током времена.

²⁷Dunning, J.H., "Trade, Location of Economic Activity and the MNE: A Search for an Eclectic Approach," in B. Ohlin, P.O. Hesselborn, and P.J. Wiskman (eds.), *The International Allocation of Economic Activity* (London, MacMillan, 1977); Dunning, J.H., (1979), "Explaining Changing Patterns of International Production: In Defense of the Eclectic Theory," *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 41, pp. 269-295; Dunning, J.H., (1980), "Toward an Eclectic Theory of International Production," *Journal of International Business Studies*, Vol. 11, pp. 9-31; Dunning, J.H., (1988), "The Eclectic Paradigm of International Production: A Restatement and Some Possible Extensions," *Journal of International Business Studies*, Vol. 19, pp. 1-31; Dunning, J.H., Rugman, A.M., (1985), "The Influence of Hymer's Dissertation on the Theory of Foreign Direct Investment," *American Economic Review*, Vol. 75, pp. 228-232.

Токови директних страних улагања у одређене земље у одређеном тренутку зависе и од предности власништва и интернационализације предузећа у земљи, као и од локацијских предности земље у том тренутку. На овим премисама Дуннинг (1979, 1980) је покушао да објасни узроке за разлике у индустријском обрасцу директних директних инвестиција у пет развијених земаља и да процени значај власништва и варијабле локације у објашњавању индустријског обрасца и географске дистрибуције продаје филијала америчких компанија у четрнаест грана индустрије у седам земаља.

2.3.Остале теорије страних директних инвестиција

Лепеза теорија и концепата, које третирају стране директне инвестиције као економске категорије није исцрпљена равојем теорија и хипотеза базираних на претпоставкама савршеног односно неефикасног тржишта, шта више она се шири комбиновањем различитих не само карактеристика тржишта већ и самих производа и предузећа. Вредна помена, јесте и теорија која се односи на животни циклус поризвода која полази од хипотезе да сваки производ пролази кроз одређене фазе животног циклуса, који увек започиње иновацијом, те да компаније могу да искористе предности своје иновације на страна тржишта. Наиме, нешто што је ново за земљу домаћина, по правилу није нужно ново и за остале земље. Тако да на тај начин, компаније које су развиле нови производ на домаћем тржишту, након експлоатације на домаћем тржишту, врше трансфер путем страних директних инвестиција на инострана тржишта.

Аутори попут Агарвала (1980) представили су низ студија које пружају подршку за ову хипотезу. Ове студије генерално се односе на стране директне инвестиције САД, иако оне такође покривају неке директне стране инвестиције у Немачкој и Великој Британији. Упркос овим резултатима, објашњавајућа моћ хипотезе циклуса производа значајно је опала као резултат промена у међународном окружењу крајем седамдесетих и почетком осамдесетих година прошлог века. Вернон (1979) је био међу првим ауторима који је изнео сумњу у ову хипотезу.

Такође вредна помена јесте и теорија која проистиче из хипотезе о несавршености тржишта и теорија о олигополској реакцији. Кницкербоцкер (1973) истиче да ће у олигополистичком окружењу, директне стране инвестиције једне компаније, изазвати слична улагања других водећих компанија у индустрији како би очувале своје тржишна учешћа. Користећи податке великог броја америчких мултинационалних компанија, он је израчунао индекс концентрације за сваку грану. Открио је да ту постоји тзв. олигополска реакција конкурената оснивањем филијала у земљама домаћина капитала. Сличне налазе изнео је и Хуфбауеру (1975). Открио је да је индекс улазне концентрације позитивно повезан са индексом концентрације индустрије, што указује на то да је повећана индустријска концентрација узроковала појачану реакцију конкурената како би се смањила могућност да један ривал добије значајну тржишну предност у односу на друге. Индекс улазне концентрације је такође позитивно повезан са величином тржишта, што значи да је реакција јача што је тржиште веће. Индекс улазне концентрације је негативно повезан са разноврсношћу производа мултинационалних компанија и њиховим трошковима за истраживање и развој. То сугерише да је реакција компанија је била мање интензивна ако су имале различите могућности за улагање, или ако су њихове релативне позиције зависиле од технолошких разматрања²⁸. Фловерс (1976) је такође тестирао ову хипотезу са подацима о директним страним улагањима канадских и европских компанија у САД. Пронашао је значајну позитивну корелацију између концентрације директних страних инвестиција у Сједињеним Државама и индустријске концентрације у земљама извора.²⁹

Импликација ове теорије јесте да је процес директних страних инвестиција мултинационалних компанија ограничен јер ће јачање конкуренције на домаћем тржишту повећати конкуренцију и тако смањити интензитет олигополске реакције. Међутим, док су директне стране инвестиције повећале конкуренцију у многим индустријама, ово није резултирало

²⁸Hufbauer, G.C., (1975), "The Multinational Corporation and Direct Investment," in P.B. Kenen (ed.), *International Trade and Finance* (Cambridge, Cambridge University Press).

²⁹Flowers, E.B., (1976), "Oligopolistic Reactions in European and Canadian Investment in the United States," *Journal of International Business Studies*, Vol. 7, pp. 43-55.

одговарајућим смањењем директних страних инвестиција. Ова хипотеза, такође, критикована је због тога што није препознала да су директне стране инвестиције само један од неколико начина сервисирања иностраних тржишта. Осим тога, не постоји објашњење за почетну инвестицију која покреће процес страних инвестиција. Да би испитали факторе који мотивишу почетно улагање мултинационалних компанија, још скраја осамдесетих година и то су проучавали једно олигополистичко тржиште и једну грану индустрије у којој влада слободна конкуренција. Њихови резултати указују на то да су у олигополу, стране директне инвестиције мотивисане понашањем ривала, као и факторима везаним за земљу домаћина и саму компанију. Насупрот томе, у гранама индустрије где влада слободна конкуренција, предузећа генерално не реагују на директна страна улагања својих конкурената. Као резултат тога, аутори су тврдили да фирме у олигополистичким индустријама, поред разматрања активности својих конкурената, доносе одлуке о директним страним улагањима на основу истих економских фактора као и фирме у конкурентним индустријама.

Занимљива је и теорија по којој се раст и развој филија у земљи домаћина капитала финансира искључиво од реинвестирања профита оствареног на локалном тржишту. Овака теорија развијена је анализирајући америчке компаније које су ангажовале само скромне износе средстава за своје почетне директне стране инвестиције, а накнадна проширења њихових активности извршена су реинвестирањем локалних профита. Откривена је позитивна веза између интерних новчаних токова и инвестиционих издатака за филијале. Оваква пракса објашњава се да су трошкови интерних фондова нижи него за ангажовање екстерних средстава. О валидности ове теорије о страним директним инвестицијама нема јасних доказа ни за ни против. Поједине студије сведоче да су најзначајнији извори средстава за ширење филијала били нераспоређена добит и амортизација. Са друге стране, постоје студије које нису успеле да пронађу доказе да је експанзија филијала могућа само од задржане добити, већ да је увек финансирана од стране матичне компанија.

Постоји теорија по којој су стране директне инвестиције условљене разликама у снагама различитих валута. О овоме је још седамдесетих година

прошлог века писао Алибер (1970, 1971). Што је валута одређене земље јача, то је вероватније да ће се компанија из те земље укључити у страна улагања. Обратно важи у случају да је валута једне земље слаба. Аргумент се заснива на односима на тржишту капитала, ризицима девизног курса и преференцији тржишта за држање имовине у одабране валуте. Кључна претпоставка ове теорије је постојање одређене пристрасности на тржишту капитала. Претпоставља се да ова пристрасност настаје јер се ток прихода који се налази у земљи са слабом валутом повезује са ризиком девизног курса. Инвеститори су, међутим, мање забринути за овај девизни ризик када је ток прихода у власништву фирме из земље јаке валуте, него када је у власништву фирме из земље са слабом валутом. Према Алиберу (1971), то би могло одражавати став да би компанија која долази из земље са јаком валутом могла бити ефикаснија у хеџингу девизног ризика или би могла да обезбеди инвеститорима диверсификовани портфолио по нижој цени него што инвеститор сам може постићи. Алтернативно, инвеститори могу узети у обзир девизни ризик за јаку валутну фирму само ако је значајан део његове зараде из страних извора. Из било којег од ових разлога, тржиште прихода се капитализира по вишој стопи (има вишу цену), када је у власништву јаке валутне фирме него када је у власништву слабе валутне фирме. Као резултат тога, компанија из земаља са јаким валутама имају предност на тржишту капитала у стицању овог прихода. Због тога су јаке валутне земље углавном извор директних страних инвестиција, а слабе валутне земље постају земље домаћини.

Већина емпиријских студија је тестирала ову теорију фокусирајући се на то да ли је прецењеност валуте повезана са одливима страних директних инвестиција. Истраживања везана за проучавање ове хипотезе спроведене у САД, Великој Британији, Немачкој и Француској сведоче у њену корист. Међутим, упркос бројним емпиријским доказима у корист ове теорије о страним директним инвестицијама, основни њен недостатак јесте немогућност да објасни стране директне инвестиције између земаља у истој валутној области (исте снаге валуте). Такође, није у стању да објасни концентрацију инвестиција у одређеној грани индустрије, премиса да предност од хеџинг или диверсификација имају само компанија са јаком валутом.

Комбинујући хипотезу о несавршености тржишта капитала и валутног подручја, Фроот и Стеин (1989) развили су нову теорију, тврдећи да мала реална вредност домаће валуте може бити повезана са приливом страних директних инвестиција због информационих несавршености на тржишту капитала, што доводи до тога да екстерно финансирање предузећа буде скупље од њиховог унутрашњег финансирања. Пошто доступност унутрашњих фондова зависи од нивоа нето вредности, реална депрецијација домаће валуте која снижава богатство домаћих резидената и повећава број страних резидената може довести до страних аквизиција домаће активе. Њихове анализе откриле су постојање негативне везе између вредности долара и страних директних инвестиција. Штавише, други типови прилива капитала нису показали сличну негативну корелацију, тако да је овај однос посебна карактеристика страних директних инвестиција, као што се очекује од теорије. Ови докази су се односили само на америчко тржиште, док у случају осталих земаља нису потврђени. Истраживања Кавере указују да веза између девизних курсева и страних директних инвестиција се одвија кроз два канала. Варирање девизног курса утиче на атрактивности страних директних инвестиција јер утичу на стварне трошкове и приходе компаније. Нето ефекти зависе од карактеристика везаних за пословање компаније, као што су активности везане за увоз или извоз, однос обима извоза и увоза, као и величине новчаних токова везаних за ове активности компаније. Други утицај јесу краткорачне варијације девизних курсева, односно од депресијације и апресијације домаће валуте³⁰. Ова теорија тестирана је у земљама Европске Уније применом панел података. Међутим, није успела да објасни зашто би промене у девизним курсевима довеле до директних прилива инвестиција уместо прилива портфолија.

³⁰ Или због аргумената које користи теорија валутног подручја, или због других теорија са сличним импликацијама, постоје неки докази да пад реалне вриједности домаће валуте подстиче приливе и обесхрабрује одлив страних директних инвестиција. Међутим, ни теорија, ни докази о овом односу нису у потпуности задовољавајући.

2.4. Хипотеза Којима

Којима (1973, 1975, 1985) се бавио објашњавањем разлика у моделима директних страних улагања у САД и Јапану у земљама у развоју и последицама тих разлика за ширење међународне трговине и глобалног благостања. Стране директне инвестиције су сматране као средство за пренос капитала, технологије и менаџерских вештина из земље извора у земљу домаћина. Међутим, тврдило се да постоје две врсте директних страних инвестиција:

- 1) Директне стране инвестиције оријентисане на трговину и
- 2) Директне стране инвестиције оријентисане ка трговини.

Стране директне инвестиције су трговински оријентисане ако генеришу вишак потражње за увозом и вишак понуде извоза у првобитним условима трговине. Супротно важи, ако су директне стране инвестиције оријентисане ка трговини.

Којима је такође предложио да се директне стране инвестиције усмерене на трговину побољшају у земљама изворима и земљама домаћинима, док су директне стране инвестиције усмерене на трговину смањиле благостање. Пошто су директне стране инвестиције усмерене на трговину подразумевале инвестиције у индустрије у којима земља извора има компаративни недостатак, убрзала би трговину између две земље и промовисала повољно индустријско реструктурирање у обе земље. Насупрот томе, стране директне инвестиције усмерене на трговину би подразумевале улагања у индустрије у којима земља извора има компаративну предност. Дакле, међународна трговина би се смањила, а индустрија би се реструктурирала у смеру супротном од оног који се препоручује разматрањем компаративних предности. То би смањило благостање у обе земље, створило проблеме платног биланса, извоз радних места и потицаје за трговински протекционизам у земљи извора. Такође, тврди да су јапанске директне стране инвестиције оријентисане ка трговини, док су

стране директне инвестиције у САД биле анти-трговинске. Овај став засновано је на чињеници да су јапанска улагања била оријентисана на развој ресурса у којима Јапан нема компаративних предности и према оним гранама у којима је изгубио компаративну предност. Такође, наводи да су јапанске инвестиције извозно оријентисане, а биле су у мање софистициране, радно интензивне гране са великим учешћем локалног станивништва. За разлику од ових улагања, америчка улагања су подразумевала пребацивање оних грана и бизниса у којима су оне имале компаративне предности. Објашњење за овакво поступање нашло се у дуалистичкој структури америчке економије. тј. у коегзистенцији традиционалних стагнирајућих грана индустрија које компаративне предности црпе из вођства у трошковима и инвативних и олигоплистичких нових грана индустрија. Само су ове друге утициле на стране директне инвестиције. Како су ово индустрије у којима САД имају компаративне предности, то су стране директне инвестиције према Којиму оријентисане ка трговини.

Имајући у виду претходно измену компаративну анализу јапанских и америчких улагања Којима је закључио да су директне стране ивнестиције у САД биле штетне по национално благостање, икао су оправдане и економски рационалне с аспекта саме компаније. Ово утиче да дефинише политике које ограничавају у којим гранама индустрије су могуће стране директне инвестиције, као и форме улагања каја су дозвољена. Примера ради, могућа су само заједничка улагања са локалним капиталом уместо директних станих улагња и сл. Овај предложени образац понашања, Којима сматра конзистентним са компаративним предностима и истиче да ће да резултира повећањем међународног благостања.

Којимова теорије оцењена је са два аспекта. Са емпријског аспекта, поставља се питање да ли постоје разлике у обрасцима понашања између америчких и јапанских предузећа, онако како је то теорија предвидела. Резултати Којимових истраживања сведоче у корист улагања у азијске земље у развоју, док Лееова (1983) и Цхоуова (1988) истраживања имају другачије закључке. Масон (1980) је октрио да различити обрасци у понашању између америчких и јапанских предузећа последица су разлика у фазама животног циклуса предузећа.

Други ниво на којем је Којимова теорија тестирана јесте теоријски ниво. На овом нивоу намеће се сумња у могућност употребе неокласичне парадигме као основе за изградњу Којимове теорије о страним директним инвестицијама. Теорија не може да објасни користи од страних директних инвестиција која су мотивисана оптимизацијом међународне производње (Дуннинг,1988). Разлог томе се управо налази у теоријској основи на којој је теорија изграђена, јер неокласична парадигма савршене конкуренције не познаје могућност тржишног неуспеха. Недостатак теорије јесте и непостојење микрооснове.³¹

Иако је хипотеза Којима конзистентна са неким карактеристикама америчког и јапанског понашања страних директних инвестиција, импликације за добробит и препоруке из политике које произлазе из овог приступа нису широко прихваћене (деталније видети у Лизондо, 1990).

3. Класификација страних директних инвестиција

Постоји широки консензус у теорији да се само најпродуктивније фирме укључују у стране директне инвестиције. (Хелпман, Мелитз, Иеапле, 2004, Мелитз, 2003). У основи, теорија директних страних инвестиција разликује две врсте обезбеђења капитала у иностранству: вертикална страна директна улагања (ВФДИ) и хоризонтална страна директна улагања (ХФДИ) (Маркусен, 2002), као што се може видети са слике 1. У оквиру међународног кретања капитала поред индиректних улагања, каква су портфолио улагања, разликују се директна и остала улагања у које спадају концесије³² и улагања средства кроз

³¹Lee, C.H.,(1984), "On Japanese Macroeconomic Theories of Direct Foreign Investment,"*Economic Development and Cultural Change*, Vol. 32, pp. 713-723.

³² Концесија врста улагања на основу уговора између концедента и концесионара, у циљу остваривања бољих или нових резултата у послу који је предмет уговора о концесији. У суштини то је дозвола којом органи власти дају домаћим или иностраним правним и физичким лицима дозволу да обављају одређену делатност по унаред прописаним условима. Посебан облик концесије јесте Б . О . Т . инвестиције (built-operate-transfer), које подразумевају да инвеститор изгради, опреми и уступу одређену активу.

приватизацију³³. Вертикално интегрисане фирме теже међународној фрагментацији производног процеса због уштеде фактора (Хелпман, 1984). Према томе, вертикална страна директна улагања су повезана са креирањем ланца додане вредности (Кругман, 1995), где се сваки корак производње обавља на месту где је фактор потребан за производњу релативно јефтин (Хелпман, Кругман, 1985). Вертикалне³⁴ стране директне инвестиције се по правилу односе на оне мултинационалне компаније које географски фрагментирају производни процес. Отуда и назив "вертикално" јер мултинационалне компаније вертикално одваја производни ланац тако што оутсорсују неке производне фазе у иностранству. Основна идеја овог типа страних директних инвестиција је да се производни процес састоји од више фаза са различитим захтевима за улаз. Ако се улазне цене разликују од земље до земље, постаје профитабилно да фирма подели производни ланац.³⁵ Дакле суштина код ове врсте улагања јесте фрагментација производње како би се искористиле разлике у релативним трошковима фактора производње у различитим земљама. Све док су трошкови од фрагментирања производње ниже од уштеда, постоји интерес да мултинационалне компаније врше оваква улагања. Јенда од идеја јесте да се ово може остварити ако компанија подели производњу, тако што ће радно интензивне активности и фазе у производњи преселити у радно интензивне земље (монтажу), док ће у капитално интензивној држави задржати активности

³³ Улагања кроз приватизацију представљају посебан вид улагања према којем страни инвеститори могу да дођу у посед одређеног правног лица у којем стичу право власништва и управљања.

³⁴ Вертикалне стране директне инвестиције могу се посматрати као модалитет оутсорцинга, у којем се вертикална сепарација производње одвија без мултинационалних компанија. Другим речима, оне се могу посматрати као подскуп ове фрагментације, јер се делови производног ланца такође воде у иностранству, али од стране других фирми. Аутори попут Антр`ас и Хелпман (2003) и Гроссман и Хелпман (2002) истраживали су везу између ова два типа улагања и испитивали детерминанте који утичу на одлуку иземију страних директних инвестиција и оутсорсинга.

³⁵ Ови модели су засновани на проширеној Хејксцхер-Охлиновој трговинској теорији са два фактора производње и два сектора, један савршено конкурентан сталним приносом на обим и другим производима диференцираних производа под повећаним приносом на обим.

развоја, истраживања, дизајнирања производа и сл. Према овој идеји мултинационалне компаније су мотивисане за овај вид улагања само ако постоји велики јаз између земаља у погледу богатства фактора производње (о овоме детаљније видети код Хелпмана, 1984).³⁶

За разлику од хоризонталних страних директних инвестиција, импликације вертикалних страних директних инвестиција нису биле предмет значајних истраживања. Аутори попут Маркусен ет ал., (1996) и Маркусен и Венаблес (2000), Схатз и Венаблес, 2000, Зханг и Маркусен (1999) су се бавили овим темама. Закључци њихових радова и студија слажу се да ова врста страних директних улагања доприносе развоју међународне трговине, будући да се производи у различитим фазама испоручују између различитих филијала која су у различитим земљама.

Услови потребни за појаву вертикалних страних директних инвестиција јесу разлике у карактеристикама земаља, а пре свега трошкови трговине, извоза и царинске баријере морају бити ниски да би фрагментирање производње било исплативо.

Вертикална страна директна улагања се састоје од две групе: улагања оријентисана унапред и улагања оријентисана уназад. У случају улагања оријентисана унапред, мултинационалне компаније оснивају сопственог добављача улазне робе, који испоручује инпут за матичну компанију. Спровођењем директних страних инвестиција, компанија оснива филијалу у иностранству, која добија инпут од матичне компаније за сопствену производњу, и тако остаје иза матичне компаније у ланцу производње.

Насупрот овом типу улагања, хоризонтална страна директна улагања се односе на жељу компаније да добије приступ новом тржишту и обично се јављају када је компанији профитабилније да снабдева страно тржиште производњом из локалне фабрике, него извозом из матичне земље компаније (Маркусен, 1984).). Као последица тога, хоризонтално интегрисане фирме се више постројења производе исту робу у различитим земљама за локалну продају. Другим речима, хоризонталне директне стране инвестиције се односе

³⁶Helpman, Elhanan, (1984), "A Simple Theory of Trade with Multinational Corporations", Journal of Political Economy, Vol. 92, pp.451-471.

на инострану производњу производа и услуга приближно сличних онима које компанија производи на домаћем тржишту. Ова врста директних страних инвестиција се називају „хоризонтална“, јер мултинационалне компаније дуплирају исте активности у различитим земљама. Хоризонтална директна страна улагања настају зато што је сувише скупо да се путем извоза опслужују страна тржишта, због трошкова транспорта или трговинских баријера. Дакле, основни мотив за ову врсту инвестиција јесте да се елиминишу транспортни трошкови или да се наступи на тржишту које може само локално да се сервисира. Међутим, код овог вида улагања треба имати у виду да расту трошкови оснивања филијале у иностраној земљи. Поред тога, постоје и фиксни и варијабилни трошкови, који зависе од цене фактора производње и технологије. Са друге стране постоје уштеде услед преласка са извоза на производњу на локалном страном тржишту. Бенефити се огледају и у лакшем и бржем опслуживању локалног тржишта и одговору на променљиве перференције локалних купаца. Отуда, приликом сагледавања ефеката од ове врсте страних директних улагања треба сагледати и уштеде и бенефите, али и растуће трошкове и улазне баријере уласка на ново страном тржиште.

Модели хоризонталних директних страних улагања предвиђају да, с обзиром на постојање трговинских трошкова и економије обима на нивоу постројења и предузећа, инвестициони токови могу настати између сличних земаља.³⁷ Наиме, уколико се две земље разликују по величини и по снабдевености факторима производње, појава мултинационалне компаније је мало вероватна из мање земље јер ће имати неповољнији положај у односу на националну фирму са седиштем и производним погоном у већој земљи, јер ће се национална компанија у већој земљи суочити само са трговинским трошковима за мали износ извоза у мању земљу. У случају када се земље разликују по снабдевености факторима производње хоризонталних страних директних улагања неће бити јер би то подразумевало производњу и у скупљој земљи где су фактори производње оскудни. У том случају национална компанија има предност јер има комплетну производњу у земљи богатој факторима

³⁷ Protsenko, A., (2003), Vertical and Horizontal Foreign Direct Investments in Transition Countries, PhD thesis, Ludwig-Maximilians-Universität at Munchen.

производње, те су јој и трошкови производње нижи. У овом случају транспортни трошкови су од пресудне важности јер у зависности од њих зависи и то да ли ће страна тржиште бити опслужено кроз извоз производа или не. У овом случају користе се предности економије обима комплетне производње у једној фабрици. Претходно речено указује да се теоријски модели хоризонталних директних страних улагања заснивају на компромису између додатних фиксних трошкова од успоставе новог постројења и уштеде варијабилних трошкова од избегавања тарифа и транспорта. Дакле, овај облик страних улагања се јавља као алтернатива извозу и ефикасан је само ако су трговински трошкови већи од фиксних трошкова од оснивања нове фабрике.³⁸ Ово је у литератури познато као ефекат "приступ близине-концентрације".³⁹ Компромис који се остварује између економије обима и редуковања транспортних трошкова услед близине тржишта предствља глави мотив за ову врсту улагања. Наравно ефекти економије обима јављају се услед смањења (расподеле) фиксних трошкова изградње новог постројења. Услови неопходни за појаву ове врсте страних директних инвестиција су: постојање земаља сличних по величини и факторима, присуство транспортних трошкова и економије обима на нивоу предузећа.

На основу анализе ове врсте страних директних инвестиција може се извести следећи закључак:⁴⁰ 1) хоризонтална страна директна улагања смањују трговинске токове, јер се тржиште опслужује кроз локалну производњу уместо извоза; 2) хоризонталне страна директна улагања се дешавају ако су трошкови увоза високи у односу на трошкове инвестирања; 3) вероватноћа да ће се хоризонтална директна страна улагања појавити на великим страним тржиштима је већа јер она омогућавају да се фиксни трошкови везани за ново постројење распореде преко великог обима производње – ефекта економије обима.

³⁸Brainard, Lael S., (1993b), "A Simple Theory of Multinational Corporations and Trade with a Trade-off between Proximity and Concentration", NBER Working Paper No. 4269.

³⁹Brainard, Lael S., (1993a), "An empirical Assessment of the Factor Proportions Explanation of Multinational Sales", NBER Working Paper No. 4583.

⁴⁰Protsenko, A., (2003), стр. 19.

Претходно извршена подела страних директних инвестиција извршена је на основу: 1) мотивације улагања; 2) на основу активности мултинационалних компанија и 3) на основу географске сепарације производног процеса по фазама, што је врло слично фрагментацији (Браинард, 1993б, 1997, и Ланкес и Венаблес, 1997 и Маркусен, 1995)). Међутим, јасно раздвајање између хоризонталних и вертикалних страних директних инвестиција није могуће, јер у случају хоризонталног повезивања страних директних инвеститора, неке матичне компаније добијају услуге главног седишта, чак и када фирма дуплира исту производну активност у неколико земаља. Дакле, свака хоризонтални мултинационална компанија има неке вертикалне особине.

Из дефиниције и појмовног одређивања страних директних инвестиција датих у уводном делу овог дела рада јасно се уочава подела и класификација страних директних инвестиција у две широке категорије: 1) улагања у оснивање нових предузећа и/или 2) куповина валсничких удела у већ постојећим предузећима. У зависности од начина и форме на коју се ово изводи у домаћој литератури преовладава следећа подела страних директних инвестиција:

- 1) Greenfield инвестиција – представља изградњу потпуно новог погона, филијале у земљи домаћина капитала;
- 2) Заједничка улагања (joint venture) – представља облик заједничког улагања између два или више партнера ради оснивања новог предузећа или реализације заједничког пројекта који заједно контролишу и управљају. Заједничка улагања представљају чест облик страних директних улагања, у којим домаћа фирма заједно са иностраном компанијом, по правилу транснационалном компанијом, оснива ново правно лице. На тај начин домаће компаније брзо долазе до трансфера знања и технологије, а иностране компаније брзо улазе на ново за њих до тада непознато тржиште. Ову врсту улагања треба разликовати од партнерства јер су по правилу временски ограничене, за разлику од партнерства која се уговарају на неодређено време;
- 3) Спајања и преузимања (mergers and acquisition) – Аквизицијом се сматра свака трансакција у којој купац стиче сву или део имовине и посла продаваца, или све или део акција или других хартија од вредности,

где је трансакција закључена уз сагласност воља купца и продавца.⁴¹ Другим речима, аквизиције су пословне трансакције у којима јача компанија власнички преузима (купује) слабију компанију. Власници акција слабије компаније бивају исплаћени од акционара јаче, чиме она престаје да постоји као правни ентитет. Власничка и менаџерска структура компаније која врши преузимање успоставља управљачку контролу над преузетом фирмом која наставља са радом у некој од могућих организационих форми (као афилијација или дивизија) у оквиру матичне компаније. Фузија (мерџер) представља спајање власничких права акционара у две компаније. Ово сједињавање власничких права односи се на акцијски капитал (нето активу) као и на операције обе компаније које постају једна. По правилу, ради се о компанијама које су пре спајања имале сличне нивое акцијског капитала, сличне вредности годишње продукције и нивое запослености. Пошто се и код фузија, по правилу зна која је доминантна у процесу спајања, то се фузије могу посматрати као специфичан облик аквизиције.⁴²

4. Значај и тенденције страних директних инвестиција у контексту глобализације тржишта и интернационализације пословања

У процесу глобализације, директна страна улагања су раширена појава која је уско повезана са процесом економске интеграције (Hecht, et al. 2016). Последњих тридесетак година дошло је до огромног повећања обима и значаја прекограничних инвестиционих токова, уз напомену да је са избијањем светске економске кризе 2008. године дошло на смањење стопе раста страних директних инвестиција. Тачније, кретања директних страних инвестиција последњих десетак година било је веома променљиво, у смислу њихове динамике, као последице два таласа светске финансијске кризе, који су значајно

⁴¹ Krasulja, D., Ivanišević, M., (2003) Poslovne finansije, Ekonomski fakultet, Beograd, стр. 522.

⁴² У литератури се често термин мерџер користи у ширем смислу, тако да обухвата и аквизиције, док се за случај праве фузије користи термин *mergers of equals - фузија једнаких*.

утицали на инвестиционе активности на међународном тржишту капитала. Овакви трендови и дешавања снажно су погодили земље у развоју и транзицији, утицавши на успоравање њиховог економског развоја и друштвеног благостања, будући да се значај страних директних инвестиција управо огледа у остваривању ова два глобална циља сваке економије.

Међутим, када се говори о кретању и тенденцијама у токовима страних директних инвестиција треба разликовати период пре и после 2000.године, односно после 2008.године, као и регионе, тј. кретање токова између развијених земаља са једне и неразвијених односно земаља у развоју, са друге стране.

Током деведесетих година прошлог века токови страних директних инвестиција расли су много брже од трговине или прихода земаља домаћина. Наиме, током деведесетих година прошлог века номинални бруто домаћи производ широм света повећао се годишњом стопом од 1,2%, а светски извоз за 4,2%, док су светски номинални токови страни директних инвестиција порасли за 40,1% (UNCTAD (2002)). Међутим, око 70 процената ових токова одвијало се између развијених индустријских земаља. У овом периоду токови страних директних инвестиција у земље Централне и Источне Европе порасли су са 0.1 на 3.7 процената укупних токова страних директних инвестиција у свету. У апсолутном смислу ово је повећање са 476 милиона америчких долара у 1990. на 28.7 милијарди у 2001. Чак и у 2001. години приливи страних директних инвестиција у земље Централне Европе и даље расту упркос паду од 50% у приливу страних директних инвестиција широм света. За обе врсте страних директних инвестиција земље Централне и Источне Европе представљају веома интересантне инвестиционе алтернативе за стране директне инвестиције из развијених земаља, пре свега Западне Европе. Постојање значајних разлика у трошковима радне снаге између развијених и неразвијених земаља Европе, с једне стране, али и раст куповне моћи локалног становништва, нарочито након деведесетих година прошлог века, са друге стране утицали су да мултинационалне компаније улажу у ове земље у циљу смањења трошкова рада и спровођење стратегије развоја тржишта. У овом контексту нарочито су интересантне земље дуж гвоздене завесе. Наиме, заједничка граница омогућава

улагачким фирмама да уђу на страно тржиште и оснивање филијала недалеко од њиховог седишта.

Међутим, оно што треба истаћи јесте да постоје велике разлике међу овим земљама у погледу прилива и токова страних директних инвестиција. Наиме, земље Централне Европе привукле су највећи део инвестиционих токова, док источноевропске земље, нарочито се ово односи групу земаља које спадају у Заједницу независних држава, су оствариле незнатан прилив страних директних инвестиција. Чешка, Мађарска и Естонија добиле су двоструко више страних директних инвестиција по глави становника у односу на друге земље приступнице у ЕУ, и три до четири пута више од осталих земаља Централне и Источне Европе. Ове три земље су примиле око 50 процената свих прилива страних директних инвестиција од 1990. године. Као последица великих прилива страних директних инвестиција, страни инвеститори играју значајну улогу у овим земљама. Предузећа у страном власништву чине преко 25% запослености и више од 50% укупне активе (видети Роналд (2000)). На страни инвеститора, Немачка је највећи инвеститор са 19% у односу на укупне токове страних директних инвестиција у Централној и Источној Европу у 2001. У Чешкој и Мађарској, удео немачких страних директних инвестиција достигао је 30 процената од укупних страних директних инвестиција до 1999. године.

За разлику од земаља Централне и Источне Европе страни инвеститори су значајно касније стигли у земље Југоисточне Европе. Прилив директних страних инвестиција у овом периоду био је веома низак. Тачније, овај регион привукао је веома мало страних директних инвестиција током деведесетих година, пре свега због политичког ризика, грађанских ратова и економске нестабилности. До 1996. године, удели страних директних инвестиција у Албанији, Бугарској, Хрватској, Македонији, Румунији и СР Југославији износили су само 3,4 милијарде америчких долара или 5,7% укупних прилива страних директних инвестиција у свих 27 земаља у транзицији. Ово је доста мање од њиховог учешћа (7,7%) у укупном становништву ових земаља. Ситуација се поправила након потписивања Дејтонског мировног споразума 1995. године, иако су многе земље југоисточне Европе и даље заостајале за централноевропским земљама као примаоцима страних директних инвестиција.

Током читавог периода од 1989. до 2000. године, учешће страних директних инвестиција у седам земаља југоисточне Европе износило је око 15,3 милијарди америчких долара или 9,4% укупног прилива страних директних инвестиција у свих 27 земаља у транзицији.⁴³ Обим страних директних инвестиција по земљама био је веома неуједначен. Највећи прив до 2000. године остварила је Румунија. Она је остварила скоро исто колико и све остале земље из овог региона заједно. Један од разлога за ово јесте и величина румунске економије са 21.4 милиона становника.

Током 2000. година ситуација сезначајно мења. Тако су Румунија, Бугарска и Хрватска 2000. године привукле више од 80 процената укупног обима страних директних инвестиција у овом делу Европе. Завршетак рата у Босни и Херцеговини утицао је и да она привуче неке стране директне инвестиције, које су до 2000. године износиле нешто више од милијарду америчких долара. Сличан износ отишао је у Србију, углавном захваљујући значајном споразуму о страним инвестицијама у 1997. години, када је 51 проценат Телекома Србија продато грчким и италијанским партнерима (Увалић, 2010).⁴⁴

Током 2000-тих година ситуација се значајно мења и расте прилив од страних директних инвестиција у региону, пре свега као последице унапређења политичке и економске стабилности у региону. Иако се ситуација значајно побољшала, примера ради до 2010. године земље из овог региона примиле су само трећину инвестиција које су отишле у Балтичке земље и европске земље Централне и Истичне Европе (детаљније видети у Увалић, 2003, 2010, 2012). Тек након 2003. године ове земље почињу да привлаче стране директне инвестиције у нешто значајнијем обиму. Тако се удео у укупним страним директним инвестицијама са око 9,5% у 2000. години повећао на око 15% у 2010. години од

⁴³Estrin, S., Uvalic, M., (2013), Foreign direct investment into transition economies: Are the Balkans different? Working paper, No. 23/2013.

⁴⁴Uvalic, M., (2010), Serbia's Transition. Towards a Better Future, Basingstoke, Palgrave Macmillan, Serbian edition (2012), Tranzicija u Srbiji. Ka boljoj budućnosti, Beograd, Zavodza udžbenike.

укупног обима страних директних инвестиција у земље у транзицији. Што се тиче структуре према земљама она је и даље остала непромењена. Румунија доминира са око 78 процената укупних страних директних инвестиција у региону. У Србији у овом периоду улагања су реализована у оквиру властитих улагања ино компанија (Штајнер, Иванчевић, Катић, Пенезић, 2015). Најчешће су улагања била финансијски сектор где су домаће банке приватизоване, док су *greenfield* инвестиције биле ретке (Пауновић, Димић, 2014).

Глобална економска кретања, као последица динамичких промена у међународном окружењу, након 2008.године, су свакако резултирала променама у токовима страних директних инвестиција како у погледу њиховог обима, тако и структуре и географске расподеле (Филиповић, Петровић, 2015). Основна карактеристика кретања страних директних инвестиција у овом периоду јесте да се одликују веома великим осилацијама у обиму, што се може графички приказати (слика 1.).

Слика 1. Кретање обима страних директних инвестиција



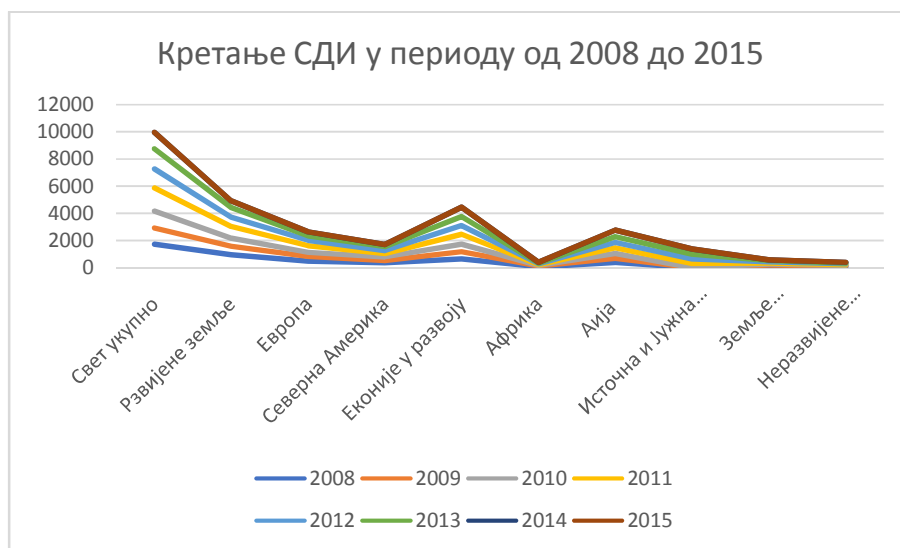
Извор: (Аџић, Ј. С., Тошковић, Ј. Д., (2015), Анализа тренда кретања прилива страних директних инвестиција у транзиционим економијама Западног Балкана, Пословна економија, бр. II, стр. 239.)

Дакле, у периоду након избијања светске економске кризе 2008. године, па на овамо глобални токови инвестиција били су веома променљиви, услед економских нестабилности и велике волатилности финансијских тржишта. Развијене економије су биле главни носилац раста нивоа инвестиција на глобалном нивоу, али са друге стране, развијене економије су имале и највећи пад. Таква ситуација нарочито је погодила земље у развоју и транзиционе економије, условивши успоравање њиховог развоја, модернизације и окончања процеса транзиције (Ацић, Тошковић, Марковић, 2015).

Ако се посматра кретање обима директних страних инвестиција након избијања економске кризе може се уочити тренд да доминацију преузимају земље у развоју, о чему сведочи податак да од 10 највећих прималаца страних директних инвестиција, пет су земље у развоју. Рекордан ниво ове земље су забележиле током 2014. године, када су достигле удео од око 30% у укупном обиму страних директних инвестиција. За разлику од ових земаља обим страних директних инвестиција у Америци и развијеним земљама Западне Европе значајно је опао. У овим земљама пад износи скоро од око 30%. Највећи пад код развијених земаља забележен је у САД, чак (-60%). У Канади стопа денестирања износи негативних 24%. Са скоро пола билиона долара прилива у 2014. години и постигнутих 9% раста, Азија остварује историјски висок ниво, што додатно консолидује њену позицију као највећег примаоца страних директних инвестиција у свету (Ацић, Тошковић, 2015). Од појединачних земаља рекордан прилив ових улагања оствариле су Индија (22%) и Пакистан (31%), док највећи пад забележен је у региону Јужне Азије, што се објашњава чињеницом да су смањена улагања у Арапске Емирате и Саудијску Арабију. Што се тиче земаља у процесу транзиције, које су могле да се похвале значајним приливима страних директних инвестиција у периоду од 2010. до 2013. године, током 2014. године и 2015. године су забележиле огроман пад нивоа прилива страних директних инвестиција.

Кретање нивоа страних директних инвестиција за период од 2008. године до 2015. приказан је слици 2.

Слика 2. Кретање страних директних инвестиција у периоду од 2008 од 2015. године



Извор: (United Nations Conference On Trade And Development, World Investment Report 2018, Geneva.)

Токови страних директних инвестиција у развијене економије су пали за трећину на 712 милијарди долара у 2017. години. Пад се може делимично објаснити падом релативно високих прилива у претходној години. Приливи у развијене економије у периоду 2015–2016. премашили су 1 трилион долара, углавном због наглог пораста прекограничних мерџера и аквизиција и корпоративних реконфигурација (тј. промене у законским или власничким правима) структуре мултинационалних предузећа, укључујући пореске инверзије. Значајно смањење вредности таквих трансакција довело је до смањења токова у Сједињеним Државама за 40 процената (са 466 милијарди долара у 2015. и 457 милијарди долара у 2016. на 275 милијарди долара у 2017.). Слично томе, изостанак великих мегадејала које су узроковале неубичајен врхунац прилива страних директних инвестиција у Великој Британији 2016. године, изазвао је оштар пад директних страних улагања у земљи, на само 15 милијарди долара. У развијеним економијама, док су токови капиталних

улагања и интракомпонентни кредити забележили пад, реинвестирана зарада порасла је за 26 процената, што представља половину прилива страних директних инвестиција. Реинвестиране зараде подржавале су америчке мултинационалне компаније, у очекивању пореске олакшице за репатријацију средстава. Токови страних директних инвестиција су се повећали у другим развијеним економијама за 7 процената.

Приливи страних директних инвестиција у земље у развоју и даље су близу нивоа из 2016. године, на 671 милијарди долара, у 2017. години. Токови страних директних инвестиција у Азију су стабилни и износе 476 милијарди долара. Скроман пораст у Латинској Америци и на Карибима (8 процената на 151 милијарду долара) надокнадио је пад у Африци (од око 21 процената на 42 милијарде долара). Пад прилива страних директних инвестиција у Африку у великој мери је последица пада цене нафте и дуготрајних ефеката робне пропасти, јер су токови уговорени у земљама извозницама робе као што су Египат, Мозамбик, Конго, Нигерија и Ангола. Страна улагања у Јужну Африку такође су се смањила за 41 проценат. Приливи страних директних инвестиција диверсификованим извозницима, које су предводили Етиопија и Мароко, били су релативно отпорнији. Развијена Азија је повратила своју позицију као највећи регион примаоца страних директних инвестиција. У контексту опадања страних директних инвестиција широм света, његов удио у глобалним приливима порастао је са 25 процената у 2016. на 33 процената у 2017. години. Највећа три приматеља била су Кина, Хонг Конг и Сингапур. Са пријављеним приливима који су достигли врхунац, Кина је наставила да буде највећи прималац страних директних инвестиција међу земљама у развоју и други по величини у свету иза Сједињених Држава. Након опадања прилива страних директних инвестиција у Латинску Америку и на Карибе, 2017. година је значајна јер први пут се бележи раст у последњих шест година. Приливи су и даље далеко испод рекордних из 2011. години током робног бума.

Глава II

ДЕТЕРМИНАНТЕ ПРИВЛАЧЕЊА СТРАНИХ ДИРЕКТИХ ИНВЕСТИЦИЈА

1. Социо-политичка (не)стабилност земље домаћина

Нестабилна политичка и друштвена средина не погодује приливу страног капитала. Ово потиче од страха да велике и неочекиване модификације правног и економског оквира могу драстично да промене економски исход инвестиције.⁴⁵ Ахарони (1966) је открио да руководиоци рангирају политичку нестабилност, дефинисану као тенденцију колапса владе, која може настати као последица сукоба или екстензивне конкуренције између различитих политичких странака и корупције у друштву, те честих промене владе⁴⁶, третирају као најважнију варијаблу, поред тржишног потенцијала. Значај социо-политичка нестабилности као детерминанте страних директних инвестиција огледа се у чињеници да постоји велика веровантоћа да ће она скратити хоризонте креатора политике, што ће довести до субоптималних краткорочних макроекономских политика, што се негативно одражава на привлачење страних улагања (Станковић ет ал. 2017, Аисен и Веига, 2011). Другим речима, социо-политички ризици земље су кључни фактори које страни инвеститори разматрају приликом доношења инвестиционе одлуке (Мооса, 2002). Политички ризик повезан је са

⁴⁵Оп. Цит. Лизондо, (1990), стр. 17.

⁴⁶Alesina, A., S. Özler, N. Roubini, P. Swagel (1996), "Political instability and economic growth", *Journal of Economic Growth*, Vol. 1, No. 2, pp.189-211.

конфискацијом или оштећењем имовине, поремећајем у производњи, претњама за особље, укључујући оперативна ограничења која ометају способност инвеститора да предузму одређене радње и промене у регулативама државе и макроекономске политике (Даниелс, Радебаугх и Сулливан, 2002). Инвеститори ће више волети да не инвестирају у нестабилном окружењу. Генерално, политичка нестабилност негативно утиче на инвестициону климу што смањује прилив страних директних инвестиција и резултираће спорим растом економије.

Имајући у виду значај ове детерминанте на привлачење и географску дистрибуцију страних директних инвестиција велики број аутора је проучавало међузависност између соци-политичке нестабилности и кретања страних директних инвестиција, како између развијених, тако и међу земљама у развоју. Иако, се за "политички ризик" која главни узрочник социо-политичке нестабилности у једном друштву, често мисли да утиче на одлуке о улагању у другу земљу, емпиријски резултати не подржавају увек горе изнете ставове.

У литератури се могу наћи две групе истраживања везаних за изучавање социо-политичке нестабилности као детерминанте страних директних инвестиција. Прва група истраживања ослања се на традиционалне економетријске технике изучавања односна између зависне и независне варијабле, док се друга група заснива на испитивању мултинационалних компанија путем анкета везаних за однос и утицаја социо-политичке нестабилности на њихове инвестиционе политике и стратегије. Заједничко за обе групе истраживања јесте да су њихова открића разноврсна, те да нема јединственог става. У оквиру први групе истраживања поједине студије указују на постојање статистички значајног негативног односа између страних директних инвестиција и социо-политичке нестабилности, док друге откривају постојање значајног позитивног односа. Проучавајући ову тематику у оквиру ове дисертације, није пронађено истраживање које је указало да не постоји однос тј. утицај ове детерминанте на кретање и приливе страног капитала. Тако примера ради истраживања вршена још осамдесетих и деведесетих година прошлог века, попут студије Нигх (1985) који је своје истраживање заснивао на cross-section анализи, на примеру страних директних инвестиција код америчких мултинационалних компанија, открио је да постоји позитивна веза између политичких догађаја и ризика и страних директних инвестиција. Његово

истраживање занимљиво је пре свега јер он прави разлику између више врста и нивоа политичког ризика и конфликта, да ли је реч о унутрашњим или међудржавном нивоу. Резултати његовог истраживања откривају да су за стране директне инвестиције важе примарно унутрашње варијабле, када је реч о развијеним земљама. Али када се ради о земљама у развоју подједнако су важне обе групе политичког ризика. Слична истраживања извршили су и Шнајдер и Фреи (1985). Они су открили да постоји позитивна однос између ове две варијабле, али тек када се у економетријски модел укључе и варијабле које описују и економске услове у земљи домаћину капитала. Наравно треба поменути истраживања која проучавају и социо-политичку нестабилност земље извозника капитала. Прве такве студије извршили су Таллман (1988) и Часе, Кухле и Валтхер (1988). Таллман (1988) је испитао да ли је политички ризик у матичној земљи утицао на стране директне стране инвестиције. Користећи Сједињене Државе као земљу домаћина, и низ њих индустријским земљама као матичним земљама, он је испитао ефекте међународних и домаћих политичких и економских догађаја на стране директне инвестиције. Његови резултати указали су на то да је смањење домаћег политичког ризика смањило директне стране директне инвестиције, док су побољшани политички односи између земаља повећали стране директне стране инвестиције. Резултати истраживања Часе, Кухле и Валтхер (1988) су нешто другачији они нису могли да открију постојање позитивног односа. Објашњење за овакве резултате нашли су у чињеници да доступни индекси нису били адекватни за проучавање ове детерминанте.

Сличне резултате ових првих истраживања потврђују у најновија истраживања рађена током прве и друге деценије 2000-итх година. Тако истраживања Хаусмана и Фернадеза (2000), Јасперсена и Ајлваерда (2000), Асејду (2002), Neumayer, и Laura (2005), Buch, Claudia M.; Kleinert, Jörn; Lipponer, Alexander; Toubal, Farid (2005), Schäffler, Hecht и Moritz(2016), Hecht и остали (2016) потврђују налазе ранијих истраживања о постојању позитивне везе. Док истраживања Тобина и Росе (2005) године указују на постојање негативне везе између политичког ризика и социо-политичке нестабилности и страних директних инвестиција али само у случају великог ризика, док низак

ниво политичког ризика и нестабилности позитивно утиче на привлачење страних директних инвестиција.⁴⁷

Такође, резултати друге групе истраживања су разноврсни и на основу њих не може се извући јединствен став. Овако добијени резултати објашњавају се утицајем различитих фактора који утичу на прикупљање података. Прво не постоји јединствена методологија за детерминисање социо-политичке нестабилности. Такође, не постоји јединствен оквир за рангирање степена политичког ризика. Наиме, различити политички и социолошки догађаји доводе до различитих догађаја и реакција које у различитим друштвима имају различит утицај на друштво у целини, а и на земље из које долазе стране директне инвестиције. Ту постоји и временска дистанца, од тренутка настанка неког негативног социо-политичког догађаја па до реакције и стварања нестабилног окружења.

Занимљива група истраживања јесте и она која третирају поштовање међународних трговинских споразума, у контексту социо-политичке стабилности и политичког ризика. Таква су истраживања Истраживања Бјута и Милнера (2008), (Rose 2003, 2004; Goldstein, Rivers, Tomz 2007), Tomz, Goldstein и Rivers 2007). Она јасно сугеришу о постојању позитивне везе између поштовања трговинских споразума и привлачења страних инвестиција. Постојање позитивног односа код појединих аутора је доказано само у случају развијених земља (детаљније видети у Саракусе и Суливан (2009)).

Блониген (2005) показује да су одговарајуће владине институције и одговарајућа правна заштита (као што је заштита права интелектуалне својине) веома важан алат за промовисање страних директних инвестиција.

Различите студије покушале су да пронађу корелацију између нивоа корупције и страних директних инвестиција. Вei и Смарзинск (2010) утврдили су да избор страног инвеститора зависи од нивоа корупције у земљи домаћину. Користећи податке о инвеститорима у САД, из анализе анкете утврђено је да су

⁴⁷Rose-Ackerman, S., Tobin, J, (2005), Foreign Direct Investment and the Business Environment in Developing Countries: The Impact of Bilateral Investment Treaties. Yale Law & Economics Research Paper No. 293. Available atSSRN: <https://ssrn.com/abstract=557121> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.557121>

амерички инвеститори прилично нерадо улагали у стране земље означене као корумпиране.

Проблем корупције као облика социо-политичке нестабилности проучавали су и Робертсон и Ватсон (2004.). Они су инкорпорирали стратешке одлуке које менаџери мултинационалних компанија (МНК) морају усвојити у присуству политичких ризика и открили постојање статистички значајне везе између кретања страних улагања и нивоа корупције. До сличних закључака дошли су и Шахзад и сарадници (2012) и Назер и Масих(2017).

Пиос-Моралес и Бреннан (2007) су пронашли позитивну директну корелацију између нивоа ризика и нивоа корупције, чиме се смањује ниво инвестиција. Међутим, Вхеелер и Модис (1992) су проучавали корупцију у САДу и утврдили да корупција није била главна препрека за улагање. Колстад и Виллангер (2004) су показали да упркос чињеници да је у неким земљама постоји корупција у извесној мери, стране директне инвестиције и да су актуалне.

2. Пословно кружење и привредни амбијент

Када се говори о пословном окружењу и привредном амбијенту⁴⁸, као детерминанти привлачења страних директних инвестиција, треба разликовати овај појам у ужем и ширем смислу. У ширем смислу под пословним окружењем треба подразумевати целокупан привредни и друштвени амбијент који утиче на привлачење страних директних инвестиција и услове пословања мултинационалних компанија у земљи прилива капитала, уважавајући све макро и микрочиниоце, почев од макроекономских услова, монетарне и фискалне политике, целокупне законске регулативе у друштву па се до карактеристика самог тржишта, друштвеног благостања, система вредности и веровања и норми понашања у једном друштву (националне културе) и сл. Док у ужем смислу фокус је само на карактеристикама тржишта (равнотежности

⁴⁸Еклектичка теорија страних директних инвестиција укључује важан увид да владине политике стварају тржишне (не)савршености, које чине директне стране инвестиције економски рационалном стратешком алтернативом за мултинационалне компаније.

тржишта роба и услуга, радне снаге и финансијског и њиховој структури, животном стандарду, навикама потрошача, расту друштвог производа, стабилности девизног курса, стопи инфлације и сл.), на регулативи која третира пословање привредних субјеката у земљи примаоцу инвестиције (почев од услова за оснивање привредних субјеката па све по примене међународних рачуноводствених стандарда) и макроекономској политици која креира привредни амбијент кроз дефинисање монетарне и фискалне политике. Због своје значајности законска регулатива која регулише питање пословања привредних субјеката и регулативе која третира порезе, преко које се спроводи пореска потилитка земље, у литератури везаној за проучавање страних директних инвестиција се изучавају као посебне детерминанте привлачења страних директних инвестиција. Сходно томе, и у овом раду, пословно окружење и привредни амбијент проучава се у ужем смислу, али без третирања законске регулативе, која се тиче пословања привредних субјектата и пореске регулативе, наравно у мери у којој се оне могу третирати као издвојени чиниоци. Ове две детерминанте, у раду, су предмет посебне анализе. У овом делу рада посебна пажња се поклања утицају владиних политика на креирање стимулативног пословног амбијента.

Поред структуре и развијености тржишта, у јавности преовладава мишљење да инвестициони подстицаји, које креира влада земаља примаоца инвестиција, имају пресудну улогу на привлачење страних директних инвестиција. Бандер и Вајтее (1968) су утврдили да је величина тржишта значајна одредница америчких страних директних инвестиција. Шмиц и Бири (1972) су утврдили да је домаћи бруто производ значајна варијабла у функцији потражње страних директних инвестиција. Лун (1980) је такође утврдио да је домаћи бруто производ, са једним периодом доцње (један лагпериод) значајна објашњавајућа варијабла за директне инвестиције САД у Европи. За земље у развоју, Рут и Ахмед (1979), Торис (1985), и Фреи (1985), Петрохилас (1989) и Вхелер и Модии (1992) сматрају да је величина тржишта значајна пресудна карактеристика привредног амбијента и пословног окружења. Позитиван утицај развијености тржишта на привлачење страних директних истраживања документовано је и у новијим истраживањима (Назер и Масих(2017), Anyamele (2010), Бите и Милнер (2008), Ahlquist 2006;Biglaiser и DeRouen 2006; Blanton и

Blanton 2007;Choi и Samy 2008;Zhang (2001), Gastanaga, Nugent и Pashamova1998; Jensen 2006; Jun и Singh 1996; Neumayer иSpess 2005; Tuman и Emmert 2004; Vandavelde,Aranda и Zimny 1998). Карактеристично за ове ауторе јесте да су сви користили бруто домаћи производ као праксу за величину и развијеност тржишта. Са друге стране, постоје истраживања која указују на постојање негативне везе између страних директних инвестиција и бруто домаћег производа. Тако на пример Лун (1980) је утврдио да је стопа раста производње статистички значајна, али иако је стопа раста у другом периоду била значајна, имала је негативан знак.

Што се тиче инвестиционих подстицаја као варијбале која утиче на креирање повољног привредног амбијента за привлачење страних директних инвестиција, истраживања које су спровели бројни аутори, попут Хелајнера (1988), Сонга и Јуна (1995), откривају да инвестициони подстицаји имају ограничену улогу у међународним инвестиционим одлукама. Већина емпиријских истраживања подупиру идеју да одређени подстицаји немају велики утицај, посебно када се сматра да ови подстицаји надокнађују друге компаративне недостатке. С друге стране, генерално се сматра да ће елиминисање баријере пословања и обезбеђивање добрих услова пословања позитивно утицати на токове страних директних инвестиција.

У овом контексту, постоји широк спектар владиних политика које могу повећати или смањити приливе директних страних ивнестиција. Тешко је квантификовати ове политике као свеобухватну варијаблу⁴⁹. Закључци бројних истраживања могу се сумирати у следећим открићима када је реч о утицају владиних политика на креирање повољног пословног окружења за привлачење директних страних ивестиција:

- 1) Да постоји широк спектар владиних политика које утичу на одлуке мултинационалних компанија о њиховим директним инвестицијама преко креирања тржишних несавршености;
- 2) Постоје бројне димензије варијабилности у владиним политикама које је потребно идентификовати како би се у потпуности разумели

⁴⁹Прво и једно од најобухватнијих истраживања на ову тему спровео је Бреверу још 1993. године, које је објављено у Brewer T., L. (1993), "Government Policies, Market Imperfections, and Foreign Direct Investment", *Journal of International Business Studies*, Vol. 24, No.1, pp 101–120.

ефекти владиних политика на тржишне несавршености и стога токове страних директних несавршености;

- 3) Ефекти владиних политика варирају у неколико појединачних компоненти токова страних директних инвестиција.

Када се говори о подстицајима посебна пажња се поклања утицају царинских баријера. Међутим, хипотеза да заштитне царинске баријере утичу на "тарифне скокове" није у потпуности доказана.

Трошкови зарада су значајан чинилац, који привредни амбијент земље, чини више или мање повољним за привлачење страних директних инвестиција. Преовладајуће мишљење јесте да релативно ниски трошкови зарада подстичу приливе директних страних улагања. Нажалост, резултати бројних истраживања ове карактеристике пословног амбијента не пружају јасне доказе за и против. Наравно ово је и разумљиво, нарочито када се узму у обзир истраживања о којима је било речи на претходним странама ове дисертације, која кажу да постоје различите врсте директних страних инвестиција (видети теорију Којима и његово објашњење разлике између америчких и јапанских страних директних инвестиција). Опсежна емпиријска истраживања о релативним трошковима плата у Канади и Сједињеним Државама, показују да разлике у платама нису значајна одредница за индустријске земље. Овен (1982), анализирајући међуиндустријске детерминанте директних страних улагања у канадске производне индустрије, је открио да су разлике у трошковима рада између Канаде и Сједињених Држава статистички безначајне. Гупта (1983) је утврдио да плате производних радника у Канади (у односу на оне у Сједињеним Државама) нису биле значајна одредница његовом економетријском моделу.

Међутим, са друге стране, чини се да за привлачење страних директних инвестиција у земље у развоју, трошкови зарада представљају значајну одредницу. У прилог овоме говоре студије које су спровели (Almeida (2007), Gopinath и Chen (2003), Lipsey and Sjöholm (2004, 2006) Barry et al. (2005) and Das (2002) Onaran (2009), Girma et al. (2016), Eckel 2003), (OECD 1993; Feenstra and Hanson 1996 and 1997; Lemoine 1998, Eckel 2003), Wei (2000), Campos and Kinoshita (2003), Janicki и Wunnava (2004)). Наиме ове студије показују да

јеглавни мотив прилива страних директних инвестиција из високо развијених у неразвијене земље, ниски трошкови радне снаге.

Недавна студија Економоу и сарадника (2017) идентификовала је трошкове рада као једну од најважнијих детерминанти страних директних инвестиција за 24 земље ОЕЦД-а и 22 земље у развоју у периоду 1980–2012. За Кину, Гирм ет ал. (2016), и за Француску, Газаниол и Лаффинеур (2015) су утврдили да стране директне инвестиције имају позитиван и значајан утицај на плате. Међутим, за шведске производне фирме, током периода 1980.-2005, резултати не указују на значајан утицај страног присуства на плате. Варијације у резултатима могу бити последица коришћења различитих временских оквира, узорака земаља, техника процене и теоријских оквира.

Киносхита и Цампос (1997) су утврдили да квалификована радна снага има способност да привуче мултинационалне компаније унутар земље. Цхенг и Кван (2000) су такође утврдили да високо продуктивна радна снага има позитивне ефекте на привлачење мултинационалних компанија. Норбакхсх, Палом и Иоусеф (2001) су утврдили да земља која нуди квалитетну радну снагу има већи потенцијал у привлачењу страних директних инвестиција. Овакви резултати су у супротности са Грох и Вицх (2009) који су утврдили да ниво улагања не зависи од квалитета и вредности радне снаге, већ је под утицајем локације и сектора.

Оно што је важно напоменути код ових истрживања јесте да ниједна од постојећих студија није узела у обзир да је однос између страних директних инвестиција и трошкова радне снаге динамичан. Све постојеће студије разматрају статичку повезаност између трошкова рада и страних директних инвестиција где се претпоставља да је једна од ових варијабли егзогена.⁵⁰

Значајна компонента пословног окружења јесу и услови за конверзију дуга и приватно реструктурирање. Од краја 1980-их неколико земаља у развоју са великим теретом дуга имплементирало је програме конверзије дуга. Земље сазначајни програми конверзије су Аргентину, Боливију, Бразил, Чиле,

⁵⁰О утицају и испитивању егзогености варијабли у економетријским моделима видети у Radivojevic, N., et al. (2019), Econometric model of non-performing loans determinants, *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, у штампи.

Мексико, Филипине и Венецуелу. Владине политике конверзије дуга, које се односе на замене дужничког капитала и реструктурирање институција су у јасној корелацији са токовима страних директних инвестицијама, јер су те процедуре коришћене не само да би се смањио терет дуга, већ и да би се подстакла страна улагања.

Значајна компонента јесте и извозна оријентације земље. Наиме, постоји широко распрострањена перцепција да "отворене" економије имају више поверења и страна улагања. Ову тврдњу потврђују истраживања Едвардса (1990), Гастанге и срадника (1998), Хаусмана и Фернандеза (2000). Један од показатеља отворености управо јесте и релативна величина извозног сектора.

Значајна карактеристика привредног окружења јесте и развијеност инфраструктуре. Значајна истраживања која су проучавала корелацију између развијености инфраструктуре и страних директних инвестиција јесте истраживање Кас (2018), Огуњими (2017), Бехнаме (2012), Рехман и сарадници (2011), Омезине и Харко (2011), Фунг et al (2005), Асеиду (2002), као и истраживања Вилера и Модиа (1992), Кумера (1994) и Лореа и Гуисингера (1995). У споменутих истраживањима откривена је да постоји статистички значајна и позитивна веза између квалитета инфраструктуре и нивоа страних директних инвестиција. Међутим, истраживања спроведена у земљама у развоју указују да иако ниво страних директних инвестиција варира у зависности од квалитета инфраструктуре, показују да до одређеног нивоа квалитета и развоја инфраструктуре кретање и варијацији страних директних улагања нису значајне (Чакарабартти и сарадници (2012)). Сетанах (2009) је открио да инвеститори из производног сектора дају више пажње инфраструктури него инвеститори из сектора услуга.

3. Позитивна законска регулатива у области пословања

Постоји низ фактора, поред оних укључених у горе наведене теорије и детерминанте, који могу утицати на одлуке о страним директним улагањима. Они углавном потичу из владиних прописа који мењају ризик и очекиване приносе од одређеног инвестиционог пројекта. Они се обично користе да се

ограниче дејства страних компаније као и њихове праксе који се сматрају негативним по земљу домаћина капитала. У те прописе најчешће спадају ограничење дискриминаторних или интерних (трансфер) цена, дискриминаторних куповима и сл. Неретко валдине мере и прописи се односе на заштиту одређених сегметната привреде или подстицање развоја одређених грана индустрије, подстицању равномерног регионалног развоја, смањење незапослености и сл. Независно од намене и циља сви прописи и мере владе директно или индиректно утичу на одлуке страних инвеститора о директним улагањима. Оне утичу не само да ли ће улагати, већ и на величину износа улагања, динамици, локацији и диферсификацији, тајмингу улагања и сл.

На основу претходно реченог, лако се може извести закључак да се владине мере могу груписати у подстицајне или стимулаторне с аспекта привлачења страних директних ивнестичија и дестимулишуће. У подстицајане мере владе спадају фискалне погодности, као што су порески кредити, пореске олакшице или уопште ослобађања од плаћања одрешених пореза, такси и сличних намета. У ову групу спадају и одређене субвенције, грантови, али не нефинансијски подстицаји, који се најчешће огледају у инвестирању у инфраструктуру, промени законске регулативе у области пословања или оснивања привредних субјеката, скраћивању одређених процедура, примера ради за издавање разних дозвола, поједностављивању процедуре (примера ради око легализације и сл.), као и успостављања зона слободних трговина. Дobar пример овога јесту инвестиције из Италије у Србији крајем прве декаде другог миленију, када су италијансе компаније улагањем у greenfield односно braunfield улгањима желеле поред нефинансијских и финансијских подстицаја да искористе и бесцаринске споразуме између Русије и Србије.

За разлику од подстицајних мера, супротне мере се односе на дестимулисање страних директних инвестиција, а циљ им је пре свега заштита одређених националних интереса, било да је реч о заштити природних ресурса, било да је рећ о заштини одређених сектора и грана индустрије. Ове мере се крећу од постављања високих улазних баријера до потпуне забране страних улагања у одређене регионе или секторе и гране индустрије. Често у ове мере спадају и оне баријере које на први поглед нису видљиве, као што су сложене и дуготрајне процедуре обраде захтева, издвање дозвола, спровођења процеса

приватизације и сл. Често се ове мере огледају и у постављању услова да стране инвеститори морају да набављају ресурсе или полупроизводе са домаћег тржушта или се постављају услови да се производ од одређене вредности може сматрати домаћим како би се по правили користили одређени бенефити, као што су могућност бесцаринског или повлашћеног извоза или коришћења заштићеног знака географског порекла. Дobar пример овоме последњем јесте Швајцарска у којој производи могу носити њихов знак географског порекла само ако су преко осамдесет њихове вредности креиране у Швајцарској. Чест пример рестриктивних мера владе јесу и прописи који се тичу броја запослених или структуре запослених (одређени број висококвалификованих на одређен број просте радне снаге или лица са посебним потребама), трансфера технологије, инвестиција опредељених у истраживање и развој и сл. Спектар ограничавајућих и дестимулишућих мера креће се и у супротном смеру, тј. постављају горњих граница. Те мере се обично односе на максималне износе капитала које могу страни инвеститори да уложе у власничкој структури, износ капитала (профита) који могу да изнесу у матичну земљу. Ови прописи су карактеристични, пре свега, за земље у развоју.

Велики број аутора је проучавао утицај и корелацију између мера влада и кретања и нивоа страних директних инвестиција. Међу првим ауторима био је Агарвал (1980). Резултати његовог истраживања откривају да горе поменути подстицаји имају ограничен утицај на ниво страних директних инвестиција. Резултати његовог истраживања наводе на закључак да се приликом одлучивања мултинционалне компаније поводе односом између приноса и ризика од улагања који су у малој мери погођени овим мерама. Међутим резултати овог и сличних израживања треба узети са резервом из чињенице да је тешко проценити праве утицаје јер обично стимулативне и дестимлативне мере делују истовремено, па је тешко проценити нето ефекте. Често се дешава да поједине компоненте подстицаја имају и позитиван али и негативан утицај, те је тешко сагледати коначне, односно нето ефекте. Сем тога подстицаји се ретко дају без услова; уместо тога, они су обично подложни усаглашавању неким захтевима које постављају владе, који представљају дестимуланс за стране директне инвестиције.

Супротни су закључци истраживања која се односе на земље у развоју. Тако на пример Асиеду (2002) истиче да поред односа принос-ризик, важан утицај на одлуку иностраних инвеститора имају и други чиниоци, као што су квалитет инфраструктуре и мере владе. Асиеду (2002) је проучавао Суб-Сахарске државе. Резултати његовог истраживања потврдила су и каснија истраживања, која су проведена од стране Асиеду и Лиен (2004), Асиеду и Гимах(2008), Басеј и Трмитопе (2015) и сл. Треба напоменти да се ова истраживања односе на Суб-сахарских афричких земаља.

Интересанто је истраживање Таненвалда (1997), који је проучавао однос између законске регулативе у области заштите животне средине и страних директних инвестиција. Открио је да већина студија пружа доказе да постоји статистички значајан и негативан однос између законске регулативе и страних директних инвестиција. Међутим занимљиви су и резултати истраживања које је спровео Ахлеринг (2004) на примеру 20 фармацеутских компанија на деветнаест тржишта. Открио је да регулаторна строгост није повезана са страним директним инвестицијама, а строгост контроле цена позитивно је повезана са страним директним инвестицијама, када се контролишу други тржишни фактори. Националне владе нису немоћне у играма регулаторне арбитраже и заправо су развиле прилагодљиве стратегије за одржавање високих регулаторних стандарда и страних директних инвестиција истовремено.⁵¹ Штавише, мултинационалне компаније процењују различите факторе у својим инвестиционим одлукама и пате од класичних проблема оптимизације, укључујући асиметрију информација и ограничену рационалност, који спречавају укупну „регулаторну оптимизацију“. Разматрају се импликације за постојеће теорије међународног пословања, глобализације и регулације.⁵²

Оно што је важно на крају споменути јесте да прописи који дестимулишу имају одређенији утицај на стране инвестиције, него стимулативне владине, што је очигледно када су одређене врсте страних директних инвестиција директно забрањене. Такође, понекад се постављају посебни захтеви као услов за

⁵¹Ahlering, B., (2004),“The Impact of Regulatory Stringency on The Foreign Direct Investment of Global Pharmaceutical Firms, ESRC Centre for Business Research“, University of Cambridge Working Paper No. 280, p. 1.

⁵²Оп.цит. стр. 2.

одобравање инвестиције, а не као услов за добијање посебних предности. У таквој ситуацији, у којој дестимуланси нису праћени одговарајућим подстицајима, ти захтеви могу резултирати превисоким трошковима и тако спречити да се инвестициони пројект предузме. Осим тога, постојање широког спектра дестимулаторских мере може имати негативан ефекат на стране директне инвестиције изван оне која је настала из додатних трошкова постојећих прописа. У оној мери у којој инвеститори те регулативе тумаче као индикацију непријатељског окружења према страним улагањима, они могу одлучити да не инвестирају због могућности будућих прописа који би додатно смањили њихов профит.

4. Пореске политике земље домаћина

Пошто је нето принос на стране директне инвестиције погођен пореским системом и земље домаћина, пореске политике утичу на подстицаје за ангажовање у страним инвестицијама, као и на начин на који се та инвестиција финансира.⁵³ Постоје два алтернативна приступа за избегавање двоструког опорезивања прихода оствареног у иностранству. Оба приступа признају примарно право земље домаћина на опорезивање прихода остварених у оквиру своје надлежности, али се разликују у погледу удела пореских прихода који се остварују у матичној земљи. Према територијалном приступу, матична земља не опорезује приходе остварене у иностранству. Према уобичајеном приступу боравка, матична земља опорезује приходе остварене у иностранству, али дозвољава порески кредит на порезе плаћене владама домаћина. Штавише, плаћање пореза у матичној земљи обично се може одложити док се приходи остварени у иностранству не врате матичној компанији. Већина анализа пореских ефеката фокусира се на приступ резидента.

Досадашња литература сугерише да мале отворене економије не би требале опорезивати капиталне добитке, јер ће то бити против њихове наклоности. Диамонд и Миррлеес (1971) су показали да ће мала отворена

⁵³Lizondo, S., (1990), Foreign Direct Investment, MMF, Working paper, No. 90/63. p. 21.

економија постићи ефикасну стопу производње нудећи ниску пореску шему или уопште не опорезивати. Студија Вилсона (1991) показала је да је премештање пореске основице пропорционално важније за мале економије и стога ће имати већи подстицај да задрже порез на капиталну добит, чиме би могли створити „трку до дна“. Гордон (1990) је још деведесетих година објашњавао да ће са глобализацијом, владама држава све више бити теже да успоставе контролу капитала. Инвеститори, који су рационални у својој природи, увек ће се опредељивати да улажу у јурисдикције које нуде најповољније пореске шеме. Аутор је истицао да ће све већом отвореношћу Европске Уније и света у целини, опорезивање капиталних добитака широм света бити 0%. Аутори попут Бенасси-Куере, Фонтагне и Лахреце-Ревил (2003) су подржали ову идеју, наводећи да ће глобално повећање конкуренције узроковати растући притисак на пореске политике и повећање пореза (као што је порез на капиталну добит) у једној земљи и да ће утицати да инвеститори пребаце своје инвестиције из те земље у другу. Разин и Садка (2007) су објаснили да за улазак стране директне инвестиције и профит од тога, земља може користити две методе; наметнути минималну продајну цену домаћим фирмама или наметнути порез на капиталну добит инвеститорима страних директних инвестиција. Добит ће се затим расподелити између земље домаћина и инвеститора. Еицхер, Хелфман и Ленкоски (2011) су утврдили да већи порези и финансијски ризик повећавају одлив страних директних инвестиција из земље домаћина, док нижи порези и финансијски ризик позитивно утичу на прилив инвестиција. Другим речима, они су утврдили да је креирање владине политике, као што је пружање ниске порезне стопе, повећало ток страних директних инвестиција. Овај закључак је у супротности са налазима Вхеелер и Моди (1992) да токови страних директних инвестиција не утичу значајно на порез на добит предузећа.

Међу првим ауторима који је проучавао утицај пореске политике и пореза земље домаћина на кретање и привлачење страних директних инвестиција био је Јун (1989). Идентификовао је три канала путем којих пореска политика утиче на одлуке фирми у вези са страним директним улагањима. Прво, порески третман прихода остварених у иностранству има директан утицај на нето принос од страних директних инвестиција, на који ће утицати такви инструменти као што су стопа пореза на добит предузећа, страни порески

кредит и одлагање пореза на матичне земље на ненасељене приходе. Друго, порески третман прихода оствареног у матичној земљи утиче на нето профитабилност домаћих инвестиција, а тиме и на релативну нето профитабилност између домаћих и страних инвестиција. Коначно, пореска политика може утицати на релативне нето трошкове екстерних фондова у различитим земљама.⁵⁴ Јун користи интертемпорални оптимизациони модел који укључује ова три канала како би дискутовао о ефектима на директне стране инвестиције промена пореска политика. На пример, показало се да повећање домаће стопе пореза на добит повећава одлив страних директних инвестиција, иако је величина ефекта зависила од тога да ли је маргинални извор средстава за подружницу задржана добит, трансфери од матичне компаније или екстерним средствима, као ио томе да ли се може одложити плаћање пореза на неплаћени приход. Смањење страних пореских кредита смањило би одлив страних директних инвестиција, осим ако је маргинални извор финансирања филијале задржана добит. Повећање домаћег пореског кредита за инвестиције, или укидање одлагања плаћања пореза на ненаплаћене зараде, представља одлив страних директних инвестиција.⁵⁵

Слична истраживања спровео је и на примеру приливи и одлива директних страних улагања у САДХартман (1984). Испитивао је прилив страних директних инвестиција у Сједињене Америчке Државе тако што је прво раздвојио инвестиције финансиране од задржане добити од инвестиција финансираних из трансфера из иностранства. За обе категорије, процењени коефицијенти имали су очекивани позитивни предзнак за обе стопе приноса. Међутим, модел није објаснио инвестиције које се финансирају из трансфера из иностранства на задовољавајући начин. Исти економетријски модел представљен је и од стране Боскина и Галеа (1987) и Иоунг (1988). Иако су се процењени коефицијенти разликују од Хартманових (1984), квалитативни резултати су били слични.

Слемрод (1989) је испитао утицај пореске политике земље домаћина и матичне земље на стране директне инвестиције у САД. Резултати процене су

⁵⁴Jun, J. (1989a), "Tax Policy and International Direct Investment," NBER Working Paper Series, WP No. 3048.

⁵⁵Lizondo, S., (1990), Foreign Direct Investment, MMF, Working paper, No. 90/63. p. 22.

генерално подржавали негативан утицај ефективне стопе опорезивања у САД на укупне стране директне инвестиције, као и на трансфере средстава, али не и на задржану добит. Студија није нашла значајан утицај пореске политике матичне земље на стране директне инвестиције. Међутим, другачији закључак је постигнут Јун (1989б) који је утврдио да је пореска политика САД према домаћим инвестицијама имала значајан утицај на директне одлазе инвестиција у САД утичући на релативну нето стопу приноса између САД-а и иностранства. Општи закључак који се заснива на горе наведеним доказима је да пореске политике у земљи и држави домаћину имају утицаја на токове страних директних инвестиција. Међутим, способност садашњих модела да обухвате те ефекте није у потпуности задовољавајућа.

Хинес (1998) је анализирао значај пружања пореских олакшица у пореском споразуму и његов релативни утицај на стране директне инвестиције, користећи податке из јапанских и америчких уговора. Користио је терминологију „пореске штедње“ коју је дефинисао као „праксу осмишљену да промовише ефикасност локалних пореских олакшица за стране инвестиције“ и „праксу по којој земље извознице капитала мењају своје опорезивање прихода из страних извора како би омогућиле фирмама да задрже предности порезних олакшица које пружају земље домаћини.“ На пример, у порезном уговору између Индије и Маурицијуса пре 2013. године, Индија је дала Маурицијусу право на опорезивање капиталних добитака, што је касније опорезовало капиталне добитке по стопи од 0%. Земље у развоју су обично спремне да пруже пореске олакшице, као што су ниска стопа или без пореза на капиталну добит, како би промовисале и привукле стране директне инвестиције и тиме подстакле економски раст. Многе развијене земље које имају споразуме о порезима са таквим земљама у развоју обезбјеђују „пореске штедње“, што ће помоћи улагачким фирмама да траже доспеле кредите за стране порезе по основу пореских обавеза у земљи порекла. Такве обавезе би иначе биле плаћене иностраним земљама без употребе посебних клаузула у уговорима. Хинес (1998) је користио случај Јапана, који користи „пореске штедљиве“ методе у неколико својих уговора са земљама у развоју, као и случај САД-а који забрањује употребу било којих метода пореских олакшица у својим уговорима. Аутор закључује да такви порески подстицаји заиста имају значајан утицај на

стране директне инвестиције. Штавише, јапанске фирме више воле да улажу у земље са којима имају споразуме о преференцијалним уговорима, као што је не опорезивање капиталних добитака. Такође је утврђено да јапанске партнерске земље преферирају да јапанским фирмама (уместо америчким компанијама) дају посебне пореске олакшице. Налази јасно показују да порески системи и шеме утичу на обим и локацију страних директних инвестиција. Бенаси-Куере ет ал. (2003) такође су проучавали утицај корпоративних пореза на стране директне инвестиције. Аутори закључују да иако постоје многе детерминанте страних директних инвестиција, као што су тржишни потенцијали, порези играју веома важну улогу у привлачењу токова страних директних инвестиција. Међутим, супротно емпиријским доказима, ова студија је показала да упркос великој количини пореза на добит предузећа представља главно средство одвраћања од страних директних инвестиција, ниске порезне стопе у земљама домаћинима не доприносе значајно привлачењу инвестиција.

Од недавних истраживања на ову тему вредна су помена истраживања која су спровели Digumbegi сарадници (2017) у којој су испитали 180 рачуновођа, при чему се већина испитаника сложила да је порез на капиталне добитке важан фактор који одређује ток стране директне инвестиције у оквиру пореског споразума, али није једини значајан фактор. У истраживању је коришћена регресијска анализа кроз гравитациону једначину да би потврдила закључак истраживања.

Глава III

ЕФЕКТИ СТРАНИХ ДИРЕКТНИХ ИНВЕСТИЦИЈА: ТЕОРИЈСКИ АСПЕКТИ УТИЦАЈА СТРАНИХ ДИРЕКТНИХ ИНВЕСТИЦИЈА НА ЗЕМЉУ ДОМАЋИНА

Стране директне инвестиције представљају важан део глобалних финансијских токова и њихов прилив производи значајне ефекте на привреду земље домаћина. О значају ове теме говори и велики број радова који се баве анализом многобројних и вишеструких ефеката које стране директне инвестиције могу проузроковати у земљи домаћина. Неки од најзначајнијих односе се на запосленост, платни биланс и спољну трговину, при чему треба имати у виду да се ови ефекти међусобно преплићу, те је стога тешко донети једнозначан закључак о позитивном или негативном утицају страних директних инвестиција на земљу примаоца.

1. Теоријски оквири и методологије за процену ефекта страних директних инвестиција на земљу домаћин

Класичне теорије међународне трговине (Теорија апсолутних предности и Теорија компаративних предности), и неокласичне теорије међународне трговине (Теорија расположивости фактора производње и Стандардна теорија међународне трговине) нису се директно бавиле страним инвестицијама, али многи истраживачи тврде да су управо њихови постулати отворили пут савременим теоријским приступима о страним директним инвестицијама.

Радови Денинг-а су широко прихваћени од стране стручне и научне јавности пошто су утемељени на резултатима истраживања мотива који наводе стране инвеститоре да преместе свој производни процес у другу земљу и наступе на другим тржиштима, изван матичне земље. На основу резултата анкете спроведене на великом броју привредних субјеката, који су били укључени у међународне трговинске токове и бавили се међународном производњом, Денинг (1973) је формирао три групе фактора који утичу на прилив страних директних инвестиција:⁵⁶

- 1) тржишни фактори (величина и интензитет раста тржишта, мерено висином БДП-а у земљи домаћину);
- 2) трошковни фактори (расположивост радне снаге, трошкови радне снаге и стопа инфлације);
- 3) инвестициона клима (степен спољне задужености, стање платног биланса и политичка стабилност).

У каснијим истраживањима, 1981. године, Денинг је формулисао ОЛИ парадигму која говори о искоришћавању предности власништва и интернационализације пословања. Основна премиса Денингове еклектичке парадигме и његовог ОЛИ модела је да принос на инвестиције као базични мотив за предузимање страних директних инвестиција може да се објасни утицајем три групе фактора: конкурентском предношћу (предност власништва над одређеном имовином), факторима локације и интернализацијом трансакционих трошкова.⁵⁷

Специфичне предности предузећа могу да буду у различитим облицима. Оне представљају сва она менаџерска или маркетиншка знања, технологију, патенте, бренд или било шта друго што датом предузећу обезбеђује конкурентску предност у односу на предузећа из исте области пословања у

⁵⁶Станков, Б., Дамњановић, Ј. (2018). Савремене теорије о страним директним инвестицијама: преглед најистакнутијих теорија, Економија: теорија и пракса, бр. 4, Универзитет привредна академија – Факултет за економију и инжењерски менаџмент, Нови Сад, стр. 36-46.

⁵⁷Стефановић, С. (2008). Аналитички оквир детерминанти СДИ – примена ОЛИ модела, *Facta universitatis – series: Architecture and Civil Engineering – Info*, вол. 5, бр. 3, Универзитет у Нишу, Ниш, стр. 239-249.

земљи домаћину. Најчешће се ради о величини предузећа, остваривању економије обима, монополској позицији на тржишту или једноставно бољој организацији и коришћењу ресурса.⁵⁸ Захваљујући овим специфичним предностима предузећа, страни инвеститор је у стању да надокнади све или већину трошкова везаних за пословање у страном и непознатом окружењу.

Интернализација подразумева да је компанији која поседује специфичне предности исплативије да их сама непосредно користи и спроводи на страном тржишту, кроз директно инвестирање, него да их препушта иностраном партнеру кроз неки од могућих облика сарадње. Другим речима, неопходно је да цена коштања пословања на екстерном тржишту превазилази трошкове трансакција на интерном тржишту. Са друге стране, интернализација је незамењив процес када за специфичне предности предузећа не постоји спољашње тржиште. У том случају ове предности се могу пласирати искључиво интерно, чиме се уједно остварује и монополска позиција у земљи домаћину.

Предности локације подразумевају да предузеће узима у обзир и факторе локације приликом одлучивања о начину продора на инострано тржиште. да ли ће тај продор бити кроз директне инвестиције зависиће од: природних ресурса који су на располагању предузећу; величине и раста иностраног тржишта; трошкова транспорта и укупне логистике; спољнотрговинске, фискалне и инвестиционе политике земље домаћина, цене радне снаге и укупног стања људског капитала; као и моћи конкурентских предузећа и политичких и социјалних услова.⁵⁹

Пошто се може претпоставити да страни инвеститори већ поседују одређену конкурентску предност засновану на имовини коју поседују, као и да су у могућности да интернализују трансакционе трошкове, преостали кључни фактори јесу предности локације земље домаћина. Постоји мноштво локационих детерминанти и међу њима аутор посебно наглашава утицај

⁵⁸Рапајић, С. (2016), “Улога страних директних инвестиција у локалном економском развоју у Републици Србији (2001-2013)“, докторска дисертација, Факултет политичких наука, Београд, стр. 44.

⁵⁹Оп. цит., стр. 45.

институционалних фактора који произилазе из режима политике према страним директним инвестицијама једне земље.⁶⁰

Теорија супституције се бави питањем везе између страних директних инвестиција и извоза, односно питањем да ли оне смањују или повећавају извоз из матичне земље у земљу домаћина. Mundell је још 1968. године указао да раст одлива страних директних инвестиција доводи до смањења извоза из матичне земље у земљу домаћина, чиме он заступа становиште да су стране директне инвестиције савршени супститут извозу. Касније Голденберг и Келин су изнели другачију тврдњу која наводи да се одливи страних директних инвестиција могу посматрати и као комплемент и као супститут извозу, што доводи до закључка да неки токови страних директних инвестиција доводе до раста трговине, а неки до пада.⁶¹ Научници су критиковали теорију супституције јер су сматрали да стране директне инвестиције не могу бити савршен супститут извозу. Осим тога, објаснили су да њихов прилив доводи до раста трговине полупроизводима који се користе у производњи у земљи домаћину. На тај начин, извоз финалних производа је замењен извозом инпута за производњу финалних производа која ће се обавити у земљи домаћину, тако да земља порекла страних директних инвестиција није оштећена, јер вредност износа инпута може бити и већа од вредности извоза финалних производа.

Теорију комплементарности развио је Којима 70-их година XX века, тврдећи да стране директне инвестиције повећавају богатство и трговину јер промовишу извоз и матичне и земље домаћина. Према овој теорији, стране директне инвестиције одлазе из оних сектора који нису конкурентни у матичној земљи, али који потенцијално имају конкурентску предност у земљи домаћину, што зависи од различитог нивоа привредног развоја земаља. У складу са тим, овај приступ предвиђа да до извозно оријентисаних страних директних

⁶⁰ Стефановић, С., (2008). Оп. цит., стр. 239-249.

⁶¹ Ђорђевић, А. (2016), “Значај страних директних инвестиција за земље Југоисточне Европе са посебним освртом на Србију, Стране директне инвестиције и привредни раст у Србији“, Економски факултет, Београд, стр. 169.

инвестиција долази када страна компанија инвестира у оним секторима у којима земља домаћина има компаративну предност.⁶²

Теорије које покушавају да објасне стране директне инвестиције из земаља у развоју покушавају да пруже одговор на феномен да компаније из такозваног трећег света, врше директна улагања у иностранству. Кретање инвестиција из неразвијених земаља у развијене, узроковано је првобитним обрнутим кретањем – од развијених ка мање развијеним земљама. Наиме, након што страна директна инвестиција из развијене земље проузрокује пренос знања и технологија, у неразвијеној земљи домаћину настају домаћа предузећа која производе исти или сличан производ. Убрзо предузећа из неразвијене земље почињу да исти производ извозе, а након чега се одлучују да и сами постану страни инвеститори. У овом процесу производ бива измењен, како би био прилагођен домаћем тржишту, као и технологија која је оригинално дошла из развијених земаља. Прилагођавајући производ домаћим условима, ове компаније стичу специфичну предност на светском тржишту, јер су у стању да земљама трећег света, понуде производе блиске њиховим друштвеним и економским условима.⁶³

Dening је 1998. године, пружио једно сасвим друго објашњење. Он тврди како су протекционистичке мере, односно нецаринске и царинске баријере заслужне за кретање страних директних инвестиција из земаља у развоју. Наиме, захваљујући њима спољнотрговинске компаније се одлучују да уместо извоза на жељено тржиште своју робу пласирају тако што ће отворити производњу на датом тржишту и тиме заобићи како царинске тако и нецаринске баријере постављене од стране земље домаћина. Као пример, наводе се кинески произвођачи текстила који су отворили производне погоне у Индонезији како би могли да пласирају робу на то тржиште.⁶⁴

⁶²Оп. цит., стр. 170.

⁶³Choudhury, R.N., Nayak,N. D.,(2014), “A selective review of foreign direct investment theories“, Working Paper Series No. 143, United Nations Economic and Social Commission for Asia and the Pacific, Bangkok, p.11-25.

⁶⁴Рапајић, С. (2016). *Оп. цит.*, стр. 47.

Могући су и други приступи у оцени ефеката страних директних инвестиција односно као алтернативне методологије процене ефеката можемо издвојити:⁶⁵

1) посматрање утицаја страних директних инвестиција на једну од варијабли, на пример производњу са различитих аспеката, земље, индустријске гране или предузећа;

2) оцењивање њиховог доприноса различитим циљевима националне економије. Транснационална компанија доприноси развоју националне економије земље домаћина тако што попуњава недостатке попут разлике између жељеног нивоа инвестирања и расположивог нивоа домаће штедње, разлике између потреба за девизним средствима и девизног прилива увећаног за средства званичне помоћи, разлике у буџету између циљних прихода и порески прикупљених средстава, недостатак менаџерских знања и осталих способности, које је могуће поунити уласком страних директних инвестиција, доношењем страних менаџерских знања и обуком локалне радне снаге.

3) анализа утицаја страних директних инвестиција на одређене показатеље економског и социјалног благостања и просперитета, као што су утицај на друштвени производ земље, продуктивност рада, конкурентност, квалитет производње, унапређење људских ресурса, технолошки потенцијал, извоз, индустријски односи и окружење.

Упркос чињеници да су више од пола века бројни аутори покушавали да створе јединствену и свеобухватну теорију страних директних инвестиција, може се рећи да она и даље не постоји, већ се налази на већи број парцијалних теорија које објашњавају одређена кретања и мотиве страних директних инвестиција.

⁶⁵Унковић, М. (2011), “Атрактивност Србије за привлачење страних директних инвестиција“, докторска дисертација, Универзитет Сингидунум, Београд, стр. 90-91.

2. Ефекти страних директних инвестиција на земљу домаћина

Прилив страних директних инвестиција има вишеструке позитивне ефекте на привреду земље домаћина. У ери светске економске кризе најјасније се уочава значај страних директних инвестиција као покретача привредног развоја земаља у развоју и држава у транзицији. Наведене земље карактерише несташица капитала који се управо сматра основним генератором економског просперитета. Стране директне инвестиције, за разлику од зајмовног капитала, не изискују враћање главнице и камата, а доприносе стабилизацији инфлације, расту бруто домаћег производа и побољшању стања платног биланса. Ангажовањем локалне радне снаге у филијалама смањује се стопа незапослености и повећава расположиви доходак становништва. Обрачуном и наплатом пореза и доприноса на зараде новозапослених радника остварује се бољи прилив у здравствене и пензионе фондове, као и буџете локалних заједница.⁶⁶

Стране директне инвестиције подразумевају отварање потпуно новог бизниса у иностранству. Да би се постигао односни циљ нужан је трансфер технологија у земљу домаћина. Реч је о техничким знањима, али и вештинама из области менаџмента и маркетинга. Последишно, поспешује се начин пословања целокупне националне економије, будући да домаћи економски субјекти настоје, под притиском конкуренције, да се угледају на новог тржишног ривала. У крајњој истанци, расте конкурентност целе привреде.

Новоизграђени капацитети свакако обезбеђују и боље снабдевање домаћег тржишта. Вишкови се извозе, па се на тај начин побољшава имиџ земље домаћина. Такође, државе са малим и недовољно развијеним тржиштима нису у могућности да покрену производњу коју обезбеђују знатни фиксни трошкови, будући да се не остварују ефекти економије обима. Стране директне инвестиције управо омогућавају земљи домаћину да се њена привреда опроба у индустријама са већим нивоом производње и високим фиксним трошковима.

⁶⁶Бубњевић, Д. (2009). Ефекти страних директних инвестиција по земљу домаћина, Школа бизниса 9(4), Висока пословна школа струковних студија, Нови Сад, стр. 70-79.

Табела 1. Позитивни и негативни ефекти страних директних инвестиција на земљу домаћина

ЗЕМЉА	ПОЗИТИВНИ ЕФЕКТИ	НЕГАТИВНИ ЕФЕКТИ
УВОЗНИЦА КАПИТАЛА	<ul style="list-style-type: none"> - прилив савремене технологије; - боља дистрибуција; - позитиван утицај на трговински биланс земље; - акцелерација привредног развоја; - раст запослености, - раст БДП-а, - повећање запослености; - боља репутација у свету; - боља снабдевеност тржишта; - раст квалитета производа и услуга; 	<ul style="list-style-type: none"> - губитак суверенитета; - експлоатација радне снаге; - немилосрдно трошење ресурса; - регионална и привредна развојна диспропорција; - технолошка зависност, - трансферне цене; - извоз профита

Извор: (Павловић, Г. (2018). Analysis of foreign direct investments inflow: comparison between Republic of Serbia and Republic of Croatia, Second International Scientific Conference on Economics and Management – EMAN 2018, p. 247.)

Досадашња истраживања су показала да стране директне инвестиције могу донети и читав низ користи и погодности појединим учесницима на тржишту земље домаћина. Ова теорија је позната као теорија екстерних ефеката или ефеката преливања.⁶⁷ До ефеката преливања долази када предузеће које је настало уз помоћ страних директних инвестиција производи одређене погодности за друге, а да при том не може да их присвоји, тј. не може да их размењује или наплати пуну тржишну цену за њих. Путем одређених канала, подстицаји ће доћи до других учесника на тржишту и они ће моћи да их искористе без већих трошкова.

Са друге стране, када се говори о овом облику инвестирања не треба занемарити и негативне ефекте које указују на то да стране директне инвестиције понекад условљавају неконтролисано искоришћавање домаћих,

⁶⁷Јанковић, Н. (2016). Ефекти страних директних инвестиција на привредну активност у Републици Србији, *Зборник радова са научног скупа: Институционалне промене као детерминанта привредног развоја Републике Србије*, Економски факултет, Крагујевац, стр. 175-190.

нарочито необновљивих ресурса, утичу на пораст незапослености, и стварање технолошке зависности од страних компанија и да веома често условљавају формирање модела потрошње који никако није прилагођен нивоу развијености земље домаћина. Стране директне инвестиције могу довести и до негативних преливања као што су: истискивање локалних компанија са тржишта, одсуство дугорочног трансфера знања, технологије и вештина, као и негативан утицај на животну средину земље домаћина. Разматрајући и позитивне и негативне ефекте страних директних инвестиција, у складу са развојним циљевима и потребама, већина земаља спроводи комбинацију политике привлачења и ограничавања страних директних инвестиција.

2.1. Позитивни ефекти на економски и привредни раст и развој

Између бројних ефеката које стране директне инвестиције производе, свакако је најважније питање њиховог значаја за економски развој региона или земље домаћина у целини. Ниво реализованих страних директних инвестиција у некој земљи у развоју зависи, по многима од њеног географског положаја, али од њене стабилности, окружења, степена политичких и економских слобода и ризика, обезбеђеног приступа локалном и регионалном тржишту, правне сигурности инвестирања, квалификоване и јефтине радне снаге, институционалне изграђености или, једноставно речено, од инвестиционо-атрактивне климе у тој земљи.⁶⁸

Генерално се сматра да стране директне инвестиције утичу на економски и привредни раст и развој земље знатно више него друге врсте прилива капитала и да се тај утицај одвија директно и индиректно. Директни канали обухватају трансфер технологије, вештина и управљачког know-how-a од матичних компанија ка њиховим филијалама у иностранству, док се индиректни

⁶⁸Бојић, Б., Јолдић, Н. (2018). Значај конкурентности локације за прилив страних инвестиција, *Зборник радова: Економија у дигиталном добу*, Бесједа, Бања Лука, стр. 380-397.

односе на позитивне екстерналије за домаћа предузећа.⁶⁹ Као крајњи резултат, земљу домаћина требало би да карактеришу веће инвестиције, већа запосленост и доходак, и брже сустизање економског и привредног раста и развоја развијених економија.

Утицај страних директних инвестиција на економски раст, у литератури је разнолик. Неке студије сведоче о позитивним ефектима, неке о негативним, али постоје и студије које сведоче о помешаним ефектима у зависности од услова земаље домаћина и типа страних инвестиција. Веома опсежна литература која се бави утицајем страних директних инвестиција истиче да ефекти страних директних инвестиција на економски раст зависе од различитих услова (економски, политички, социјални, културни) који владају у земљама домаћинима.

У теорији, стране директне инвестиције могу позитивно утицати на привредни раст путем три канала, при чему сваки од њих доводи до повећане производње по запосленом.⁷⁰

Први канал чијим посредством стране директне инвестиције могу утицати на привредни раст је пораст домаће стопе инвестиција. У мери у којој земља испољава несклад између штедње и инвестиција као последица дефицита текућег рачуна, нето прилив страних директних инвестиција може допринети порасту стопе домаћих инвестиција у земљи домаћина. Ово доприноси повећању стања производног капитала а тиме и производње (изузев ако се у целини ради о непроизводним инвестицијама).

Други канал је растућа ефикасност преузетог предузећа. Ефикасност преузетог или новоформираног предузећа може потицати из два различита извора: економије обима производње или коришћења власничке активе, и смањења неефикасности. Економија обима власничких актива расте у случају

⁶⁹Зилцовић, Е., Борковић, С., Табак, П., Недељковић, М. (2016). Анализа продуктивности домаћих и страних фирми у Србији: детерминанте и ефекти преливања, *Стране директне инвестиције и привредни раст у Србији*, Економски факултет, Београд, стр. 85-102.

⁷⁰Ковачевић, Р. (2004). Утицај страних директних инвестиција на привредни раст – искуства земаља Европске уније, Библд 0025-8555,56, бр. 4. стр. 409-446.[доступно 01.03.2019. на сајт www.doiserbia.nb.rs/]

када представља фиксан трошак који се може распоредити на различите физичке локације. На пример, Р&Д које доводе до стварања новог производа или дизајнирање, по правилу нису ограничени на једну локацију. Остали фиксни трошкови које се могу, бар једним делом, распоредити на различите географске локације обухватају помоћне услуге, као што је финансирање, информационе технологије и маркетинг. Економија обима се може постићи и у производњи на једној локацији. Регионална економска интеграција, као нпр. у ЕУ, омогућује гомилање производње на мањем броју локација. Ову могућност немају локални конкуренти. У малим земљама, коришћење економије обима посредством домаћих мерцера и аквизиција могуће је до одређене тачке, након чега долази до превелике индустријске концентрације. Насупрот томе, пораст продуктивности који настаје због смањивања неефикасности, не зависи од економије обима. Он лежи у трансферу најбољих искустава спојених предузећа, у облику новог менаџмента, знања и технологије.

Посредством ових различитих канала, стране директне инвестиције могу повећати продуктивност рада, чак и када нема нових фиксних инвестиција (на пример, када стране директне инвестиције настају као последица мерцера и аквизиција).

Трећи канал је када долази до преливања знања и технологије, које инострани власник трансферише у припојено предузеће, на локална предузећа. То се јавља у случајевима када предузеће ангажује локалне испоручиоце (узлазна повезаност), или продаје полупроизводе локалним предузећима (низлазна повезаност). Постојање ефикаснијих предузећа у иностраном власништву може подстаћи локалне конкуренте на иновације да би опстали на тржишту, чиме се повећава квалитет, продуктивност и разноврсност производа локалних произвођача. То може покренути процес консолидације и повећање економије обима између локалних конкурентата. Такође се може десити да утренирано особље из предузећа у иностраном власништву напусти ово предузеће и пређе у предузеће локалног конкурента, доносећи са собом стечена знања. На овај начин се може повећати продуктивност у локалном предузећу, иако оно није примило стране директне инвестиције. Такође, овде треба истаћи да јак страни инвеститор може мање ефикасног локалног конкурента избацити

са тржишта. Ово страном власнику даје могућност да увећа тржишну моћ и монополистички положај у одређивању цена својих производа. У овом случају, мада још увек могу постојати користи од економије обима и смањене неефикасности, оне би биле неједнако распоређене због ренте која би пре припала предузећу у иностраном власништву него домаћој привреди.

Мayer-Foulkes и Nunnenkamp указују на то како економске активности повезане са страним директним инвестицијама Сједињених Америчких Држава имају позитивне ефекте на раст релативног дохотка у напреднијим земљама и на тај начин доприносе њиховој конвергенцији нивоа дохотка у САД-у, док се тај ефекат смањује када су у питању земље нижег дохотка. Њихова анализа ставља под упитник претежно присутну еуфорију повезану са улогом страних директних инвестиција у процесу сустизања развијених земаља тако да кључни изазов не представља само привлачење страних директних инвестиција већ локалних услова који су потребни како би се искористиле предности које ова улагања доносе.⁷¹

Озава указује на еволуциону путању која почиње од радно интензивне фазе, иде ка капитално интензивној фази и завршава се фазом у којој доминира хумани капитал.⁷² Потер је навео четири фазе у развоју конкурентских предности земље домаћина: у првој фази предности су остварене на бази ресурса, у другој на бази инвестиција, у трећој на бази иновација и у четворој на бази сопственог богатства.⁷³ У табели су приказане фазе карактеристика страних директних инвестиција путем улазних, излазних страних директних инвестиција и нето излазне позиције.

⁷¹ Mayer-Foulkes, D., Nunnenkamp P., (2005). Do Multinational Enterprises Contribute to Convergence or Divergence? *A Disaggregated Analysis of US FDI*. Kiel Working Paper No.1242, Kiel Institute for World Economics, Kiel, pp. 6-12.

⁷² Ozawa T. (1992). Foreign direct investment and economic development, *Transnational Corporations, Vol. 1, No 1*, United Nations, New York, pp. 27-54.

⁷³ Porter M., Ketels C., Delgado M. (2008). The microeconomic Foundations of Prosperity: Findings from the Business Competitiveness Index. *The Global Competitiveness Report, WEF, 2007-2008*, Institute for Strategy and Competitiveness, Harvard Business School, Boston, pp. 51-71.

Табела 2. Развој инвестиционе позиције земље домаћина

ФАЗА	УЛАЗНЕ СДИ	ИЗЛАЗНЕ СДИ	НЕТО ИЗЛАЗНА ИНВЕСТИЦИОНА ПОЗИЦИЈА
1	Не постоје локацијске предности →Нема улазних СДИ осим СДИ оријентисаних на ресурсе	Не постоје власничке предности домаћих предузећа → Нема излазних СДИ	Око нуле
2	Развој „изворних“ локацијских предности → Бржи раст улазних СДИ него БДП	Појављивање специфичних власничких предности домаћих предузећа → Мале излазне СДИ	Растуће негативна
3	Опадање локацијских предности у радно-интензивним активностима, развој имовине створене на бази локацијских предности →Смањивање стопе раста улазних СДИ	Раст специфичних власничких предности Раст стопе излазних СДИ	Негативна, али у расту
4	Локацијске предности су потпуно базиране на створеној имовини	Специфичне власничке предности предузећа су значајније од специфичних власничких предности домаћих предузећа	Позитивна
	→ Супериорност излазних у односу на улазне СДИ		
5	Теоријски, пад а онда осцилација око нуле нето извозне инвестиционе позиције, али не дуже од поуздано утврђеног односа између међународне инвестиционе позиције земље домаћина и њене одговарајуће етапе развоја.		

Извор: (Бојић, Б., Јолдић, Н. (2018). Значај конкурентности локације за прилив страних инвестиција, Зборник радова: Економија у дигиталном добу, Бесједа, Бања Лука, стр. 387.).

Позитивни ефекти на земљу домаћина односе се на прилив додатне акумулације из иностранства и стварање могућности за веће инвестиције и веће стопе раста продуктивности, запослености и економског раста. Спољнотрговински биланс се побољшава јер ангажовањем страног капитала

стварају се могућности супституције увоза и повећања извоза, финансира се дефицит платног биланса, чиме домаћа привреда има више времена за потребна прилагођавања у циљу обезбеђења спољнотрговинске равнотеже. Даље, обезбеђује се пренос савремених технологија, развој инфраструктуре, нових знања, савремене организације и лакши пласман производа и услуга на међународном тржишту, а стварају се могућности за јачање конкуренције и повећање извоза. повећање производње у земљи, уз ангажовање страног капитала аутоматски води расту буџетских прихода.

Позитивни ефекти страних директних инвестиција манифестују се у њиховом утицају на решавање бројних макроекономских проблема чији се крајњи резултат испољава у економском опоравку и привредном развоју. Неке од предности су повећање инвестиционог капитала неопходног за економски раст и могућност запошљавања. Долазак страног капитала и отварање нових производних капацитета најпре утиче на смањење стопе незапослености, што се потом одражава на висину расположивог потрошачког дохотка и повећану тражњу, и у читавом репродукционом циклусу иницира даље повећање производње. Већи ниво производње добара и услуга утиче на увећање бруто домаћег производа, што повећава животни стандард становништва и квалитет живота директно утичући на убрзани привредни развој. Директне стране инвестиције нису само пуки међународни трансфер финансијског капитала већ могу укључивати и трансфер модерне технологије и друге неопипљиве имовине.⁷⁴

Мултипликативни ефекат утицаја страних директних инвестиција на привредни развој испољавају се омогућавањем веће личне потрошње становништва кроз нова запошљавања и увећање дохотка. Виши ниво расположивог дохотка доводи до веће еластичности тражње, што се мултипликативно одражава на сектор производње подстичући га да још више производи.

⁷⁴ Брашић Стојановић, Ј. (2017). Утицај правне сигурности на стране директне инвестиције и привредни развој, *Зборник радова Правног факултета у Нишу*, бр. 77, Правни факултет, Ниш, стр. 171-178.

Стране директне инвестиције утичу на привредни развој и подстицањем конкуренције на тржишту. Наиме, долазак страних улагача значи коришћење савремене технологије, чиме се утиче на домаће улагаче који настоје да буду конкурентни. Ефекат преливања доводи до усвајања савренијих организационих процеса, увођење нове технологије у процес производње, усвајања нових знања и вештина радника и тиме утицаја на квалификациону способност радноспособног становништва. Трансфери технологије и преливања могу бити преко потребни локалној економији како би се смањили јазови према развијеним земљама и повећала продуктивност.⁷⁵ Утицај на привредни развој националних привредних система испољава се деловањем страних директних инвестиција на укупна привредна догађања у земљи домаћина. Увећање бруто домаћег производа, побољшање животног стандарда и раст друштвеног богатства стварају услове за акумулацију капитала, што је заправо иницирано доласком страног капитала. Тиме се остварују услови за штедњу, али и омогућавају нове инвестиције чиме се додатно подстиче привредни развој. Повећање нивоа домаћих инвестиција подразумева ефекте које страна улагања имају на домаће инвестиције, односно њихов подстицајни учинак који остварују на домаћу штедњу и домаће инвестиције, чији би се ниво требао повећати услед повећања средстава проистеклих из страних улагања. Поред утицаја на земљу домаћина, стране директне инвестиције утичу на правилнију расподелу националног дохотка у светским размерама, омогућавајући равномерно развијање економских система и рационалније коришћење светских ресурса.

На основу свега наведеног, може се рећи да прилив страног капитала доприноси привредном развоју и подизању конкурентности земље на неколико начина:⁷⁶

1) Трансфер капитала креира могућност раста и јачања економског потенцијала земље домаћина. Стране директне инвестиције увећавају стање

⁷⁵ Bilas, V. (2006). Podsticanje inozemnih izravnih ulaganja i konkurencija među zemljama, *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, Ekonomski fakultet, Zagreb, str. 87-100.

⁷⁶ Калаш, Б. (2015). Значај страних директних инвестиција у функцији одрживог развоја, *Анали економског факултета у Суботици*, вол. 51, бр. 33, Економски факултет, Суботица, стр. 217-235.

капитала и подстичу пратеће секторе, снабдеваче и дистрибутере, на нове инвестиционе ангажмане с циљем проширења пословног процеса.

2) Трансфер нове технологије и пословне праксе подразумева подстицање иновација и инвестиција у локалној привреди и сарадњу са домаћим компанијама. Уколико се уз стране директне инвестиције планира и оснивање истраживачко-развојних капацитета у земљи домаћина, тада се остварује највећи ефекат експанзије домицилних иновативних капацитета и ресурса.

3) Прихватање ефикасније организационе и менаџерске праксе страног инвеститора – већа продуктивност, а тиме и конкурентност земље.

4) Унапређење квалитет људских ресурса кроз обуку и усавршавање локалне радне снаге.

5) Обезбеђење приступа тржиштима на којима се роба или услуга могу пласирати. Раст извоза пружа користи у погледу технолошког учења, остваривања економије обима, конкурентних подстицаја и тржишне интелигенције. Већи извоз може бити праћен већим увозом, што на кратак рок може имати негативне ефекте на платни биланс и девизне потенцијале земље. на дуги рок укупна већа извозна оријентација страних филијала јача повезаност економије земље домаћина у глобалне оквире, уз позитивне импликације на трговинске резултате и привредни раст.

6) Раст ефикасности стране привреде непосредно доприноси смањењу трошкова производње и стимулисању конкуренције на домаћем тржишту на индиректан начин.

Питање позитивних ефеката страних директних инвестиција на земљу домаћина предмет је великих дебата. Претпоставка да су стране директне инвестиције позитивне за развој, темељи се на идеји да ова улагања могу генерисати позитивна преливања на остатак економије разним каналима. Ако је страно предузеће технолошки напредније од већине домаћих предузећа, међуделовање страних техничара, инжењера и менаџера с домаћим предузећима може резултирати преливањем знања. Позитивна преливања могу настати и уколико страно предузеће оспособљава раднике који ће можда бити и запослени домаћих предузећа. Остала преливања повезана су са развојем нових инпута

који онда постају доступни и домаћим произвођачима. И то све носи користи уколико земља има капацитет да апсорбује оваква позитивна преливања.

2.2. Позитивни ефекти на запосленост

Прилив капитала из иностранства може произвести бројне ефекте на привреду земље домаћина, укључујући и њено тржиште рада. Стране директне инвестиције не доводе аутоматски до пораста производње и запослености, јер пре свега зависе од врсте инвестиција. Истраживања су показала да само гринфилд инвестиције (и хоризонталне и вертикалне) доводе до отварања радних места на кратак рок, док друге врсте страних директних инвестиција представљају препреку паду укупне запослености и испољавају своје ефекте на дуги рок, при чему се показују значајне разлике од земље до земље.

Ефекти страних директних инвестиција на запосленост у земљи домаћину могу се испољити на директан и индиректан начин. Директни ефекти су:⁷⁷

- 1) Губитак посла због реструктурирања приватизованих, раније неефикасних државних предузећа;
- 2) Отварање нових радних места кроз гринфилд инвестиције, усмерене у прерађивачки сектор, с обзиром да се ефекти мање запажају када се радна места отварају у сектору услуга (банкарство, трговина на мало, послови са некретнинама).

Индиректни ефекти се испољавају кроз:⁷⁸

- 1) Гашење радних места кроз прекидање ранијих домаћих веза после преузимања бившег друштвеног предузећа од стране страног инвеститора, који замењују домаће добављаче иностраним, што доводи до негативних преливања;

⁷⁷Јеремић, Ј., Кордић, Н. Запосленост као фактор развоја Србије, стр. 5. [доступно 01. 03.2018. на сајту <http://www.researchgate.net/>]

⁷⁸Оп. цит., стр. 5.

- 2) Гашење радних места у домаћем сектору малих и средњих предузећа због конкуренције већих и технолошки напреднијих филијала транснационалних компанија.

Према UNCTAD-у, осим трансфера технологије, знања, повећања продуктивности и извоза, стране директне инвестиције производе још четири ефекта који се односе на отварање нових радних места: (1) креирање нових радних места кроз отварање нових производних капацитета, (2) ефекат истискивања, који постоји када стране директне инвестиције доприносе повећању конкурентности, што доводи до смањења радних места у конкурентским предузећима, (3) веће зараде које нуде фирме осниване са страним директним инвестицијама доводе до преузимање најквалитетнијих радника од осталих фирми, и (4) губитак радних места, где услед повећања ефикасности радних процеса многа радна места престају да постоје или постојећи радници бивају замењени продуктивнијим радницима.⁷⁹

Дакле, насупрот броју радних места које стварају страно-контролисана предузећа, треба имати у виду број радних места које истискују. Велике и моћне фабрике страних компанија могу истиснути са тржишта постојећа домаћа предузећа, а истовремено спречавати оснивање нових предузећа. На тај начин, ефекат који производи страни капитал може бити истискивање постојећих или потенцијалних радних места у домаћим предузећима. У случају инвестиција аутомобилских компанија из Јапана у САД, има мишљења да је број радних места створен овом инвестицијом знатно премашен бројем изгубљених радних места у америчким аутомобилским компанијама које су изгубиле своје тржишно учешће, јер су га преузели јапански конкуренти.⁸⁰

Нето ефекти страних директних инвестиција у погледу подстицања запошљавања у многоме зависе од типа инвестиција, односно да ли се ради о изградњи нових капацитета (греенфилд инвестицијама) или ревитализацији

⁷⁹Точков, Д. (2017). Веза између нивоа страних директних инвестиција и запослености у Републици Србији, *Економске идеје и пракса*, бр. 26, Економски факултет, Београд, стр. 75.

⁸⁰Стојадиновић – Јовановић, С., Годоровић, В. (2014). Ефекти прилива и одлива страног капитала на запосленост, *Економски видици*, бр. 2-3, Економски факултет, Београд, стр. 147.

постојећих, преко приватизације или преузимања постојећих капацитета. Укупан ефекат је даље условљен отвореношћу земље домаћина и величином домаћег тржишта, јер ће од тога зависити капацитет за побољшање извозних перформанси, а самим тим и отварање нових радних места. Капацитет саме земље за већу утилизацију страних директних инвестиција ће зависити и од супституције постојећих коопераната фирме осниване као стране директне инвестиције са домаћим добављачима, односно колико радних места ће моћи додатно и индиректно да се отворе услед неке нове стране директне инвестиције.⁸¹ Ови и други фактори су од посебне важности у последњих неколико година, када долази до застоја у трговинским и инвестиционим токовима услед неповољних фактора глобалног економског окружења и повећане волатилности на финансијских тржиштима.

Питање броја послова, које је створио или чијем стварању је допринео страни капитал, је само један део укупног питања запослености, у оквиру кога се могу поставити значајна питања, као што су питања: врсте послова, нивоа плата, радних односа и слично. Стране компаније, генерално, дају плате које су или на нивоу или изнад нивоа земље домаћина. Постоје мишљења да радна снага директно запослена у страним филијалама има веће плате, боље радне услове и социјалну сигурност у односу на услове који преовладавају у домаћим предузећима. У развијеним земљама је, на пример, утврђено, да је просечан ниво плата у страним филијалама без изузетка изнад нивоа у домаћим предузећима, и да јаз између филијала и домаћих компанија и даље расте. Док, у мање развијеним земљама, у просеку, стране компаније дају веће плате него домаће.⁸²

⁸¹Точков, Д. (2017). *Оп. цит.*, стр. 76.

⁸²Стојадиновић – Јовановић, С., Годоровић, В. (2014). Ефекти прилива и одлива страног капитала на запосленост, *Економски видици*, бр. 2-3, Економски факултет, Београд, стр. 148-149.

2.3. Позитивни ефекти на инфлацију и платни биланс

Уз прилив страних директних инвестиција по правилу иде и прилив технологије која може кроз преливање унапредити продуктивност осталог дела привреде. Поред тога, страни инвеститори већ имају разгранате продајне мреже у свету, које могу послужити као погодан канал за извоз производа на страна тржишта. На тај начин, стране директне инвестиције могу да допринесу смањивању трговинског дефицита, а тиме и дефицита текућег рачуна платног биланса.

Прилив страних директних инвестиција уједно представља супституцију задуживања у иностранству за покриће дефицита текућег рачуна. С обзиром на то да задуживање подразумева фиксне отплате главнице и камате сразмерно висини каматне стопе, док доходак од страних директних инвестиција зависи од његове профитабилности, стране директне инвестиције представљају пожељнији вид финансирања неравнотеже текућег рачуна платног биланса.⁸³

Све док је нето прилив страних директних инвестиција већи од одлива дохотка по основу директних инвестиција, стране директне инвестиције позитивно утичу на платни биланс. Ако биланс ова два тока добија негативан предзнак, онда је то показатељ да стране директне инвестиције почињу да врше додатни притисак у правцу ширења дефицита текућег рачуна. Биланс ова два тока представља финансијску страну прилива страних директних инвестиција, коју треба посматрати заједно са њиховим доприносом повећању извоза. Имајући у виду значај повећања вредности извоза робе и услуга, како за смањивање трговинског дефицита, тако и за повољније вредности неких показатеља екстерне солвентности и ликвидности, стране директне инвестиције које су оријентисане на извоз испољавају снажније укупне ефекте на платни биланс.

Дефицити текућег рачуна који се покривају приливом страних директних инвестиција се сматрају најодрживијим јер се сматра да стране директне

⁸³Ковачевић, Р. (2016). Стране директне инвестиције (СДИ) као фактор стабилизације платног биланса Србије, *Стране директне инвестиције и привредни раст у Србији*, Економски факултет, Београд, стр. 45-67.

инвестиције представљају стабилан финансијски ток за разлику од портфолио инвестиција и не увећавају дуг за разлику од зајмовног капитала. Ниво репатријације профита и реинвестиране добити страних предузећа такође треба узети у обзир када су стране директне инвестиције у питању. Приликом реинвестирања добити не долази до конверзије домаће валуте у страну валуту, профит који је остварен у одређеној земљи остаје у тој земљи, па је за ниво реинвестиране добити по основу страних директних инвестиција дефицит текућег рачуна “прецењен”.⁸⁴

Апресијација реалног девизног курса указује на губитак конкурентности домаће привреде а испољава се споријим растом извоза (извозна роба постаје скупља у страниој валути) и бржим растом увоза (увозна роба постаје конкурентнија на домаћем тржишту) што резултује појавом спољнотрговинског дефицита услед чега дефицит текућег рачуна постаје мање одржив. Са једне стране апресијацију реалног девизног курса можемо посматрати као последицу снажног прилива иностраног капитала који води ка неодрживим дисбалансима које је могуће преокренути само номиналном и реалном депресијацијом девизног курса. По неким ауторима, са фундаменталистичке тачке гледишта, апресијација реалног девизног курса у транзиционим земљама није последица губитка конкурентности, већ је последица структурних промена у економији и подцењености домаћих валута на почетку процеса транзиције. Економска нестабилност на почетку процеса транзиције довела је до номиналне депресијације девизног курса која је превазишла чак и високе нивое инфлације што је утицало на појаву депресијације реалног девизног курса, а каснија реална апресијација девизног курса представља враћање у стање еквилибријума. Реалну апресијацију је могуће посматрати и као последицу промене у продуктивности и технологији. Србија је једна од земаља са највећом реалном апресијацијом девизног курса која је последица високог нивоа инфлације која није праћена адекватном депресијацијом тржишног (номиналног) девизног курса.⁸⁵

⁸⁴Хаџић, М. (2017). Утицај страних директних инвестиција на текући рачун Србије – докторска дисертација, Универзитет Сингидунум, Београд, стр. 63.

⁸⁵*Оп. цит.*, стр. 64-65.

Ефекти страних директних инвестиција на цене нису довољно анализирани, нити их је лако одредити. Теоријски је познато да ако су односи размене за земљу неповољни онда инострани сектор, у целини негативно утиче на домаће цене. Исти је случај ако је текући биланс позитиван. Тада се пласирају домаће робе у иностранство, слаби понуда на домаћем тржишту, па то утиче на инфлацију. Међутим, законито је да је инфлација у земљи, углавном домаћег порекла и резултат дејства економске политике одређене земље.

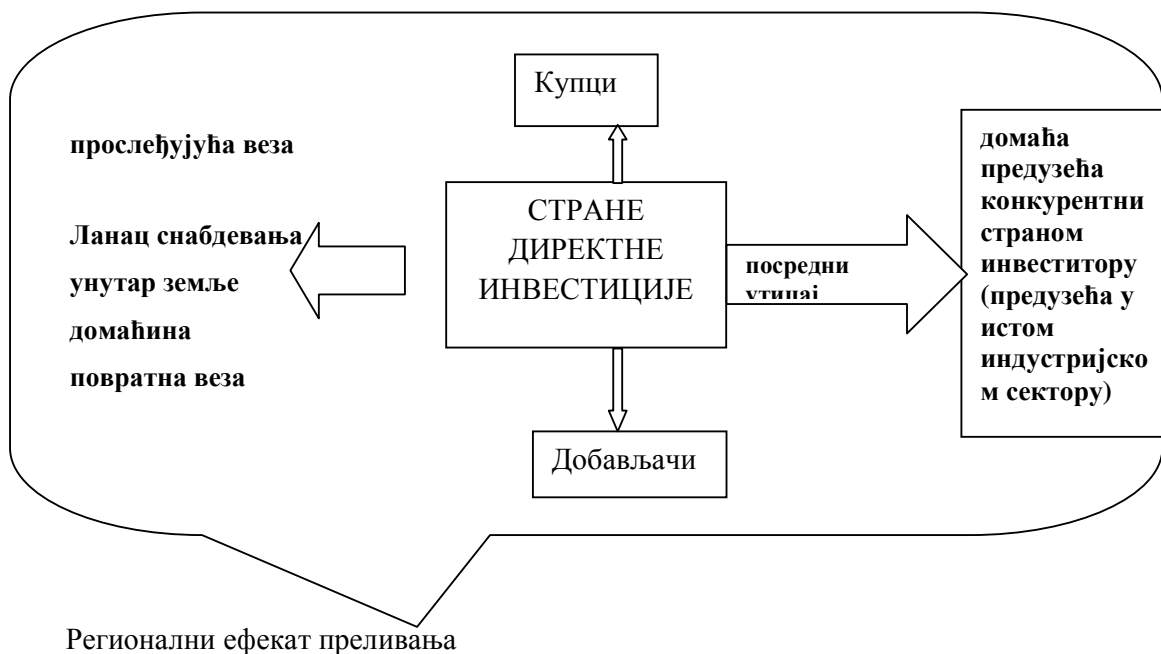
2.4. Ефекат на трансфер знања и технологије

Стране директне инвестиције су главни извор трансфера технологије из развијених земаља у земље у развоју. Поједини аутори сматрају да до трансфера технологије може доћи на два начина. Први је интерни трансфер технологије и он се односи на кретање технологије из земље порекла страних директних инвестиција у земљу домаћина, односно од матичног предузећа ка филијали у иностранству. Други, екстерни канал трансфера технологије, односи се на кретање технологије унутар земље домаћина страних директних инвестиција, односно од транснационалне филијале ка домаћим предузећима.⁸⁶

Овај пренос технологије и знања унутар земље домаћина одвија се кроз две основне димензије. Једна је вертикална и односи се на трансфер унутар ланца снабдевања, који може бити од филијале ка добављачима или од филијале ка купцима, односно потрошачима. Пошто повезује предузећа из различитих производних, трговинских и услужних делатности, овакав вертикални трансфер се назива и интерсекторски. Друга димензија је хоризонтална и односи се на трансфер технологије у смеру ка конкурентима, односно компанијама у истом сектору, те се често назива и интрасекторски.

⁸⁶ Blomstrom, M. & A. Kokko, (2002). "FDI and Human Capital: A Research Agenda", Technical Paper, OECD Development Centre, Paris, p.195.

Слика 3. Трансфер технологије и знања кроз страну директну инвестицију у земљи домаћину



Извор: (Jindra, B. (2006). "The Theoretical Framework: FDI and Technology Transfer" in: Technology transfer via foreign direct investment in Central and Eastern Europe : theory, method of research and empirical evidence, edited by Johannes Stephan, Palgrave Macmillan, New York, p.9.).

Уколико пођемо од прве, односно вертикалне димензије трансфера технологије, можемо рећи да се технологија овде креће дуж ланца снабдевања од свих оних учесника који, на индиректан или директан начин, учествују у задовољењу потреба потрошача, а то најчешће подразумева: добављаче, шпедитере, складиштаре, произвођаче, дистрибутере и малопродавце. Ако

узмемо као пример да се страни директни инвеститор бави производњом у земљи домаћину, његова технологија се помера у два смера. Први представља повратну везу у којој технологија прелази са произвођача на добављаче, шпедитере и складиштаре, а други прослеђујућу везу, у којој технологија иде ка дистрибутерима и малопродавцима. У оквиру повратне везе у литератури се могу наћи следећи примери трансфера технологије:⁸⁷

1) Преговарачка моћ коју поседује страни инвеститор најчешће је знатно већа од домаћих предузећа, те ће се од њих тражити да смање цене својих производа и услуга. Овим се приморавају домаћи сарадници да повећају своју продуктивност како би обезбедили дугорочне уговоре. Са друге стране, сама чињеница да се на домаћем тржишту појављује велики произвођач, потенцијални купац полупроизвода и услуга отвара могућност за сарадњу и остваривање економије обима.

2) Страни инвеститор захтева високе стандарде у погледу квалитета и времена испоруке, што код домаћих предузећа ствара подстицај за унапређење процеса производње и доставе. Могуће је да страни инвеститор непосредно кроз обуку и кредитирање учествује у трансферу технологије, како би допринео унапређењу квалитета код домаћих добављача.

3) Посебно значајан јесте трансфер знања који се одвија када појединци који су обучени од стране страног инвеститора прелазе да раде код домаћих добављача.

4) У случају да се страни инвеститор ипак одлучи да сировине набавља из иностранства, ово може подстицајно деловати на домаће произвођаче да постану конкурентни.

Када се ради о прослеђујућој вези у оквиру вертикалне димензије трансфера технологије, извајамо следеће примере:⁸⁸

1) Транснационалне компаније носиоци светски познатих брендова најчешће улажу значајна средства у промоцију својих производа и комплетан маркетинг који подразумева инвестирање кроз обуку и промотивни материјал у

⁸⁷ Рапајић, С. (2016). *Оп. цит.*, стр. 50.

⁸⁸ *Оп. цит.*, стр. 51.

дистрибутивној мрежи. Ово је чест пример код ланаца ресторана, бензинских станица и слично.

2) Већина произвођача машина и опреме обезбеђује асистенцију и обуку својим купцима. Када је овакав произвођач страни директни инвеститор, локална предузећа имају приступ новој технологији по нижим трошковима набавке и одржавања, него да је реч о увозу опреме.

3) У специфичним индустријским секторима попут телекомуникација, доласком страног инвеститора, значајно се повећава квалитет укупних телекомуникационих услуга у земљи. Физичка и правна лица као купци телекомуникационих услуга добијају квалитетније производе по значајно нижим ценама него раније. Транснационалне телекомуникационе компаније на тржишта доносе нове производе којима својим купцима снижавају трошкове пословања.

Хоризонтална димензија трансфера технологије односи се на ефекат преливања у оквиру истог индустријског сектора, односно са транснационалне филијале на домаћа предузећа конкуренте. Теорија каже да ће домаћа предузећа извући користи од присуства снажне конкуренције у облику стране директне инвестиције из неколико разлога:⁸⁹

1) Транснационална компанија са собом доноси неку новину у пословању, било да се ради о самом производу или процесу производње. Домаћи конкуренти ће се потрудити да имитирају новопридошли процес производње или ће путем корпоративне шпијунаже покушати да дођу до података који би им омогућили да направе исти производ.

2) Долазак значајне транснационалне компаније на домаће тржиште може привући друге стране инвеститоре из подржавајућих сектора, попут банака, консултантских кућа, маркетиншких и лоби група, транспортних и шпедитерских предузећа, од чијег ће присуства корист извући сва домаћа предузећа у датом сектору.

3) Јачање конкуренције се често наводи као разлог трансфера технологије, сматрајући да ће домаћа предузећа бити приморана да поспеше

⁸⁹ *Оп. цит.*, стр. 52.

своју продуктивност како би опстала на тржишту. Са друге стране, одређени аутори истичу да конкуренција ове врсте може да има и негативно дејство на домаћа предузећа, јер најчешће нису у стању да копирају супериорну технологију.

4) Мобилност радне снаге се такође наводи као канал трансфера технологије. Иако се најчешће главна менаџерска места остављају за стручњаке из земље порекла, страни инвеститор ће запослити и значајан број домаћих радника, које ће обучити и оспособити за руковање новим знањима и технологијама. После извесног времена обучени радници могу прећи да раде за домаћег конкурента и са собом пренети дугорочно знање и искуство.

Поред високе технологије, директне стране инвестиције доносе комплементарне предности, као што су знање и искуство у менаџменту и предузетничким способностима. Својим присуством мултинационалне компаније форсирају домаћа предузећа на иновације са циљем очувања свих тржишног учешћа и профита. Поред тога, оне нуде познате марке и омогућавају приступ регионалном и светском тржишту. Многбројне студије у земљама у развоју и земљама Источне Европе показале су да усвајање нових знања и технологија утиче и на постојеће домаће привредне субјекте, који нова знања усвајају кроз сарадњу и имитацију, борећи се за тржиште.⁹⁰ Такође, стране компаније упућују запослене на разне обуке изван земље, који стечена знања, вештине и способности користе у својој земљи. Нови стандарди пословања који стране компаније намећу добављачима, шпедитерима, па и самим потрошачима, представљају начине на које нова знања долазе и до домаћих предузећа. Директна страна улагања у нова производна предузећа или у проширење постојећих најчешће подразумевају отварање нових радних места, што представља једно од главних приоритета сваке државе. На прилив страних директних инвестиција гледа се као на кључни извор пожељног прилива страног капитала, па треба имати у виду да ова улагања могу одиграти кључну улогу у трансформацији производне структуре привреде и трансферу знања.

⁹⁰Шушић, М., Спасојевић, Б. (2016). Стране директне инвестиције и њихов значај у финансирању глобалне економије, *Пословне студије*, 15-16, Универзитет за пословне студије, Бања Лука, стр. 119-139.

3. Ефекти преливања

Ефекат страних директних инвестиција на спољну трговину зависи од намене због које је дата инвестиција предузета, односно да ли је циљ страног инвеститора да производе пласира на тржишту земље домаћина или да их продаје на тржиштима трећих земаља. Најповољнији ефекат на спољну трговину ће се постићи када стране директне инвестиције представљају супститу за увоз, при чему је страна филијала основана са циљем да извози на друга тржишта, обављајући производњу у земљи домаћина уз минимално коришћење инпута из иностранства. Са друге стране, ефекти ће бити неповољнији уколико је инвестиција предузета са циљем продаје производа на тржишту земље домаћина при чему је производња веома зависна од увоза инпута из других земаља.

Претходно поменути директни ефекти допуњују се индиректним утицајима страних директних инвестиција на спољну трговину земље домаћина. Ови индиректни ефекти огледају се у тзв. ефектима преливања.⁹¹ Кључни предуслов да неки ефекат буде окарактерисан као ефекат преливања је тај да страни инвеститор не може да га присвоји и учини делом своје пословне праксе.⁹² Ефекти преливања подразумевају утицај страних компанија да домаће добављаче (вертикални ефекти уназад), на домаће дистрибутере (вертикални ефекат унапред), на локална предузећа из исте гране (хоризонтални уски ефекти) и на локална предузећа из других грана (хоризонтални широки ефекти).

С обзиром да их је тешко избећи, за земљу домаћина је најбоље да ефекти преливања не буду ни превише јаки, ни превише слаби. Уколико су превише слаби, може доћи до значајних подела унутар привреде што свакако

⁹¹ Dunning, John H., Lundan, Sariana M. (2008). *Multinational Enterprises and the Global Economy*, Second Edition, Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham, UK, pp. 551-605.

⁹² Ђорђевић, А. (2015). Транснационалне компаније и ефекти њиховог пословања на привреду Србије, *Банкарство 1/2015*, Удружење банака Србије, Београд, стр. 48-77.

неће бити добро за њен економски раст и развој дугорочно гледано. Сектор у ком су присутне стране директне инвестиције генерише привредни раст, постаје модеран и на прави начин интегрисан у светску привреду, док други сектор, сектор локалних произвођача све више заостаје, постаје неактиван, неконкурентан и неинтегрисан на прави начин у светску привреду. Са друге стране, уколико су ефекти преливања превише јаки то може бити добро за земљу домаћина, али неће сигурно одговорати инвеститору јер неће моћи да присвоји све погодности пошто се оне преливају на друге учеснике, и може га стимулирати да се окрене ка другим тржиштима.⁹³

Ефекти преливања ће такође у великој мери зависити од апсорпционе моћи земље домаћина. Апсорпциона моћ зависи од сложености технологије и знања који се преносе путем страних директних инвестиција и јаза који постоји у погледу коришћења технологије и знања локалних произвођача и произвођача заснованих на страним директним инвестицијама. При томе, у предности ће бити локална предузећа која су извозници и која имају развијену функцију истраживања и развоја. Поред тога, особине локалне радне снаге (способност да брзо учи и ниво образовања), флексибилност локалног тржишта рада су још неки фактори који су се показали као најзначајнији за одређивање апсорпционе моћи неке земље.⁹⁴

Стварајући тражњу за производима и услугама домаћих добављача, дистрибутера, као и многих других предузећа која ће за страну компанију обављати одређене послове, транснационалне корпорације кроз високе захтеве које постављају али и кроз процесе обуке, техничке помоћи и трансфера знања, утичу на развој домаћих предузећа, унапређење квалитета њихових производа и услуга, а тиме и на побољшање њихове конкурентности што ће се одразити и на извоз. Испитивањем ефеката страних директних инвестиција на извоз бавили су се многи аутори при чему закључци нису једнозначни. Ипак, оно што се

⁹³Јанковић, Н. (2018). Стране директне инвестиције као развојни потенцијал привреде Републике Србије, *Зборник радова:Импликације економије знања на развојне процесе у Републици Србији*, Економски факултет, Крагујевац, стр. 209-222.

⁹⁴Беговић, Б., Мијатовић, Б., Пауновић, М., Поповић, Д. (2008). *Гринфилд стране директне инвестиције у Србији*, Центар за либерално-демократске студије, Београд, стр. 69-72.

несумњиво може закључити да ефекти страних директних инвестиција на извоз зависе од структуре инвестиција, односно од карактеристика као што су секторска дистрибуција, тип страних директних инвестиција према начину предузимања (гринфилд, браунфилд, мерцери и аквизиције) и облика страних директних инвестиција (хоризонталне, вертикалне, конгломератске).⁹⁵

Када се посматра облик страних директних инвестиција, најповољнији ефекат на извоз се остварује у случају вертикалних инвестиција где страни инвеститор поједине фазе у процесу производње премешта у другу земљу вођен ниским трошковима радне снаге, географском близином, богатском ресурса. Са друге стране, хоризонталне стране директне инвестиције које су мотивисане обезбеђењем тржишта, скоро да не доприносе повећању извоза јер је у случају ових инвестиција циљ страног инвеститора да прошири тржиште за своје производе продајући их у земљи домаћину. Конгломератске стране директне инвестиције се предузимају услед жеље инвеститора да диверсификује ризик. Реч је улагању капитала у послове који нису ни на који начин повезани са пословима у матичној земљи, те је ефекат на извоз неизвестан. Услед непостојања информација о структури страних директних инвестиција према претходно наведеним облицима, тешко је донети закључак о њиховом утицају на извоз. Један од начина идентификације облика који је у земљи најзаступљенији јесте испитивање детерминанти које у конкретној земљи утичу на привлачење страног капитала, те на основу тога донети закључак о доминантном присуству једног од претходно поменутих облика страних директних инвестиција.

⁹⁵Ђорђевић, А. (2016). *Оп. цит.*, стр. 159-175.

4. Негативни ефекти страних директних инвестиција на земљу домаћина

Макроекономски ефекти страних директних инвестиција не морају увек бити позитивни. Постоје аутори који управо потврђују ову тезу. Један од њих је Јоже Мецингер, који је дошао до закључка да је корелација између страних директних инвестиција и привредног раста негативна. Он своје закључке објашњава чињеницом да је у земљама у транзицији доминантан облик страних директних инвестиција била аквизиција, али је вршена и брза приватизација јер су владе очекивале да ће транснационалне компаније повећати запосленост, извоз и пореске приходе. Међутим, истраживања показују на нејасну корелацију између запослености и страних директних инвестиција. Наиме, овај аутор истиче да се аквизиције не могу сматрати улагањем у реалну имовину јер приход од продаје може бити искоришћен у потрошњу или инвестиције, па се на тај начин стране директне инвестиције не могу одразити на привредни раст. Он је такође поставио и питање ефеката, директних или индиректних) које стране директне инвестиције имају на земљу домаћина попут следећих:⁹⁶

- 1) развој предузећа и његово реструктурирање;
- 2) допринос међународној трговинској интеграцији;
- 3) побољшање конкуренције у пословном сектору;
- 4) подизање нивоа развоја хуманог капитала.

Ни један од ових ефеката се није догодио, што он приписује малој величини економија, као и концентрацији страних директних инвестиција у терцијалном сектору, нарочито трговини и финансијама. Он је такође указао на негативну корелацију између страних директних инвестиција и салда платног биланса, који може водити повећању спољног дуга.

⁹⁶Несторовић, О. (2015). Да ли стране директне инвестиције доприносе привредном расту земаља у транзицији? *Економске теме*, вол. 53, бр. 2, Економски факултет, Ниш, стр. 273-282.

Друга група аутора истраживала је повезаност између ефикасности инвестиција и страних директних инвестиција на узорку од 11 земаља у транзицији у периоду од 1994. до 2002. године и изнели следеће резултате до којих су дошли:⁹⁷

- 1) Високе стопе привредног раста у земљама у транзицији су резултат ефикаснијих инвестиција а не већег обима инвестиција у БДП-у;
- 2) Ефикасност инвестиција није у директној корелацији са висином удела укупног прилива страних директних инвестиција у БДП-у;
- 3) Постоји директна позитивна корелација између ефикасности инвестиција и прилива страних директних инвестиција у терцијални сектор;
- 4) Што су инвестиције ефикасније, већи је спољни дуг;
- 5) У појединим државама спољни дуг креирају приватни резиденти, а у случају појединих држава ствара га сектор државе, што ће у будућности имати низ макроекономских неповољних импликација.

Генерално, као важније негативне ефекте за земљу домаћина тј. за земљу у коју се инвестира можемо издвојити следеће:⁹⁸

- ствара се опасност од претеране зависности од страног капитала,
- искоришћавање домаћих ресурса,
- повећање технолошке зависности од иностранства,
- могућност отпуштања радника и тако повећање незапослености с обзиром на преузимањем власништва над домаћим предузећима,
- формирање модела потрошње који не одговара нивоу развијености земље домаћина,
- могућност угрожавања националног суверенитета.

Антиглобалисти као аргумент против прилива страних директних инвестиција наводе бескрупулозну експлоатацију радне снаге. Транснационалне компаније које се баве радно-интензивним делатностима, по правилу, одлучују

⁹⁷Ловринчевић, Ж., Микулић, Д., Марић, З. (2004). Ефикасност инвестиција и СДИ – стара прича, нове околности, *Економски преглед* 55 (1-2), Хрватско друштво економиста, Загреб, стр. 3-43.

⁹⁸ Ђорђевић, М. (2012). *Међународни мркетинг*, Економски факултет, Крагујевац, стр. 196.

се да пласирају капитал у државама са најнижим надницама у којима није уређено или се пак не примењује радно право. Под утицајем страног капитала, нарочито када су у питању директне инвестиције, привреда се развија према потребама и интересима странаца, а не води се рачуна о националним циљевима економског и друштвеног развоја.⁹⁹ Због наведене бојазни, креатори економске политике дужни су да адекватним одлукама спрече деформисање домаће привредне структуре и да активности мултинационалних компанија усмере у правцу остваривања националних макроекономских циљева.

Посебан изазов за државну управу и друга владина тела биће обезбеђивање транспарентности тржишта. Односни проблем посебно долази до изражаја у недовољно развијеним земљама у којима стране, економски моћне компаније у почетним годинама пословања могу дампиншким ценама елиминисати конкуренцију, а потом искоришћавати доминантан положај на тржишту.¹⁰⁰ Од формирања монополске тржишне структуре нико неће имати користи сем транснационалних компанија.

Најрадикалнији критичари наводе да стране директне инвестиције чак угрожавају суверенитет државе, будући да нерезиденти располажу значајним информацијама које могу бити (зло) употребљене.

Један од кључних мотива страних компанија за пословање ван националних граница свакако је експлоатација природних ресурса земље домаћина. Најчешће су у питању необновљиви извори, па владе морају бити веома обазриве при дефинисању концесионих уговора. Сличан начин размишљања могуће је применити када је реч о коришћењу инфраструктуре у чијој изградњи инострана предузећа нису учествовала, а при том је у значајној мери користе (на пример, локални коловози).

Као негативан ефекат страних директних инвестиција на земљу домаћина могу се издвојити тзв. трансферне цене. Реч је о ценама који се примењују при размени између матичне компаније и њених филијала којом се на прикривен

⁹⁹Јовановић Гавриловић, П. (2004). *Међународно пословно финансирање*, Економски факултет, Београд, стр. 161.

¹⁰⁰Бубњевић, Д. (2009). *Оп. цит.*, стр. 70-79.

начин износи профит из земље пре него што је и декларисан.¹⁰¹ Под утицајем страног капитала, нарочито када су у питању директне инвестиције, привреда се развија према потребама и интересима странаца, а не води се рачуна о националним циљевима економског и друштвеног развоја због чега се може доћи до деформисане привредне структуре.¹⁰² Страни капитал искориштава домаћу инфраструктуру, у чијем стварању није учествовао, долази и до повећања технолошке зависности од иностранства.

Чињеница јесте да инострани капитал има важну улогу за унапређивање економског раста. Међутим, креатори економске политике морају бити свесни да „прекомерни“ издаци у области јавне потрошње могу спречавати остваривање позитивних ефеката страних директних инвестиција.

5. Искуства европских земаља

Кључну улогу у убрзаном развоју земаља Југоисточне Европе (Бугарска, Хрватска, Чешка, Мађарска, Пољска, Румунија, Србија, Словачка, Чешка) према неким мишљењима имале су мултинационалне компаније. Оне су кроз стране директне инвестиције осигурале технологију, знање и приступ страним тржиштима и што је још важније, увеле су више стандарде продуктивности, етике и праксе који су се проширили регионом. Искуства земаља југоисточне Европе указују на њихову жестоку борбу у привлачењу страних инвеститора кроз кретање адекватног пословног окружења, али и кроз што већи систем подстицаја. Тако је нпр, у конкурентској утакмици у сектору аутоиндустрије Румунија привукла „Форд“, Мађарска „Мерцедес“, Словачка „Кију“, а Србија

¹⁰¹Јовановић-Гавриловић, П. (2010). *Међународно пословно финансирање, 13. измењено издање*, Економски факултет, Београд, стр. 205.

¹⁰²Курбеговић, И. (2014). Стране директне инвестиције као фактор раста и развоја привреде, *Акта Есопотиса*, бр. 20, Економски факултет, Бања Лука, стр. 283-298.

„Фиат“.¹⁰³ Искуства транзицијом земаља показују да предузећа која су у власништву страног инвеститора остварују боље резултате него домаћа, имају два пута већу продуктивност рада, за 20%-30% веће плате, употребљавају савремену технологију, запошљавају стручнију радну снагу, више су извозно оријентисана и остварују већу добит.¹⁰⁴

У земљама Централне, Источне и Југоисточне Европе се од почетка 90-их година XX века одвијало неколико паралелних процеса попут реформи, транзиције, европске интеграције, праћене значајним приливом страних директних инвестиција. Услови у којима се тај прилив одвијао одредили су и њихове карактеристике и ефекте. Очекивања су била много већа од простог прилива свежег капитала и заснивала су се на добрим светским искуствима. Међутим, она су се у мањој мери остварила.

Основне карактеристике и ефекти прилива страних директних инвестиција у ову групу земаља се могу описати као следеће:¹⁰⁵

1) највећи део страних директних инвестиција је био усмерен у куповину постојећих државних предузећа током процеса приватизације, а тек касније се јављају чисте гринфилд инвестиције;

2) претежан мотив страних инвеститора је била куповина тржишта;

3) већи део страних директних инвестиција је пласиран у сектор услуга (банкарски сектор, осигурање, трговина, транспорт и пратеће услуге, консалтинг, адвертајзинг, пословне услуге);

4) стране директне инвестиције су увећале постојеће и довеле до нових дисторзија локалних тржишта (монополи, олигополи, прећутни картели);

5) ефекти на смањење постојеће незапослености радне снаге су били и остали ограничени у највећем броју земаља;

¹⁰³ Делић, С., Миленковић, И., Миленковић, Д. (2012). Стране директне инвестиције у југоисточној Европи – осврт на изабрана питања, *Економски погледи бр. 2*, Економски факултет, Приштина, стр. 122-133.

¹⁰⁴ Вујић, Т. (2013). *Спољнотрговинско и девизно пословање Босне и Херцеговине*, Универзитет Синергија, Бијељина, стр. 77.

¹⁰⁵ Антевски, М. (2009). Развојни потенцијали страних директних инвестиција: компаративна међународна искуства, Библид 0025-8555, 61, бр. 1-2, стр. 48-73. [доступно 25.02.2019 на сајту <http://www.doiserbia.nb.rs>]

б) предузећа у која су пласиране стране директне инвестиције су често највећи извозници из земаља домаћина, али и највећи увозници;

7) стране директне инвестиције у најновије технологије су ретке и ограничене на неколико предузећа као што су на пример Nokia и Ericson;

8) преливање технологија и знања је ограниченог обима, како због тога што су инвестиције пласиране у старе технологије, тако и због ограничене рецептивне способности локалних предузећа;

9) у последњој деценији се предузећа из ове групе земаља јављају као инвеститори у иностранству, а њихове стране директне инвестиције су углавном пласиране у мање развијене земље из исте групе.

Земље Југоисточне Европе су биле суочене са растућим дефицитом текућег рачуна и највећа вредност овог дефицита регистрована је у кризној 2008. години. При томе је екстремна вредност дефицита остварена у Црној Гори. После 2008. се региструје усклађено смањивање дефицита, и он се креће у распону од 0 до 20% БДП-а.¹⁰⁶ Сталан дефицит текућег рачуна може повећати рањивост привреда ових земаља. Овај се проблем може ублажити стабилним приливом дугорочног капитала као што су стране директне инвестиције. Међутим, значајан део страних директних инвестиција у земљама Југоисточне Европе у процесу транзиције и приватизације је пласиран у сектор неразмењивих добара, што је умањило њихов утицај на извоз. Дефицит текућег рачуна пре избијања кризе 2008. значајно је покриван приливом страног капитала.

Оцене о ефектима страних директних инвестиција у стручној и политичкој јавности ових земаља су различите, мада је генерална оцена позитивна. Она има основ, пре свега, у недовољној домаћој акумулацији и транзицију ових привреда него што би то било могуће спољним задуживањем, или на основу раста домаће штедње.

Јоже Mencinger, ректор Љубљанског универзитета и највећи ауторитет словеначке економске мисли, сматра да стране инвестиције у привредама у транзицији руше њихов друштвени бруто производ. Mencinger је прецизно

¹⁰⁶Ковачевић, Р. (2017). Финансирање дефицита текућег рачуна земаља Југоисточне Европе, *Банкарство*, вол. 46, бр. 3, Удружење банака Србије, Београд, стр. 96-111.

израчунао да је у осам таквих држава (Чешкој, Естонији, Литванији, Литви, Мађарској, Пољској, Словачкој и Словенији) са сваким процентом повећања страних директних инвестиција друштвени бруто производ смањен за 0,28 процената. Словенија је у протеклих 15 година, међу наведеним државама, имала најмање страних инвестиција, а највиши достигнути ниво развоја.¹⁰⁷

Један од основних проблема са којима се Србија суочава је висока стопа незапослености. Како би се остварио позитиван ефекат на запосленост, неопходно је да транснационалне компаније што више улазе на тржиште Србије у форми гринфилд инвестиција, јер оне имају најповољнији ефекат на запосленост. Ако се има у виду да су у прошлом периоду највреднија улагања реалозована кроз процес приватизације, јасно је да се нису остварили ефекти на запосленост.

Србија има и проблем везан за равномерну алокацију страних директних инвестиција. И у Србији, као и у другим земљама, постоје развијенија и напреднија подручја (град Београд и подручје АП Војводине) која привлаче много више страних инвестиција, и сиромашнија и неразвијена подручја (сва подручја јужно од Београда) код којих је страних улагања било мало или их уопште није било, што доводи до још мањег интересовања страних инвеститора у овим регионима и општинама.¹⁰⁸

Помало изненађујућ податак, јесте да је највећи индекс учинка у погледу гринфилд страних директних инвестиција на свету у 2016. години имала управо Србија. Њен индекс од 12,02 заправо значи да је она привукла 12 пута већи износ гринфилд страних директних инвестиција од онога који се могао очекивати за економију те величине. На другом месту ове ранг листе наша се Камбоџа са индексом 11,24, а на трећем Македонија са 9,18. У првих десет земаља на свету из Европе се пласирала још једино Литванија, која је забележила индекс од 6,62. Од земаља из региона у првих педесет на свету још су се нашле: Бугарска на 14. месту (5,06), Босна и Херцеговина на 16. месту

¹⁰⁷ Ђорђевић, М. (2012). *Оп. цит.*, стр. 199.

¹⁰⁸ Дашић, Б. (2011). Стране директне инвестиције као показатељ регионалних неравномерности у Србији и могућности њихове ефикасне алокације, *Економски хоризонти*, 13 (1), Економски факултет, Крагујевац, стр. 27-42.

(4,97), Мађарска на 17. месту (4,92), Румунија на 24. месту (3,50), Словенија на 43. месту (2,14) и Хрватска на 50. месту (1,64).¹⁰⁹ Када је реч о броју најављених гринфилд инвестиционих пројеката, у Србији их је у 2016. години било 77, што је за 20 више него годину дана раније.

Табела 3. Индекс учинка у погледу гринфилд страних директних инвестиција – европске земље у развоју

Ранг	Земља	Гринфилд стране директне инвестиције	Број пројеката 2016. год.
1.	Србија	12,02	77
2.	Македонија	9,18	17
3.	Литванија	6,62	48
4.	Малта	5,92	11
5.	Бугарска	5,06	45
6.	Босна и Херцеговина	4,97	14
7.	Мађарска	4,92	105
8.	Естонија	4,08	16
9.	Румунија	3,5	111
10.	Пољска	3,43	272

Извор: (Дугалић, В. (2017). Стране директне инвестиције – трендови и очекивања, *Банкарство*, вол. 43, бр. 3, Удружење банака Србије, Београд, стр. 12.).

Резултати економетријских анализа потврђују да земље које су успешније у процесу транзиције привлаче веће стране директне инвестиције, и да су позитивни ефекти страних директних инвестиција већи што су привредно – системски фактори више ранжирани и што је економска политика боље креирана.¹¹⁰ Привлачење директних страних инвестиција представља основни услов за повећање производње и извоза земље домаћина до нивоа који би јој

¹⁰⁹Дугалић, В. (2017). Стране директне инвестиције – трендови и очекивања, *Банкарство*, вол. 43, бр. 3, Удружење банака Србије, Београд, стр. 6-13.

¹¹⁰Грубор, М. (2006). Детерминанте привредног система за привлачење страних директних инвестиција у земље у транзицији, *Индустрија*, бр. 3, Економски институт, Београд, стр. 53-64.

омогућио стабилан економски раст, као и успешно сервисирање дугова, те је стога један од основних циљева креатора економске политике управо стварање инвестиционе климе која погодује привлачењу страних улагача.

Глава IV

КОМПАРАТИВНА АНАЛИЗА СТАЊА И СТРУКТУРЕ СТРАНИХ ДИРЕКТНИХ ИНВЕСТИЦИЈА У ИЗАБРАНИМ ЗЕМЉАМА

1. Методологија прикупљања података о страним директним инвестицијама

Методологија за прикупљање података о страним директним инвестицијама занима се на Шестомприручнику о међународном платном промету Међународног монетарног фонда из 2013. године (*IMF Balance of Payments Manual, Sixth Edition*). Основана сврха приручника јесте да обезбеди стандардне за концепте, дефиниције, класификације и конвенције, који омогућавају систематично и уноформно прикупљање података на националном и међународном нивоу, организацију и упоредивост платног биланса и статистика међународне инвестиционе позиције. Значај овога огледа се превасходно у униформности и могућности компарација међу различитим јурисдикцијама, с циљем да се сагледају њихове атрактивности, идентификовали кључни актери у међународним трансакцијама, сагледала структури инвестиција како по изворима тако и порегионима и гранама. Непостојење јединствене методологије значило би немогућност упоређивања различитих јурисдикција по горе наведеним критеријумима, те тешкоће у одлучивању страних директних инвеститора о инвестиционим алтернативам, али и

преузимању кључни напора од стране влада земаља домаћина капитала за очување атрактивности појединих сектора и грана индустрије, географских региона али и унапређењу оних који су тренутно неатрактивни за стране инвеститоре.

Приручник се заснива на одређеном скупу основних принципа и конвенција који осигуравају систематизовано и кохерентно евидентирање међународних трансакција и залиха стране активе и пасиве, при чему се под платним билансом подразумева статистички податак који систематски сумира, за одређени временски период, економске трансакције привреде са остатком света,¹¹¹ док се трансакција се дефинише као економски ток који одражава стварање, трансформацију, размену, пренос или престанак економске вредности и укључује промене у власништву над производима и/или финансијским средствима, пружањем услуга или обезбеђивањем рада и капитала. Трансакције, у највећем делу између резидената и нерезидената, се састоје од оних које укључују робу, услуге и приходе; оне које укључују финансијска потраживања и обавезе према остатку света; и оне (као што су поклони) класификовани као трансфери, који укључују пребијање ставки у билансу, у рачуноводственом смислу, тзв. једностране трансакције.

Основна конвенција која се примењује у конструкцији билансних плаћања је да свака регистрована трансакција представља два уноса са једнаким вредностима. Један од ових уноса је означен као кредит са позитивним знаком, а други је задужен са негативним предзнаком. У принципу, збир свих уноса кредита је идентичан збиру свих дебитних уноса, а нето биланс свих уноса у билансу је нула. Другим речима, основна конвенција на којој почива Приручник јесте систем двоструког уноса (*double entry system*). Међутим, у пракси, рачуни често нису уравнотежени. Подаци за процене платног биланса често се изводе независно из различитих извора, као резултат тога, може постојати сумарни нето кредит или нето задужење (тј. нето грешке и пропусти у рачунима). Затим

¹¹¹IMF, Balance of Payments Manual, (1999), Fifth edition, Concept and Characteristics, Issues for consideration, Note by the UNCTAD secretariat, 15.april, 1999.

се прави посебан унос, једнак том износу са обрнутим знаком, како би се извршила равнотежа рачуна. Пошто нетачне или недостајуће процене могу бити надокнађене, величина нето преосталог не може се узети као показатељ релативне тачности платног биланса. Услед овога може да се деси да постоје велики резидуали који имају импликације за тумачење биланса о положају улагања (деталније видети у Balance of Payments Manual, 2013)¹¹².

Вредности нето грешака и пропуста требало би да се анализира од стране компилатора. Величина и трендови могу помоћи у идентификовању проблема са подацима, као што су покривеност или погрешно пријављивање. Обрасци нето грешака и пропуста могу пружити корисне информације о проблемима са подацима¹¹³. На пример, конзистентан знак указује на пристраност у једној или више компоненти. Стална позитивна вредност нето грешака и пропуста указује на то да су кредитни уноси потцењени или су изостављени или дебитни уноси прецењени. Насупрот томе, нестабилан образац може да сугерише проблеме везане за време. Међутим, иако нето грешке и пропусти могу помоћи у указивању на неке проблеме, то је непотпуна мера јер се грешке и пропусти у супротним смеровима међусобно *rotiru*. Појам нето грешке и пропусти не треба тумачити као значење грешака код компилатора;

¹¹²Иако су рачуни платног биланса у принципу уравнотежени, неравнотеже резултирају у пракси од несавршености у изворним подацима и компилацији. Ова неравнотежа, уобичајена карактеристика података о платном билансу, означена је нетачним грешкама и пропустима и треба да се идентификује одвојено у објављеним подацима. Не би се требало разликовати од других ставки. Нето грешке и пропусти се добијају као нето позајмљивање / нето позајмљивање и могу бити изведени из финансијског рачуна умањени за исту ставку изведену из текућих и капиталних рачуна. Према томе, позитивна вредност нето грешака и пропуста указује на општу тенденцију да:

- (а) вредност кредита у текућем и капиталу рачуни су прениски; и / или
- (б) вредност задужења у текућем и капиталу рачуни су превисоки; и / или
- (ц) вредност нето повећања средстава у финансијском рачуну је превисока; и / или
- (д) вредност нето повећања обавеза у финансијском рачуну је прениска.

За негативну вриједност нето грешака и пропуста, ове тенденције су обрнуте.

¹¹³ IMF, Balance of Payments Manual, (2013), Fifth edition, Concept and Characteristics

много је чешћа чињеница да је ово одступање узроковано другим факторима, као што су непотпуни извори података и лоше извештавање о квалитету.

У складу са конвенцијама система, за активу - реалну или финансијску - позитивна цифра (кредит) представља смањење, док негативна цифра (задужење) представља повећање. Насупрот томе, за обавезе позитивна цифра показује повећање, а негативна бројка показује смањење. Трансфери се приказују као кредити када су ставке на које трансфери обезбјеђују компензације дуговања и као дуговања када су ти уноси кредити.

Покривеност извештаја о платном билансу донекле зависи од тога да ли се трансакције третирају на бруто или нето основи. Приручник јасно прописује смернице о томе које трансакције треба евидентирати бруто или нето. Наиме, текући и капитални рачуни показују бруто трансакције. Насупрот томе, финансијски рачун приказује трансакције у нето износу, које су приказане одвојено за финансијска средства и обавезе (тј. нето трансакције у финансијским средствима показују стицање средстава умањено за смањење имовине, а не за активу нето од обавеза). За ресурсе који улазе и излазе из економије (као што су поново извезена роба и средства у транзиту), може бити аналитички корисно представити и нето токове.

Следећи принцип на којем почива Приручник јесте на дефинисању појама економске територије и резидента. Према Приручнику, економска територија нужно се не подудара са границама које се признају у политичке сврхе. Економска територија земље састоји се од географске територије којом управља влада. На овој географској територији особе, добра и капитал слободно циркулишу, док за поморске земље, географска територија обухвата сва острва на која се то односиште фискални и монетарни прописи као и за копно. Привредни субјект има центар економског интереса и статус резидента земљекада, са неке локације (стан, место производње или друге просторије) унутар економске територије земље, ангажује и намерава да настави

ангажовање неограничено или за одређени период, у економским активностима и трансакцијама у значајном обиму.¹¹⁴

Следећи принцип на којем је изграђен правилник јесте принцип за валацију и време евидентирања трансакције (*Principles for Valuation and Time of Recording*). Јединствена основа за вредновање међународних рачуна и трансакција (како реалних ресурса, тако и финансијских потраживања и обавеза) неопходна је за састављање, на доследној основи, сваког агрегата појединачних трансакција и позиција активе и обавеза у складу са таквим трансакцијама. Основа за вредновање трансакција су тржишне цене договорене од стране трансакционара, што је у складу са међународним рачуноводственим стандардима. Концептуално, све врсте активе и обавеза вреднују се по тржишним ценама које преобладавају у тренутку у којем се међународна инвестиција црпи.

Поред начина вредновања билансних ставки, Приручник прописује и време када се трансакција евидентира, то је принцип „обрачунског рачуноводства“. Правило је да се трансакција евидентира када се креира економска вредност, када се изврши њен трансфер или када се гаси. Потраживања и обавезе настају када постоји промена власништва. Промена може бити правна или физичка (економска). У пракси, када промена власништва није очигледна, промена може да се промени до тренутка када је стране у трансакцији то евидентирају у својим књигама или рачунима.

Уопштено говорећи, промене које се евидентирају у платном билансу углавном произилазе из економских трансакција између две стране и то између резидента и нерезидента. Међутим, упркос конотацији платни биланс се не бави исплатама, као што је тај термин генерално схваћен, већ трансакцијама. Наиме, један број међународних трансакција које су интересантне у контексту платног биланса не морају подразумевати плаћање новца. Постоје трансакције које не подразумевају плаћања ни у каквом смислу. Укључивање ових трансакција, поред оних које одговарају стварним плаћањима, представљају главну разлику

¹¹⁴Уобичајено је да тај период буде једна година. Мада приручник допуса да се дефинише и дужи период али само као смерница, али не као нефлексибилно правило.

између извештаја о платном билансу и евиденција о плаћањима у иностранству. Најбројније и најзначајније трансакције у платном билансу могу се окарактерисати као размене. Трансактор (економски ентитет) даје економску вредност другом трансактору и прима заузврат једнаку вредност.¹¹⁵ Економске вредности које се дају од стране једне економије другој, могу се широко категоризирати као стварни ресурси (роба, услуге, приход) и финансијске ставке. Стране које се баве разменом су резиденти различитих економија, осим у случају размене страних финансијских ставки између резидентних сектора. Обезбеђивање финансијске ставке може укључивати не само промену власништва над постојећим потраживањем или обавезама, већ и стварање новог потраживања или обавезе или отказивање постојећих. Штавише, услови уговора који се односе на финансијску ставку могу бити измењени споразумом између страна. Такав случај је једнак испуњењу првобитног уговора и замени уговором са различитим условима. Све ове врсте размене покривају се у платном билансу.

Трансакције које укључују трансфере разликују се од размене у томе што један трансакционар даје економску вредност другом трансакционом субјекту, али не добија *a quid pro quo* економску вредност, у складу са конвенцијама и правилима усвојеним за систем. Ово одсуство вредности са једне стране представља унос који се назива пренос. Такви трансфери (економска вредност обезбијеђена и примљена без *a quid pro quo*) приказани су у платном билансу. Текући трансфери су укључени у текући рачун.

Приручни третира и питања миграције. Будући да је економија дефинисана у смислу економских субјеката повезаних са њеном територијом, обим привреде ће вероватно бити погођен променама у ентитетима повезаним с економијом (детаљније видети у *Balance of Payments Manual*, 2013). Једноставније речено, миграција се дешава када појединац промени пребивалиште из једне економије у другу. Његова покретна и материјална имовина у ствари представља увоз за нову економију. Непокретна имовина миграната и одређена покретна, материјална имовина која се налази у старој

¹¹⁵ IMF, *Balance of Payments Manual*, (1999), Fifth edition, Concept and Characteristics, Issues for consideration, Note by the UNCTAD secretariat, 15.april, 1999. стр. 8.

економији постају потраживања нове економије. Потраживања миграната или обавезе постају страна потраживања или обавезе нове економије. Захтеви миграната или обавезе према становницима нове економије престају да буду потраживања или обавезе према остатку света за било коју економију. Нето сума свих ових смена је једнака нето вредности мигранта, а његова или њена нето вредност такође мора бити евидентирана. Приручник прописује да се и ове промене третирају у платном билансу.

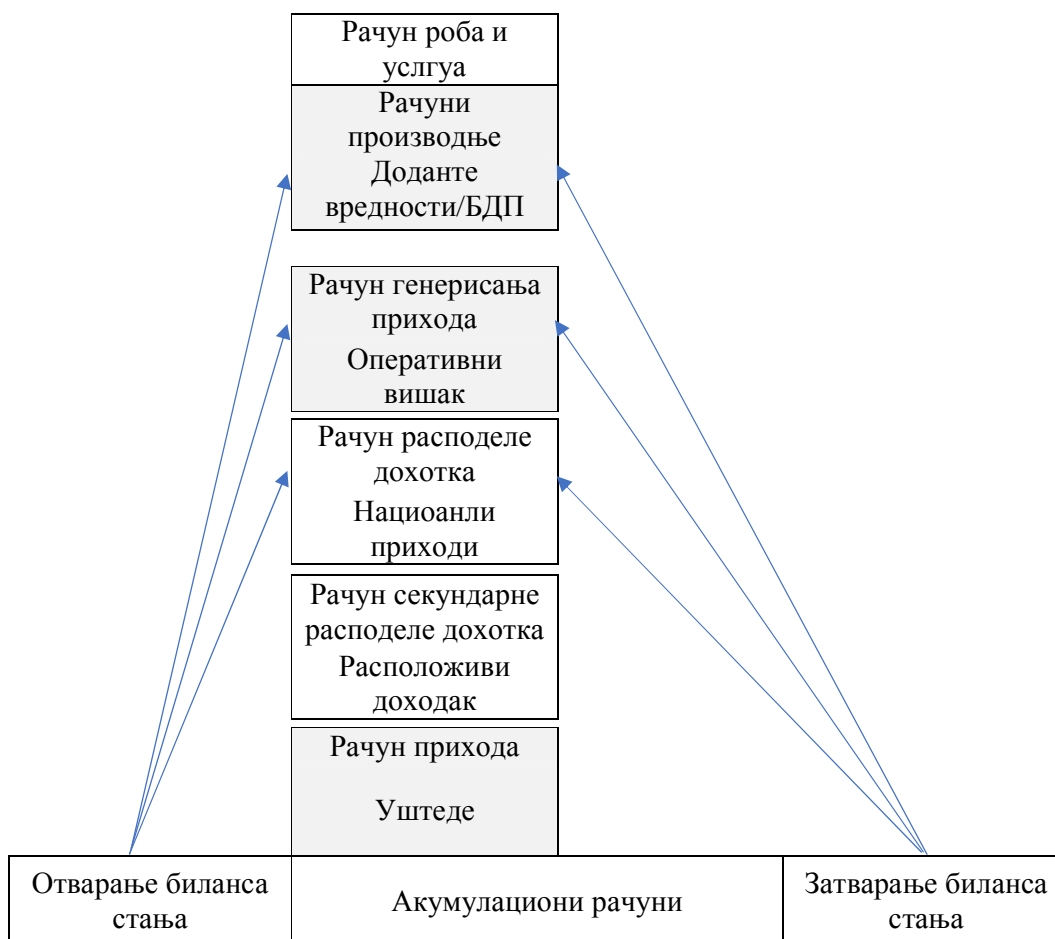
Следећи принцип на коме почива Приручник јесте да се у платном билансу евидентиране тзв. остале импутиране трансакције. У појединим случајевима, трансакције се могу импутирати, а уноси се могу вршити у рачунима платног биланса када се не догоде стварни токови. Пример за то јесте приписивање реинвестираних зарада страним директним инвеститорима. Профит стране филијале укључује зараду која се може приписати директном инвеститору. Профити, било да су расподељени или реинвестирани у предузеће, сразмерни су учешћу директног инвеститора у предузећу. Реинвестирана добит се евидентира као део прихода од директних инвестиција. На финансијском рачуну се врши унос са супротним предзнаком на рачуну директне инвестиције који одражава повећано улагање директног инвеститора у страну филијалу.

Значајан аспект Приручника јесте и третирање класификације финансијских ставки. Сама класификације осмишљена је тако да открије мотивацију инвеститора или дужника. Финансијске ставке подлежу рекласификацији у складу са променама у мотивацији. Може се навести разлика између директних инвестиција и других врста инвестиција. На пример, неколико независних носилаца портфолио инвестиција (у облику корпоративних акција које издаје једно предузеће у иностранству) могу формирати придружену групу која ће имати трајан, ефективан глас у управљању предузећем. Њихова имовина ће тада испунити критеријуме за директне инвестиције, а промена статуса инвестиције мора да се рекласификује. Таква рекласификација би се одразила, на крају периода у којем је настала, у позицији међународних инвестиција, али не и у платном билансу. Слично томе, потраживања од нерезидената могу бити под контролом

резидентних монетарних власти. У таквим случајевима постоје рекласификације између резервних средстава и имовине, осим резерви. Вредности реалних имовине и финансијских ставки стално су подложне променама које настају или услед промена цена по којима се трансакција одвија или услед промене девизних курса валуте у којој је уговорена цена у односу на уговорену обрачунску јединицу. Ове промене нису укључене у платни биланс, већ су укључене у позицију међународних инвестиција.

Сумарни преглед система националних рачуна као оквира за макроекономску статистику укључујући међународне рачуне шематски се може приказати као на слици 4.

Слика 4. Оквир међународних рачуна према Приручнику



Нефинансијска актива	Рачуни капитала	Остале промене у нефинансијској активи	Нефинансијска актива
Финансијска средства и обавезе нето вредност	<i>Нето задужења/нето кредити</i>	<i>Остале промене у финансијској активи и пасиви</i>	Финансијска актива и пасива
	Финансијски рачуни		
	<i>Нето задужења/нето кредити</i>	<i>Нето остале промене</i>	Нето вредност

Извор: (IMF, Balance of Payments Manual, (2013), Fifth edition, Concept and Characteristics, Issues for consideration, стр. 8.).

Оквир је дизајниран тако да се основни концепти могу користити за развој додатних скупова података.

2. Статистика страних директних улагања у изабраним земљама

Статистика страних директних улагања у изабраним земљама обухвата анализу структуре страних директних инвестиција по пореклу капитала, моделу инвестирања и сектору улагања. Циљ овако дефинисане структуре јесте да помогне у идентификовању кључних учесника на тржиштима земаља која су предмет истраживања у овом раду, атрактивности појединих сектора и грана, како би се очувала њихова атрактивности, али и учинили кључни напори за секторе који су тренутно неатрактивни за стране инвеститоре. Такође, циљ оваког начина предстаљања статистике страних директних инвестиције у изабраним земљама јесте да се открију предности ових земља, али и њихове слабости у односу на Србију.

Проблем недостатка домаће акумулације и зависности од иностраног извора финансирања карактеристични су за све земље које су предмет проучавања у овој дисертацији: Србију, Босну и Херцеговину, Македонију и Црну Гору. Домаће штедња у овим земљама није адекватна за

велике инвестиције, са једне стране, а са друге стране недостатак или боље рећи слаб прилив страних директних инвестиција утиче на слабе резултате привредног и економског развоја у овим земљама. За ове земље стране директне инвестиције имају шире значење од прилива свежег капитала.¹¹⁶ За ове земље оне значе трансфер *know how* у области техничко-технолошких процеса, начина управљања, маркетинг микса. Истовремено значе и смањење незапослености и убрзавање привредног раста која има значајних импликација по политичку стабилост и креирање здравог привредног амбијента за даље привлачење страних директних инвестиција.

Генерални став је да је прилив страних директних инвестиција у ове земље био испод нивоа који би обезбедио убрзање структурних реформи, више стопе раста, већу економску активност становништва, повећање девизних резерви и добијање повољног кредитног рејтинга.¹¹⁷ Отуда, праћење статистике страних директних инвестиција, пре свега њихове структуре, по изворима улагања, секторима и регионима од пресудне су важности за креатора економске политике и привредног развоја у овим земљама. За ове земље је од пресудне важности да креирају привредно окружење које ће да привуче стране директне инвестиције али у гране и секторе привреде где ће се постићи максимални ефекти који су у складу са приоритетним националним интересима. Стога се намеће потреба перманентног праћења и анализе прилива али и одлива директних страних инвестиција, тј. имати дугорочну визију трошења истих. Дobar пример за ово јесте Србија, која иако је после демократских промена привукла значајне стране директне инвестиције, није имала ни једну у области производње све до краја прве декаде овог миленијума.

¹¹⁶Božić-Miljković, I., (2015), Efekti stranih direktnih investicija na promenu privredne strukture Srbije, *Ekonomski vidici*, xx, br. 2-3, str. 217-218.

¹¹⁷Оп. Цит. Стр. 218.

2.1. Улазни токови страних директних инвестиција

Од краја осамдесетих година па све до средине деведестих стране директне инвестиције нису биле значајне ставке у платном билансу Србије, Црне Горе, Македоније и Босне и Херцеговине. Разлог томе може се наћи у чињеници да су ове земље у овом периоду биле погођене распадом заједничке државе, али и погођене на директан или индиректан начин ратним сукобима који су се дешавали у овом периоду у региону. Значајнији приливи страних директних инвестиција у овим земљама дешавају се тек у другој половини деведесетих година XX века, а нарочито након 2000. године. Поред географске припадности ових земља Западном Балкану, оне имају значајан број заједничких одлика када је реч о процесу транзиције, приватизације и фазе уласка у Европску Унију, али и раздобља у привлачењу страних директних инвестиција. Тако је у свим овим земљама могуће разликовати период пре 2000. године¹¹⁸, период до избијања светске економске кризе, 2008. године и период након тога.

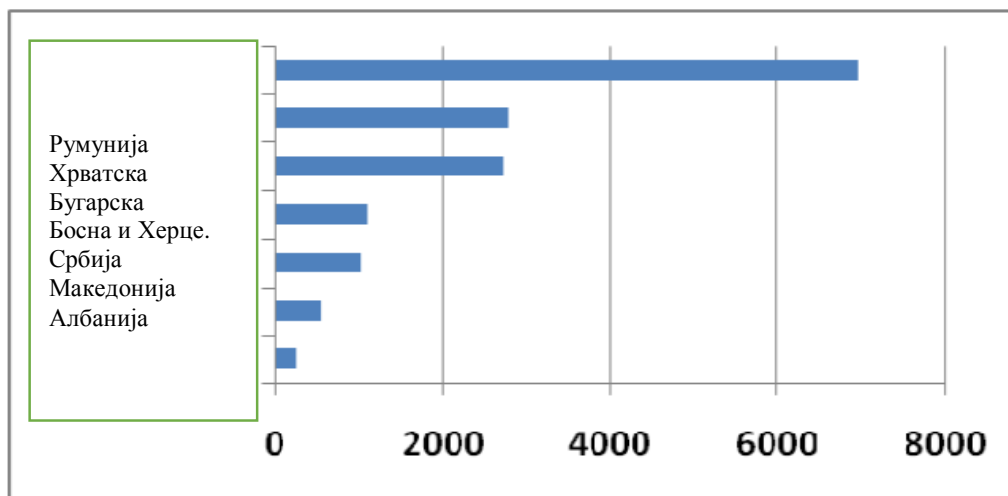
У периоду до 2000. године, може се рећи да страни инвеститори нису били заинтересовани за улагања у ове земље. Ово се објашњава пре свега чињеницом да је у овом региону била велика политичка нестабилност, али и да је конкуренција обећавајућих земаља у транзицији, попут осталих земаља Западног Балкана и Балтичких земаља. Прилив страних директних инвестиција до 1996. године био је веома мали за све земље овог региона и износио је око 3,4

¹¹⁸Захваљујући променама Устава, на крају 1988. године донет је Закон о странумулагањима, којим су омогућене све врсте страних инвестиција, укључујући и оснивање сопствених предузећа. До краја 1988. године закључено је 371 уговор о заједничким улагањима између наших предузећа и странаца. Улог страних партнера износи укупно око 200 мил. Долара, што је изузетно мало за период од 22 године. Просечно учешће страних партнера у финансирању заједничких пословних подухвата износи око 25%, док је учешће домаћих предузећа 75%. У периоду 1968-1984. година увоз капитала по основи заједничких улагања представљао је једва 0,6% инвестиција у југословенску привреду (Несторовић, О., стр. 42). Тек након ступања на снагу новог закона па до половине 1990. године закључено је 1,326 уговора о улагању страног капитала у износ од око милијарду немачких марака, од чега половина је уложено у друштвена предузећа, око 44% у предузећа са мешовитом власничком структуром и свега неких 5,5% у предузећа у страном власиштву.

милијарде долара. Ако се у анализу уврсте само земље које су предмет истраживања у овој дисертацији, ситуација је више него разочаравајућа у овом периоду, јер је преко 80% инвестиција отишло у Румунију и Бугарску. У периоду од 1991. до 1995. године закључено је 1,038 уговора о страним улагањима чија је укупна вредност износила 1,051 милијарди немачких марака. Највећи број уговора се односио на мешовита предузећа (67,2%), предузећа у власништву страних фирми (20,7%) и заједничка улагања (12,1%).¹¹⁹

На слици је приказан однос између земаља Западног Балкана по приливу страних директних инвестиција у 2000. години. Са слике се јасно уочава да у три земље Румунију, Хрватску и Бугарску се слило преко 80% страних директних инвестиција намењене овом региону.

Слика 5. Однос прилива страних директних инвестиција земаља Западног Балкана у односу на земље које су предмет истраживања у дисертацији.



Напомена: Будући да Црна Гора није била самостална држава, за њу не постоје подаци за овај период.

Извор: (Аутор на основу Светског инвестиционог извештаја)

¹¹⁹Мандал, Ш.,(2008), “Стране директне инвестиције и технолошки развој Србије, Световање: Технолошка заосталост Србије“, Златибор, Мај 2008.

Након 2000.године ситуација се значајније мења по питању страних директних инвестиција у овим земљама. Кључна земаља у овом периоду постаје Србија у којој стране директне инвестиције приспевају као резултат политичке стабилизације праћен релативно снажаним растом бруто домаћег производа, повећање спољне трговине и постепено суочавање са развијенијим земљама. (Увалић, 2010, 2012а). У овом периоду све ове земље су спровеле либерализацију трговине са ЕУ и унутар региона Балкана, постепено побољшавале пословно окружење и приватизовале многа предузећа и скоро цео банкарски сектор. Значајан аспект за привлачење страних директних инвестиција у ове земље јесте и чињеница да је Европска Унија покренула Процес стабилизације и придруживања земаља Западног Балкана које нуде мере либерализације трговине, нови програм финансијске помоћи, уговорне односе кроз потписивање Споразума о стабилизацији и придруживању, па чак и изгледе за чланство у Европској Унији.

Претхно речено најбоље се може сагледати кроз следеће упоредне приказе прилива страних директних инвестиција.

У периоду од 2000.година па на овамо Србија је примила следећа плаћања од страних директних инвеститора, уз напомену су подаци дати према индикатору стране директне инвестиције нето приливи у платном билансу исказаном у доларима.

**Табела 4. Прилив страних директних ивнестиија у Србију (нето прилив у
доларима)**

Година	2000	2001	2002
Износ у доларима	51,780,910	177,440,918	490,635,735
Година	2003	2004	2005
Износ у доларима	1,466,986,594	958,469,762	1,577,035,766
Година	2006	2007	2008
Износ у доларима	4,255,703,638	4,423,927,588	4,055,646,331
Година	2009	2010	2011
Износ у доларима	2,928,877,110	1,693,330,941	4,929,898,533
Година	2012	2013	2014
Износ у доларима	1,276,100,599	2,059,702,251	1,999,520,402
Година	2015	2016	2017
Износ у доларима	2,345,152,815	2,354,734,451	2,878,817,772

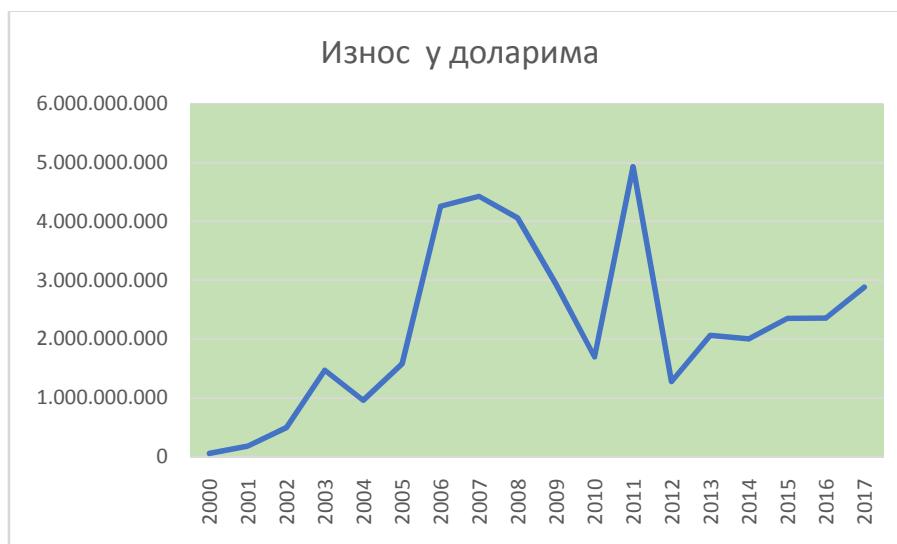
Напомена: Стране директне инвестиције се односе на директне инвестиционе токове у извјештајној економији. То је збир акцијског капитала, реинвестирања зараде и другог капитала. Директна инвестиција је категорија прекограничних инвестиција повезаних са резидентом у једној економији која има контролу или значајан степен утицаја на управљање предузећем које је резидент у другој економији. Власништво над 10 посто или више редовних кција с правом гласа је критеријум за утврђивање постојања односа директне инвестиције. Подаци су у америчким доларима.

Извор: (Аутор на основу податка из Светског инвестиционог извештаја за 2018.
годину)

Како би се лакше уочио тренд кретања нето прилива страних директних инвестиција подаци из табеле 4 представљени су графички на слици. 6.

Са слике се јасно уочава да је до избијања светске економске кризе био присутан тренд раста нето прилива страних директних инвестиција. Међутим, након избијања економске кризе дошло је до великог пада нето прилива страних директних инвестиција, што је и очекивано било будући да су нерезиденти свој капитал повлачили из земља у развоју и селе га у своје матичне земље.

Слика 6. Тренд кретања нето прилива страних директних инвестиција у Србији у периоду од 2000. год 2018. године



Извор: Аутор на основу податка у табели 4.

Кретање прилива страних улагања у односу на бруто домаћи производ приказано је у табели 5.

Табела 5. Прилив страних директних ивнестииција у Србију (% од БДП)

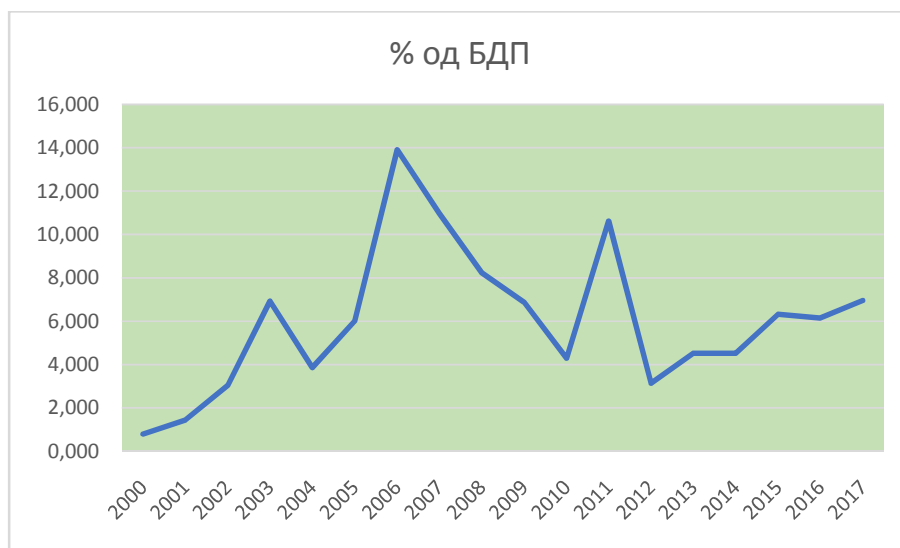
Година	2000	2001	2002
% од БДП	0.792	1.446	3.044
Година	2000	2001	2002
% од БДП	6.923	3.855	6.007
Година	2006	2007	2008
% од БДП	13.904	10.980	8.233
Година	2009	2010	2011
% од БДП	6.873	4.291	10.610
Година	2012	2013	2014
% од БДП	3.132	4.525	4.523
Година	2015	2016	2017
% од БДП	6.311	6.148	6.948

Напомена: Ова серија податка показује нето прилив (нови прилив инвестиција умањен за дезинвестирање) у извјештајној економији од страних инвеститора, и подијељен је БДП-ом.

Извор: (Аутор на основу податка из Светског инвестиционог извештаја)

Ради лакшег сагледавања тренда подаци су графички приказани на слици 7.

Слика 7. Кретање нето прилива страних директних инвестиција као проценат од БДП



Извор: (Аутор на основу податка у табели 2)

Ако се посматра прилив страних директних инвестиција у односу на бруто домаћи производ, може се лако уочити значај страних директних инвестиција за Србију, будући да представљају значај део у креирању бруто домаћег производа и да њихово варирање директно утиче на привредни и економски развој друштва у Србији.

У периоду од 2000. година па на овамо Босна и херцеговина је примила следећа плаћања од страних директних инвеститора, уз напомену су подаци дати према индикатору стране директне инвестиције нето приливи у платном билансу исказаном у доларима:

**Табела 6. Прилив страних директних ивнестииција у Босну и Херцеговину
(нето прилив у доларима)**

Година	2000	2001	2002
Износ у доларима	146,075,611	118,495,220	267,769,569
Година	2003	2004	2005
Износ у доларима	381,784,637	889,597,295	623,812,852
Година	2006	2007	2008
Износ у доларима	845,962,876	1,841,972,230	1,004,852,660
Година	2009	2010	2011
Износ у доларима	138,511,020	443,840,207	471,610,992
Година	2012	2013	2014
Износ у доларима	391,976,946	313295008.3	544866345.5
Година	2015	2016	2017
Износ у доларима	383,089,616	282,754,349	462,732,354

Извор: (На основу податка из Светског инвестиционог извештаја)

Како би се лакше уочио тренд кретања нето прилива странх директних инвестиција подаци из табеле 3 представљени су графички на слици. 8.

Слика 8. Тренд кретања нето прилива страних директних инвестиција у Босни и Херцеговини у периоду од 2000. год 2018. године



Извор: (Аутор на основу податка у табели 3)

Са слике се јасно уочава да се Босна и Херцеговина не може похвалити значајним приливима страних директних улагањима. Скок је приметан само у 2007.године, али нажалост утицај светске економске кризе прекинуо је значајни прилив страних директних инвестиција. Тако да је 2007.година остаје рекордна година. Међутим, након ове године приливи од страних директних инвестиција су наставили да буду на нивоу са почетка 2000. година. Како би се добила јаснија слика о значају страних директних инвестиција за привреду Босне и Херцеговине у табели су дати подаци о приливу страних директних улагања у односу на брто друштвени производ.

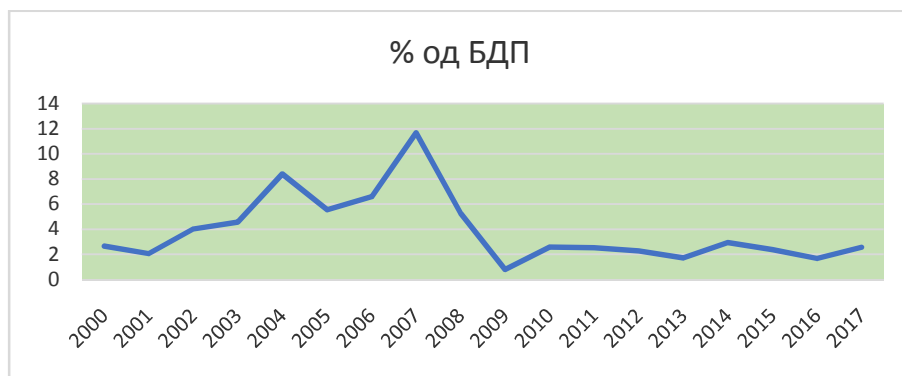
Табела 7. Прилив страних директних ивнестиија у Босну и Херцеговину
(% од БДП)

Година	2000	2001	2002
% од БДП	2.65303	2.06115	4.02587
Година	2003	2004	2005
% од БДП	4.561	8.395	5.558
Година	2006	2007	2008
% од БДП	6.576	11.674	5.258
Година	2009	2010	2011
% од БДП	0.786	2.584	2.529
Година	2012	2013	2014
% од БДП	2.275	1.723	2.936
Година	2015	2016	2017
% од БДП	2.363	1.672	2.563

Извор: (Аутор на основ податка из Светског инвестиционог извештаја)

На података приказаних у табели 7 урађен је график који је представљен на слици 9, са које се јасно да након 2007. учешће нето прилива страних директних инвестиција у креирању друштвеног производа је испод нивао са почетка 2000-тих година, што је разочаравајуће, а што се може делимично објаснити политичком нестабилношћу.

Слика 9. Кретање нето прилива страних директних инвестиција као проценат од БДП



Извор: (Аутор на основу податка у табели7)

Приливи нето страних директних инвестиција у Црној Гори су приказани у табели 8.

Табела 8. Прилив страних директних инвестиција у Црној Гори (нето прилив у доларима)

Година	2000	2001	2002
Износ у доларима	н/а	н/а	71,890,077
Година	2003	2004	2005
Износ у доларима	49,431,494	65,376,568	500,611,849
Година	2006	2007	2008
Износ у доларима	622,001,628	937,515,441	975,105,642
Година	2009	2010	2011
Износ у доларима	1,549,312,935	758,407,500	556,257,883
Година	2012	2013	2014
Износ у доларима	618,367,296	446490330.3	496835255.4
Година	2015	2016	2017
Износ у доларима	699,736,511	226,666,592	560,290,272

Извор: (Аутор на основ податка из Светског инвестиционог извештаја)

Ради лакшег уочавања тренда кретања нето прилива страних директних инвестиција у Црној Гори у периоду од 2000. до 2018. године подаци из табеле 5 представљени су графички на слици 10.

Са слике 10 се уочава да до 2005.године у Црној Гори није било значајних инвестиција, да би од отцепљења од СР Југославије оне почеле да бележе велики раст, који је забележио нагли пад након 2010. године и тај тренд са више или мање осцилација се и даље наставља. Интересантно на примеру Црне Горе у односу на друге земље које су предмет анализе у овој дисертацији, јесте да се ефекат негативне светске економске кризе осетио тек 2010. године.

**Слика 10. Тренд кретања нето прилива страних директних инвестиција у
Црној Гори у периоду од 2000. год 2018. године**



Извор: (Аутор на основу податка у табели8)

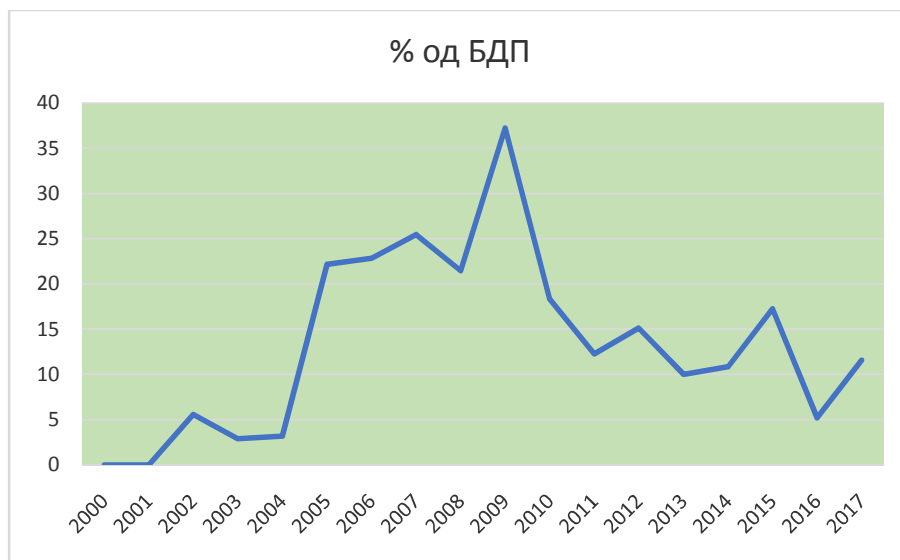
Кретање нето прилива страних директних ивнестиија у односу на бруто домаћи производ за период од 2000. до 2018. године приказно је на слици 10, на основу података из табеле 9. која је сачињена на основу Светског инвестиционог извештаја.

**Табела 9. Прилив страних директних ивнестиија у Босну и Херцеговину
(% од БДП)**

Година	2000	2001	2002
% од БДП			5.59593
Година	2003	2004	2005
% од БДП	2.895	3.153	22.179
Година	2006	2007	2008
% од БДП	22.852	25.471	21.451
Година	2009	2010	2011
% од БДП	37.249	18.323	12.257
Година	2012	2013	2014
% од БДП	15.127	10.001	10.829
Година	2015	2016	2017
% од БДП	17.265	5.182	11.565

Извор: (Аутор на основ податка из Светског инвестиционог извештаја)

**Слика 11. Кретање нето прилива страних директних ивнестиија као
процент од БДП**



Извор: (Аутор на основу податка у табели9)

На основу анализе кретања нето прилива страних директних инвестиција у Црној Гори као процента од бруто домаћег производа јасно се уочава значај истих. Наиме, у периоду великих прилива удео страних директних инвестиција износио скорио до 40%. Овај податак окрива невероватна значај страних директних инвестиција на привредни развој Црне Горе. Оволики проценат није забележен ни у једној земљи у транзицији. Ово практично значи да је главни чинилац привредног живота, Црне Горе нажалост, након овог периода удео значајно опада, али ако се истовремено анализира и график приказан на слици 9 уочава се да се ово повезано са значајним опадањем прилива од страних улагања, а тиме и привредне активности у Црној Гори. Тренутно је удео на нивоу просека Србије за овај период. У првој половини 2018. године нето прилив страних директних инвестиција износио је 153,6 милиона еура, што је 30,4% мање у поређењу са истим периодом 2017. године. Овакво кретање резултат је значајно већег одлива по основу отплате интеркомпанијског дуга у поређењу са истим периодом 2017. године, као и повлачења власничких улагања. Укупан прилив страних директних инвестиција износио је 403,6 милиона еура, док је истовремено остварен одлив вредности од 250 милиона еура.¹²⁰

¹²⁰ CBCG, (2018), Bilten Centralne banke Crne Gore, стр. 26.

Кретање нето прилива од страних директних инвестиција у Македонији приказан је у табели 10. за период од 2000. до 2018. године.

Табела 10. Прилив страних директних инвестиција у Македонији (нето прилив у доларима)

Година	2000	2001	2002
Износ у доларима	217,507,099	469,570,706	114,193,471
Година	2003	2004	2005
Износ у доларима	119,041,753	309,137,639	145,329,602
Година	2006	2007	2008
Износ у доларима	427,444,589	733,466,879	611,688,379
Година	2009	2010	2011
Износ у доларима	259,530,321	301,441,682	507,920,733
Година	2012	2013	2014
Износ у доларима	337,911,248	402,458,309.8	608,799,154.5
Година	2015	2016	2017
Износ у доларима	296,604,200	549,371,102	380,738,978

Извор: (Аутор на основ податка из Светског инвестиционог извештаја)

Ради лакшег анализе кретања нето прилива страних директних инвестиција у Македонији у периоду од 2000. до 2018. године подаци су графички приказани на слици 12.

Слика 12. Тренд кретања нето прилива страних директних инвестиција у Македонији у периоду од 2000. год 2018. године



Извор: (Аутор на основу податка у табели10)

За Македонију карактеристично је уједначен нето прилив страних директних инвестиција од 2000.години на до данашњег дана, али и скромних износа. Као и у осталим земљама региона рекордан прилив забележен је током 2007.године. Након ове године приметан је благи пад и то у односу на тренд у осталим земљама у региону. Рекордан износ у смилсу смањења прилива страних улагања забележен је 2014.године, што се може објаснити повећањем политичке нестабилности у овој години у Македонији. У том периоду прилив је био нижи него са почетка 2000-тих година.

Ако се ова анализа посматра из визуре удела нето прилива страних директних ивенстиција као проценту бруто домаћег производа, уочава се да стране директне инвестиције немају пресудну улогу у оживљаваљу и развоју македонске привереде, као што је то значај у Црној Гори.

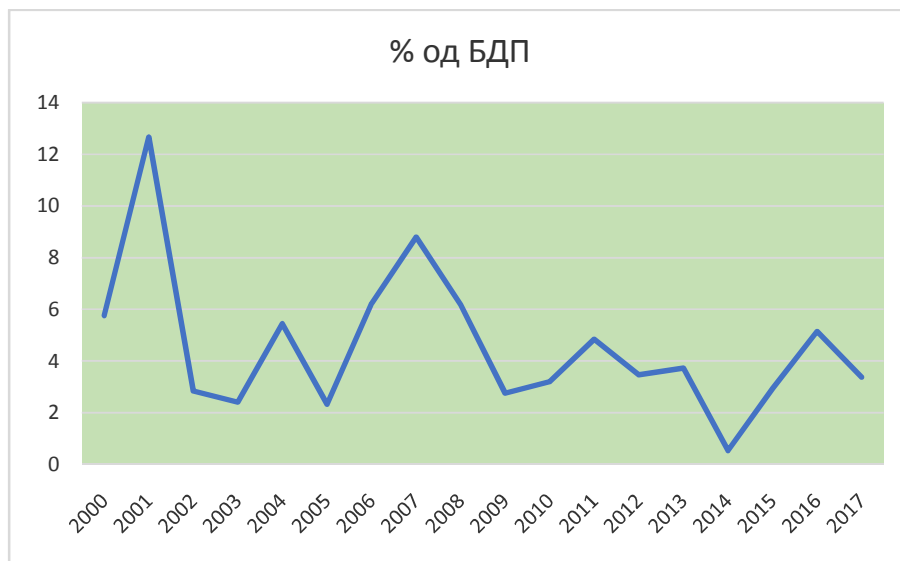
Табела 11. Прилив страних директних инвестиција у Македонији (% од БДП)

Година	2000	2001	2002
% од БДП	5.76506	12.6581	2.84179
Година	2003	2004	2005
% од БДП	2.407	5.440	2.322
Година	2006	2007	2008
% од БДП	6.230	8.798	6.173
Година	2009	2010	2011
% од БДП	2.760	3.204	4.840
Година	2012	2013	2014
% од БДП	3.467	3.720	0.536
Година	2015	2016	2017
% од БДП	2.947	5.148	3.375

Извор: (Аутор на основ податка из Светског инвестиционог извештаја)

Удео нето прилива страних директних инвестиција не у просеку прелази 5% у бруто друштвеном производу. Рекордно учешће јесте 2001. године када је било око 12,5%. У том периоду забележен је и скок прилива и та година спада у пар година са највећим приливима од страних директних улагања. Тако да се може закључити да је у тој години привредни раст био захваљујућим страним директним улагањима.

**Слика 13. Кретање нето прилива страних директних инвестиција као
процент од БДП**



Извор: (Аутор на основу податка у табели 11)

Имајући у виду претходну анализу може се уочити да Србија према обиму тј. износу инвестиција предлачи у односу на остале земље и то у односу на Македонију у Босну и Херцеговину значајно више у односу на пропорцију величине у односу на ове две земље, док у случају Црне Горе то није случај. Посебно је ово приметно када се узме анализа усмери само на 2008.годину, у којој је Црна Гора примила скори исти износ као и Србија.

2.2. Структура према земљи пореклу инвеститора

Свако за креаторе привредног амбијента и окружења важно за доношење одлука и предузимања одређених мера јесте познавање структуре страних директних инвестиција и то како према изворима, моделу инвестирања, тако и по секторима и географској локацији. Познајући ово креатори привредног амбијента и окружења могу донети одговарајуће мере којима ће се или стимулисати инвеститори из одређених заваља и мотивисати их да улажу

одређене секторе или гране индустрије и регионе у складу са националним интересима ових земаља. Исто тако они могу доносити и дестимулативне мере којима се дестимулишу инвеститори и одређених земаља или спремача улагања у одређене регионе и гране индустрије.

2.2.1. Структура према земљи пореклу инвеститора

У Србији данас постоји око 15.000 предузећа¹²¹ чију су основачи страни држављани, што чини око 15% регистрованих предузећа у Србији. Занимљиво је да је највећи број страних оснивача долази из окружења. Тачније долазе из бивших југословенских република. Тако је највише оснивача су држављани Републике Словеније и Хрватске. Што се тиче оталих држава највише инвеститора долази из Италије, Аустрије и Немачке, што је и разумљиво када се има у виду да једна од навјећих дијаспора Срба јесте у Аустрији и Немачкој, сем тога Немачка је земља са најјачом привредом у Европи, те као таква је и највећи страни директни инвеститор у европским земљама. Што се тиче оснивача који долазе из Италије, могуће објашњење јесте у традиционалној заснованости српске привереде још из доба бивше Југославије на сарадњи са италијанским компанијама. Сем тога једна од највећих италијанских фирми Фијат, куповинм крагујевачке фабрике аутомобила, са којом је имао добру сарадњу још од њеног основања, утицао је да велики број компанија добављача своје пословање покрену у Србији. Важно је истаћи да се ови подаци односе на земљу порекла новца, те да се за потребе ове дисертације ово поистовећује са страним директним инвестицијама по земљи порекла улагача, јер се статистика о финансијском току страних директних инвестиција води по земљи порекла новца, тј. По земљи наплате, а не по земљи порекла страног директног улагача. Ово ће бити могуће тек употпуљавањем евиденције коју води Агенција за привредне регистре.

¹²¹За детаљније информације видети базу привредних субјекта Агенције за привредне регистре.

*Компаративна анализа стања и структуре страних директних инвестиција
уизабраним земљама*

Структура страних директних инвестиција према земљама пореклу капитала дата је у табели 12.

**Табела 12. Структура страних директних инвестиција према земљама
страних директних инвестиција у Србији**

Назив земље	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	СДИ, нето (=актива - пасива)	СДИ, нето (=актива - пасива)	СДИ, нето (=актива - пасива)	СДИ, нето (=актива - пасива)	СДИ, нето (=актива - пасива)	СДИ, нето (=актива - пасива)	СДИ, нето (=актива - пасива)	СДИ, нето (=актива - пасива)
УКУПНО	1,133.411	3,319.626	-752.829	1,298.135	1,236.298	1,803.794	-1,899.2	-2,418.1
ЕВРОПА	1,008.644	3,164.813	-712.804	1,196.096	1,086.577	1,511.015	1,548.347	2,040.342
<i>Европска унија (ЕУ-28)</i>	-823.182	2,680.595	-551.228	1,074.285	1,073.875	1,480.359	1,304.357	1,756.690
Белгија	-2.879	-6.112	5.487	-11.538	-8.576	-7.852	-3.927	-27.698
Бугарска	-10.369	15.346	1.329	-31.265	0.723	-8.362	-6.947	-22.338
Чешка Република	-4.425	-0.675	-2.691	3.990	-2.143	-7.268	-4.646	-59.933
Данска	-24.521	-56.285	56.858	-18.364	-49.743	-71.771	-83.240	-73.393
Немачка	-102.273	-199.134	-90.070	-82.749	-31.546	-71.698	-177.043	-185.215
Естонија	-0.088	-0.062	-0.326	-0.090	-0.053	-0.019	-0.054	-0.507
Ирска	-6.000	4.931	4.820	7.464	31.150	-6.233	-8.836	-18.647
Грчка	-37.136	-30.202	319.358	-35.851	-87.292	-12.834	-39.898	154.642
Шпанија	-15.546	-51.695	-19.995	-10.091	-7.923	-11.672	-11.608	-15.897
Француска	-108.305	-181.610	-132.191	-98.155	-52.947	-79.721	-72.922	-86.164
Хрватска	15.204	-41.450	-126.698	6.663	26.563	-58.682	28.662	-12.727
Италија	-65.846	-133.207	-78.878	-66.751	-100.930	-144.085	98.364	-193.359
Кипар	-100.638	-165.043	-21.426	-26.316	-16.649	-42.571	-54.674	-47.136
Летонија	-0.080	-1.715	-0.000	-7.396	-0.448	-0.403	-0.445	-0.262
Литванија	-2.592	-0.167	-0.189	-0.874	-0.110	-0.710	-0.172	0.250
Луксембург	-50.829	-885.079	-133.525	-102.705	-85.675	-169.604	-251.959	-8.199
Мађарска	7.135	-63.072	8.815	-25.468	-60.021	-21.742	-13.957	-141.134
Малта	-0.307	-0.258	0.460	-0.531	-1.070	-1.279	-8.903	-2.617
Холандија	-34.498	-214.373	-151.528	-379.548	-374.572	-361.797	-342.361	-501.858
Аустрија	-26.202	-611.716	-169.073	-151.883	-116.251	-351.524	-230.863	-242.950

*Компаративна анализа стања и структуре страних директних инвестиција
уизабраним земљама*

Пољска	-5.878	-8.623	-5.146	-14.083	-3.633	-6.141	-14.398	-57.992
Португалија	-0.990	-0.361	0.400	-0.498	-0.299	-0.432	-0.691	-0.958
Румунија	-2.422	-11.849	14.554	-22.916	1.812	12.640	-0.972	-13.222
Словенија	-164.747	15.177	-7.090	92.572	-52.218	-9.564	-81.193	-46.738
Словачка	-11.587	7.595	-10.017	-3.797	-0.742	-5.001	-4.616	-7.069
Финска	-0.488	-16.070	-3.510	-4.074	-6.155	-6.754	-5.063	-4.186
Шведска	-9.336	-11.084	-4.012	-9.914	-17.867	-15.740	-15.229	-19.244
В. Британија	-57.541	-33.801	-6.944	-80.117	-57.260	-19.539	3.233	-122.140
<i>Остале европске земље</i>	<i>-185.462</i>	<i>-484.218</i>	<i>-161.576</i>	<i>-121.811</i>	<i>-12.702</i>	<i>-30.656</i>	<i>-243.989</i>	<i>-283.652</i>
Албанија	2.803	6.057	-0.803	-1.873	-0.157	1.168	-0.472	-0.553
Белорусија	-0.462	-0.367	-2.092	-0.344	-0.558	-0.711	-0.115	0.024
Босна и Херц.	22.176	47.570	77.212	96.574	66.203	44.160	55.327	35.186
Гибралтар	1.139	2.284	-0.511	-0.435	-2.612	-0.299	0.910	0.162
Гернзи	0.881	-0.057	0.128	-0.146	-0.057	-0.045	-0.022	0.000
Исланд	0.012	0.019	0.001	-0.015	-0.001	0.000	-0.198	-0.059
Острво Ман			0.013	0.072	-0.088	-0.035	-0.014	-0.009
Џерси			-1.610	1.522	0.000	-0.117	-0.628	-0.922
Лихтенштајн	-1.049	-5.901	10.726	7.541	4.466	-1.817	28.927	-7.895
Северна Македонија	-9.173	1.060	-2.105	-0.167	-13.992	-8.857	1.596	-3.150
Молдавија,	-0.001	-0.003	0.000	0.167	0.000	-0.058	-0.063	0.004
Црна Гора	55.520	33.364	82.505	70.929	126.890	146.805	-51.827	15.553
Норвешка	-1.722	-1.611	-4.494	-3.455	-1.675	-1.070	-5.453	-2.360
Руска Федерација	-219.516	-513.228	-233.285	-206.197	-69.830	-88.399	-20.082	-162.969
Сан Марино	-0.200				0.000	0.000	-0.469	-0.523
Швајцарска	-39.653	-61.676	-84.552	-86.797	-126.160	-86.072	-234.904	-135.121
Турска	3.785	4.547	-2.128	-2.231	-5.678	-36.306	-15.402	-17.587
Украјина	-0.002	3.725	-0.552	3.043	10.547	1.026	-0.926	-3.432
АФРИКА	0.597	5.532	1.570	1.319	2.083	4.250	3.855	-2.808
<i>Северна Африка</i>	<i>0.071</i>	<i>0.166</i>	<i>-0.419</i>	<i>-0.098</i>	<i>-0.131</i>	<i>0.001</i>	<i>-0.569</i>	<i>-0.204</i>
Алжир	0.043	0.051	-0.000	0.048	0.003	-0.045	0.005	-0.025
Египат	-0.010	0.009		-0.030	-0.062	0.022	-0.002	-0.146
Либијска Арапска Џамахирија	0.054	0.130	-0.014	-0.054	-0.069	-0.030	-0.544	-0.021
Тунис	-0.014	-0.025	-0.405	-0.061	0.000	-0.011	-0.028	-0.013
АМЕРИКА	-72.481	-63.311	-20.497	-26.076	-21.412	-69.437	-46.583	-42.300

*Компаративна анализа стања и структуре страних директних инвестиција
уизабраним земљама*

<i>Северна Америка</i>	-61.117	-43.684	-33.675	-26.336	-12.903	-44.778	-15.931	-41.075
Канада	-0.961	-4.997	-0.318	-3.090	-3.590	-5.903	-1.579	-6.440
САД	-60.156	-38.687	-33.357	-23.246	-9.313	-38.875	-14.352	-34.635
<i>Централна Америка</i>	-10.340	-19.456	13.179	-0.331	-8.697	-24.608	-25.951	-4.702
<i>Јужна Америка</i>	-1.024	-0.171		0.591	0.188	-0.051	-4.701	3.478
АЗИЈА	-12.317	-29.585	-4.174	-59.044	-114.593	-211.800	-341.162	-331.220
Бахреин	-0.054			-0.023	-0.020	-0.002	-0.020	-0.297
Ирак			-0.054	-0.030	-0.090	-0.118	-0.002	0.010
Кувајт		-0.207		0.316	-0.184	-0.293	-0.274	0.245
Оман				1.483	-0.229	-0.708	-0.328	-0.319
Катар		-0.275	-0.100	-0.312	-0.071	-0.203	-4.407	-0.116
С.Арабија				0.036	-5.828	-0.036	-0.031	0.038
У.А.Емирати	-1.227	-0.538	-0.638	-31.620	-0.265	-121.598	-81.090	-132.331
<i>Истока</i>	-3.589	-1.596	-3.725	-6.368	-5.052	-3.216	-4.216	-7.475
Азербејџан	-0.014	-0.036	0.069	-0.002	-1.095	-1.040	-0.221	-0.048
Израел	-2.183	-0.884	-3.403	-5.100	-3.802	-0.980	-2.365	-5.381
Јордан	-0.076	-0.025	0.201	-0.032	-0.011	-0.609	-1.534	-2.242
Либан	-1.285	-0.286	-0.596	-1.145	-0.066	-0.546	-0.069	0.328
Палестина	-0.031	-0.364	0.004	-0.070	0.008	0.000	0.061	-0.018
Кина	-1.972	-5.965	-1.028	0.425	-82.530	-24.110	-68.171	-103.530
Хонг Конг	-0.469	-12.973	-0.104	-22.626	2.034	-42.260	-122.148	-34.683
Индија	0.007	-0.015	-0.001	-0.011	-11.437	13.631	0.104	0.161
Индонезија				-0.060	0.000	-1.488	-2.371	
Јапан	-0.144	-0.010	0.026	-0.154	-0.674	-0.212	-0.022	-0.043
Казахстан	-0.001	-0.237	2.706	0.474	-0.441	-1.129	0.161	0.584
Сингапур	-0.331	-1.067	-0.491	-0.281	-3.550	2.960	-1.324	-0.895
Кореја, Република	-4.030	-4.513	1.500	2.000	0.000	-33.126	-29.236	-13.358
Аустралија	0.520	-2.700	-2.438	-3.527	-1.556	-2.367	-2.568	-1.506
Соломонска Острва				0.006	0.000	0.000	0.000	0.000
Нераспоређено по земљама	-37.038	-64.677	-14.741	-14.887	-14.175	-10.974	35.530	3.663

Напомена: Методологија страних директних улагања је у сагласности са ММФ-овим *Приручником за платни биланс и међународну инвестициону позицију, шесто издање* према којој се повећање активе (улагања резидената у иностранство) и пасиве (улагања нерезидената у Србију) бележе са позитивним предзнаком (и обрнуто). Нето стране директне инвестиције се добијају као разлика активе и пасиве, што значи да негативан износ нето страних директних инвестиција указује на већи прилив по основу улагања нерезидената у Србију од одлива по основу улагања резидената у иностранство. Табела је израђена на

основу података који су били доступни до 30. марта 2018. и подложна је изменама у складу са променама званичних извора података. Услед заокруживања цифара, поједини зборови неће бити једнаки суми појединачних ставки.

Извор: (Народна Банка Србије, доступно на
http://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/platni_bilans.html, датум ажурирања
15.02.2019. године)

Као што се може видети из табеле 12 највише страних директних инвестиција долази из Европске Уније и најразвијенијих земаља света, али значајне су и оне које долазе из развијених азијских земаља, као што су Кина, Кон Конг и Уједињени Арапски Емирати. Занимљиво је запазити да страна директна улагања долазе из земаља које представљају пореске рајеве, као што су Луксембург, Маршалска острва, Монако, Сан Марино, Девичанска острва и Церси. Такође, интересантно је приметити да је страна директна инвестиција дошла и из Сомалије, једне од најнеразвијених земаља света.

У табели 13. приказане су најзначајније компаније и земље њиховог порекла по приливу страних директних улагања у Србију до 2016. године.

Табела 13. Десет највећих страних директних инвеститора у Србији

Компанија	Земља порекла	Делатност улагања	Инвестициони тип	Износ (€мил)
Теленор	Норвешка	Телекомуникације	Приватизација	1.602
Газпром Нефт	Русија	Енергетика	Приватизација	947
Фиат Аутомобили Србија	Италија	Аутомобилска	Аквизиција	940
Delhaize	Белгија	Малопродаја	Аквизиција	933
Philip Morris	САД	Duvanska	Приватизација	733
Стада - Хемофарм	Немачка	Фармација	Аквизиција	650
Мобилком-Вип Мобиле	Аустрија	Телекомуникације	Гринфилд	633
Агрокор	Хрватска	Прехрамбена	Гринфилд	614
Интеса Санпаоло	Италија	Банкарство	Аквизиција	508
Салфорд Инвестмент Фунд	Велика Британија	Прехрамбена	Аквизиција	500

Извор: (Несторовић, О., (2015), Стране директне инвестиције као фактор одрживог развоја привреде Србије, докторска дисертација, Економски факултет у Крагујевцу, Универзитета у Крагујевцу, стр. 52.)

Што се тиче структуре страних директних инвестиција у Босни и Херцеговини по пореклу земље инвеститора, подаци су доступни само за период од 2000. до 2011. године. Према подацима Централне Банке Босне и Херцеговине у 2011. години прилив од страних директних инвестиција износио је око 280 милиона евра или 2,2% од бруто домаћег производа, што је више него у 2010. години, али знатно испод нивоа пре избијања глобалне кризе.¹²² У структури прилива капитала према земљи пореклу водеће место у овом периоду припада инвестицијама из Русије око 71 милион евра, затим из Аустрије око 53 милиона евра и из Србије око 44 милиона евра. Међутим, у овом периоду забележено је смањење улагања из земаља које су биле велики инвеститори у ранијем периоду.

Према доступним подацима о географској дистрибуцији страних директних инвестиција у Црној Гори, за период од 2001. до 2009. године, у Црну Гору инвеститори су дошли из чак 107 земаља, што се у односу на величину црногорске економије може сматрати веома повољним. Мада томе треба додати податак да је из 46 земаља света, улагање било мање од милион евра. Ако се посматра структура нето прилива страних и директних инвестиција из десет највећих земаља ту је ситуација нешто повољнија, јер на њих отпада око 73% од укупног бруто прилива страних директних инвестиција. Од укупног бруто прилива у посматраном периоду, свега 77,77 милиона евра, или 2,89% је уплаћено из off-shore дестинација.

У табели 14 су приказани подаци о структури страних директних инвестиција према земаља са значајним износима страних директних инвеститора у периоду од 2001. до 2009. године.

¹²²Централна Банка Босне и Херцеговине, доступно на:

<https://www.cbbh.ba/press/ShowNews/848?title=%D0%94%D0%B8%D1%80%D0%B5%D0%BA%D1%82%D0%BD%D0%B5-%D1%81%D1%82%D1%80%D0%B0%D0%BD%D0%B5-%D0%B8%D0%BD%D0%B2%D0%B5%D1%81%D1%82%D0%B8%D1%86%D0%B8%D1%98%D0%B5-%D1%83-%D0%91%D0%B8%D0%A5> (датум ажурирања 01.02.2018. године)

**Табела 14. Структура страних директних инвестиција према земљама
страних директних инвестиција у Црној Гори**

Година	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Укупно
Аустралија			226.022		134.925	1.834.575	1.971.415	1.305.319	5.472.255
Аустрија	10.827	1.719.931	1.887.372	2.259.000	73.455.563	29.841.825	60.765.059	34.470.294	204.409.871
Белгија		1.016.722	457.598		9.900	1.399.797	1.737.626	1.298.058	5.919.701
Македонија			70.567		50.172	532.591	3.261.970	669.895	4.585.195
Босна и Херц.	128.520		1.198.061	178.795	4.466.600	1.104.925	5.137.784	6.194.642	18.409.327
Девичнска острава						19.955	229.260	285.000	534.215
Бугарска				1.750.000	730.000	213.200	164.260	3.029.870	5.887.330
Данска		1.859.446		78.987	767.510	10.323.054	9.692.744	7.603.341	30.325.082
Естонија			269.450	1.810.185	1.727.651	4.861.444	18.556.382	8.889.233	36.114.345
Француска			36.000	215.599	11.756.512	6.202.067	8.671.421	4.243.977	31.125.575
Грчка		14.885.583	49.925	174.791	133.873	551.041	14.819.700	25.449.742	56.064.655
Холандија	1.695	30.000	1.051.083		170.669	4.389.001	17.334.920	16.384.554	39.361.923
Хонг Конг			62.627	90.758	74.875	776.257	2.029.683	2.200.739	5.234.938
Хрватска		1.000	91.980	57.490	775.849	5.531.819	5.962.669	10.645.961	23.066.768
Ирска				164.950	3.909.477	17.037.055	28.452.872	7.210.593	56.774.947
Италија	-516.399	102.260	73.067	269.000	6.343.490	6.156.066	11.872.384	1.421.556	25.721.423
Израел		757.100		486.630	134.893	477.723	9.585.439	2.006.338	13.448.124
Јапан			668.561	1.120.000	2.363.229		10.514.822	1.811.406	16.478.018
Канада			29.970	143.798	79.190	1.603.150	2.873.983	1.217.820	5.947.912
Кипар		71.456	1.815.821	2.015.284	3.449.577	18.636.978	108.994.331	113.023.001	248.006.448
Киргистан					124.563	816.011	1.434.996	277.960	2.653.530
Летонија			199.925	3.730.673	1.907.343	23.815.176	21.673.548	12.038.141	63.364.805
Либан			559.353				98.582		657.935
Лихтенштајн				200.925	1.097.108	10.924.301	3.785.856	7.865.397	23.873.586
Литванија				299.825	400.000	17.683.358	17.716.241	8.846.423	44.945.847
Луксембург			717.581	13.966	1.381.792	10.577.451	6.668.826	3.283.168	22.642.783

*Компаративна анализа стања и структуре страних директних инвестиција
уизабраним земљама*

Мађарска				2.402.985	147.668.444	118.012.036	29.987.055	26.171.890	324.242.410
Њемачка	1.749.714	20.893.208	5.484.102	7.774.510	5.063.463	26.944.134	38.504.162	17.389.160	123.802.453
Норвешка			84.937	6.101	77.000	3.613.859	7.870.980	4.534.987	16.187.864
Панама				1.299.973		646.930	2.054.531	6.718.063	10.719.497
Руска Федерација	836.874	20.000	220.317	669.760	14.030.235	82.534.966	187.388.328	101.096.226	386.796.706
САД	1.137.363	603.126	238.194	1.422.025	4.637.394	19.899.907	41.952.448	13.464.454	83.354.910
Словачка				100.000		554.685	417.851	41.995	1.114.530
Словенија	1.335.763	3.753.038	13.233.562	14.068.572	22.899.356	9.877.487	40.249.744	9.990.023	115.407.545
Србија		521.471	621.316	1.825.002	7.326.408	31.773.166	43.009.959	38.192.106	123.269.429
Швајцарска	19.993	1.170.181	7.568.283	6.603.230	14.601.067	88.473.434	75.111.921	52.235.131	245.783.240

Напомена: Прилив је истказан у милионима евра. Део прилива из Србије није третиран као страна директна инвестиција

Извор: (Fabris, N., et. al (2009), “Strane direktne investicije kao pokretač privrednog razvoја Crne Gore“, radni materijal, Centralna Banka Crne Gore, стр. 1- 29)

Анализа страних директних инвестиција у Црној Гори у последњих пар година открива да су Аустрија, Норвешка, Холандија, Русија и Србија главне земље из којих пристижу страна улагања у Црну Гору. Тако је на пример у 2015. године из Аустрије био прилив у виду страних директних инвестиција у износу од 263 милиона евра, из Холандије око 71 милион евра, из Русије око 69 милиона, а из Србије око 50 милиона евра (видети Извештај Црногорске агенције за промоцију инвестиција, за 2018 годину).¹²³ У 2016. години највећи прилив по основу страних директних инвестиција у Црној Гори је био прилив из Норвешке од око 189,04 милиона евра. Последњих година стране директне инвестиције у Црну Гору пристижу и из Италије (у 2016. години прилив је био око 50 милиона евра), Азејберџана (2016. године прилив је био око 47 милиона евра) и Мађарске (2016. године око 35 милиона евра). Интересантно да је ових неколико последњих година (од 2013. па на овамо) Србија у првих десет земаља по приливу страних директних инвестиција у Црној Гори, и то са око 25 милиона евра у 2016. години, 31 милион евра у 2014. години, 14,3 милиона у

¹²³Доступно на <http://www.mipa.co.me/me/-fdi-statistics/> (датум ажурирања 16.02.2019. године).

2013. години. Прилив страних директних инвестиција у Македонији у периоду од 2003. до 2017. године по земљама пореклу капитала приказан је у табели 15.

**Табела 15. Структура страних директних инвестиција према земљама
страних директних инвестиција у Македонији**

Година	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Албанија	3.97	5.08	-0.76	3.38	2.20	-3.76	2.80	-5.86
Белгија	0.07	0.77	14.49	13.36	5.46	16.56	4.40	14.55
Девичанкса острва	1.32	2.21	-9.51	-6.44	-3.41	-5.85	-6.37	8.64
Бугарија	31.09	4.66	7.10	-2.86	-8.07	-0.44	17.85	-11.76
Канада	0.14	-1.54	2.25	0.38	0.03	-1.17	-0.73	0.63
Кина	0.18	0.18	-0.03	-0.08	-3.87	6.12	26.35	25.80
Хрватска	0.09	8.08	5.43	4.61	0.54	-2.99	2.47	-12.99
Кипар	2.30	3.38	2.35	8.49	-6.24	0.84	8.60	5.13
Чешка	1.38	0.25	0.64	1.01	0.03	1.76	-3.38	-0.80
Данска	2.95	0.57	-0.16	0.44	-0.78	-2.41	-1.24	0.93
Француска	84.46	2.63	0.88	2.53	-105.72	-156.99	3.24	0.33
Грчка	15.18	14.78	2.10	-0.91	-3.25	43.75	-15.69	27.14
Хонг Конг	0.00	-0.31	2.22	2.28	0.75	1.27	0.40	5.84
Италија	1.64	9.63	2.06	5.73	11.47	10.40	20.01	4.20
Лихтенштајн	6.55	4.42	4.08	5.04	-2.08	-2.64	8.52	2.00
Луксембург	-20.36	0.64	1.33	0.02	-2.00	-21.71	3.79	22.18
Холандија	0.47	136.56	8.11	37.10	40.15	94.45	10.96	-37.58
Руска Федерација	3.54	6.65	0.16	2.31	-0.87	18.10	11.35	-0.65
Србија	1.33	-5.12	-0.61	-0.40	2.99	3.11	9.33	1.04
Словачка	-0.01	0.02	0.15	-0.09	-0.04	-7.20	12.07	-5.44
Словенија	19.70	19.10	8.80	37.98	-6.56	-7.68	4.57	19.36
Шведска	1.88	16.71	2.36	0.61	0.23	0.75	-0.36	5.99
Швајцарија	-41.25	-5.76	-15.05	-8.50	131.68	3.46	18.19	25.06
У.А.Е	0.00	0.11	0.08	0.36	0.03	-6.83	53.13	16.91
САД	-2.22	2.74	11.35	3.65	-0.42	13.37	17.66	-7.04
Нерасподељено	-0.01	0.00	0.05	0.03	-0.17	0.00	0.26	0.27

Напомена: Приливи су приказани у милионима у Еврима.

Извор: (Аутор на основу података доступних на сајту Народне Банке Републике
Северне Македоније)

Анализа приказаних података указује да је највише страних директних инвестиција пристигло из Француске и Грчке. Што се тиче земаља бивше Југославије најзначајнија земља према пореклу капитала јесте Словенија, а затим Србија. До раздвајања Србије и Црне Горе, СР Југославија је била најзначајнија земља бивше Југославије по приливу страних директних инвестиција у Македонији. Што се тиче ван европских земаља, доминирају улагања из Кине. Последњих година повећава се ниво инвестиција који долази из Уједињених Арапских Емирата. Стране директне инвестиције из САД су на нивоу инвестиција које долазе из Русије. Начелно говорећи, Македонија се одликује реалтивно малим приливима по основу страних директних инвестиција. Још једна карактеристика Македоније да има одређене инвестиције из Албаније, што није карактеристично за остале земље из региона, односно које су предмет проучавања у овој дисертацији.

2.2.2. Структура према моделу инвестирања

Према подацима Агенције за регионални развој и Агенције за промоцију страних улагања у Србију најчешћи облик страних директних инвестиција у периоду од 2002. до 2011. године била је приватизације предузећа. У том периоду остварен је прилив од приватизације у износу од око 7,4 милијарде евра. Највећи број приватизације био је у сектору прерађивачке индустрије, са укупним приловом од око 3,9 милијарди евра. Приватизација се најчешће спроводила путем тендера и аукције. У овом периоду приватизовано је 2.358¹²⁴ предузећа. Успешност приватизације у овом периоду био је око 52%. Након 2011. године број тендера и аукција је значајно смањен.

¹²⁴Видети у Коридић, Н., (2011), Атрактивност Србија за привлачење страних директних инвестиција, Докторска теза, Универзитет Сингидунум, Београд.

Применом модела преузимања у посматраном периоду остварено је страних директних инвестиција у износу од око 4,3 милијарде евра, од тога у прерађивачку индустрију уложено је око 2,7 милијарди евра.

Путем заједничких улагања у Србију је ушло, у посматраном периоду, око 970 милиона евра. Највише заједничких улагања је било у аутомобилској индустрији са улагањима од око 866 милиона евра, затим у дрвну индустрију око 79 милиона евра и у издаваштво око 28 милиона евра.

Табела 16. Највећи страни директни инвеститори у Србији – модел заједничког улагања

Назив компаније	Земља порекла капитала	Износ улагања
Fiat Group	Италија	700
Michelin	Француска	166
Tarket	Немачка	79
WAZ	Немачка	28
Укупно:		973

Извор: (Коридић, Н., (2011), Атрактивност Србија за привлачење страних директних инвестиција, докторска теза, Универзитет Сингидунум, Београд, стр. 72)

Прилив страних директних инвестиција од гринфилд улагања био је око 3,91 милијарде евра. Највеће улагање забележено је у производни сектор од око једне милијарде, а највећа појединачна гринфилд инвестиција било је улагање Теленора од скоро 580 милиона евра у сектор телекомуникације. У сектор трговине уложено је око 1,11 милијарди евра, док у сектор некретнине скоро једна милијарда. У финансијски сектор уложено је око 400 милиона евра.

У Црној Гори у протеклих три године забележено су само девет гринфилд инвестиција и то 4 у 2015, 3 у 2016 и 2 у 2017. години.¹²⁵

¹²⁵Због недоступности егзактних података о моделима прилива страних директних инвестиција у Босни и Херцеговина и Македонији, анализа структуре привлива страних директних инвестиција према моделу улагања, није обухватила ове две земље.

2.2.3. Секторска анализа структура страних директних инвестиција

Секторска анализа структуре страних директних инвестиција открива атрактивност појединих грана и сектора привреде у једној економији. Отуда је јако важна, како би креатори привредног амбијента дефинисали мере које ће утицати на привлачење односно демотивисање страних улагача да инвестирају у поједине секторе привредне.

Структура страних директних инвестиција у Србији у периоду од 2010. до 2017. године детаљно је изложена у табели 17.

**Табела 17. Структура страних директних инвестиција у Србији у
периоду од 2010. до 2017. године**

	2010	2011	2012	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.
ПОЉОПРИВЕДА, ШУМАРСТВО И РИБАРСТВО	19.842	30.898	9.225	65.805	-0.330	63.846	43.3	72.0
РУДАРСТВО	204.248	478.108	218.829	179.865	26.030	22.147	-33.0	102.5
Експлоатација сирове нафте и природног гаса, услужне делатности у рударству и геолошким истраживањима	196.294	471.393	219.769	171.540	24.237	15.133	-28.4	92.7
ПРЕРАЂИВАЧКА ИНДУСТРИЈА	329.439	631.124	521.244	679.199	535.204	721.135	749.5	634.3
Производња прехранбених производа, производња пића и производња дуванских производа	38.023	249.257	157.830	166.181	108.522	122.939	145.7	93.9
Производња текстила и производња одевних предмета	10.474	26.633	8.045	44.912	67.468	65.061	5.3	27.9
Прерада дрвета и производи од дрвета, плуте, сламе и прућа, осим намештаја, производња папира и производа од папира и штампање и умножавање аудио и видео записа	20.072	12.863	9.477	26.763	15.110	22.482	3.5	21.3
Производња кокса и деривата нафте	4.574	0.819	-0.097	2.463	-0.107	0.007	0.0	-0.1
Производња хемикалија и хемијских производа	38.169	51.208	31.200	45.759	46.301	66.622	42.7	45.9
Производња основних фармацеутских производа и препарата	12.362	-24.703	45.613	41.379	28.246	65.019	32.0	43.6
Производња производа од гуме и пластике	67.213	93.240	151.140	186.819	172.561	141.894	40.0	97.5
Производња основних метала и производња металних производа, осим машина и уређаја	28.540	18.761	20.716	25.772	2.948	5.886	241.4	86.4
Производња рачунара, електронских и оптичких производа	2.195	4.931	4.400	5.482	2.091	2.150	4.0	6.9
Производња непоменутих машина и непоменуте опреме	4.701	19.420	21.728	20.145	9.623	21.559	22.4	28.3

*Компаративна анализа стања и структуре страних директних инвестиција
уизабраним земљама*

Производња моторних возила, приколица и полуприколица	10.488	70.608	14.934	31.218	37.782	140.461	118.7	107.8
Производња осталих саобраћајних средстава	10.014	0.973	-0.682	8.067	-1.563	1.033	-3.2	1.6
Производња ваздушних и свемирских летелица и одговарајуће опреме	0.322	0.000	0.000	0.317	0.037	-0.343	0.0	-0.1
УКУПНО остало прерађивачка индустрија	82.293	107.113	56.941	73.924	46.185	66.364	97.0	73.4
СНАБДЕВАЊЕ ЕЛЕКТРИЧНОМ ЕНЕРГИЈОМ, ГАСОМ, ПАРОМ И КЛИМАТИЗАЦИЈА	5.967	2.852	3.764	9.010	9.899	12.839	15.0	52.2
СНАБДЕВАЊЕ ВОДОМ; УПРАВЉАЊЕ ОТПАДНИМ ВОДАМА, КОНТРОЛИСАЊЕ ПРОЦЕСА УКЛАЊАЊА ОТПАДА И СЛИЧНЕ АКТИВНОСТИ	3.777	6.018	5.883	12.100	17.684	17.902	13.6	11.1
Скупљање, пречишћавање и дистрибуција воде	0.075	0.269	-0.015	1.198	3.430	3.869	-5.3	1.8
Уклањање отпадних вода, сакупљање, третман и одлагање отпада	3.702	5.749	5.898	10.902	14.254	14.034	18.9	9.2
ГРАЂЕВИНАРСТВО	35.299	91.594	19.436	67.136	162.662	264.512	272.9	406.8
ТРГОВИНА НА ВЕЛИКО И ТРГОВИНА НА МАЛО; ПОПРАВКА МОТОРНИХ ВОЗИЛА И МОТОЦИКАЛА	133.337	1,019.162	194.089	300.018	224.769	208.484	138.2	312.3
Трговина на велико и трговина на мало и поправка моторних возила и мотоцикала	11.682	200.423	9.751	15.555	6.061	1.533	7.8	0.5
Трговина на велико, осим трговине моторним возилима и мотоциклима	90.120	136.718	141.320	203.512	88.085	88.642	12.0	176.8
Трговина на мало, осим трговине моторним возилима и мотоциклима	31.535	682.021	43.018	80.951	130.623	118.309	118.5	135.0
САОБРАЋАЈ И СКЛАДИШТЕЊЕ	21.246	65.866	17.398	70.823	-9.422	68.462	68.6	22.4
Копнени саобраћај и ценоводни транспорт	24.112	25.745	17.197	38.081	4.880	25.084	4.3	11.8
Водени саобраћај	-1.722	0.244	-0.028	-0.746	-1.106	0.756	-0.3	0.2
Ваздушни саобраћај	1.028	3.077	3.462	33.401	-27.194	50.890	54.0	5.5
Складиштење и пратеће активности у саобраћају	-3.360	34.828	-3.771	-0.706	13.376	-10.880	9.7	4.3
Поштанске активности	1.188	1.971	0.538	0.793	0.622	2.612	0.9	0.6
УСЛУГЕ СМЕШТАЈА И ИСХРАНЕ	5.212	15.024	26.720	-3.082	-1.889	6.956	2.9	16.3
ИНФОРМИСАЊЕ И КОМУНИКАЦИЈЕ	-8.194	125.612	-479.955	28.537	46.814	108.136	120.7	197.9
<i>од тога:</i>								
Кинематографска и телевизијска продукција, снимање звучних записа и издавање музичких записа и програмске активности и емитовање	4.528	6.671	-0.146	2.169	14.900	0.487	1.9	8.3
Телекомуникације	-27.224	72.992	-517.158	0.849	3.983	77.419	72.9	153.0
Издавачке делатности, рачунарско програмирање, консултантске и с тим повезане делатности и информационе услужне делатности	14.502	45.949	37.350	25.519	27.931	30.230	45.9	36.7
ФИНАНСИЈСКЕ ДЕЛАТНОСТИ И ДЕЛАТНОСТ ОСИГУРАЊА	432.747	840.435	290.563	141.455	357.957	484.035	447.0	367.5
Финансијске услуге, осим осигурања и пензијских фондова	370.563	835.474	311.820	145.132	232.576	402.560	375.7	229.8

*Компаративна анализа стања и структуре страних директних инвестиција
уизабраним земљама*

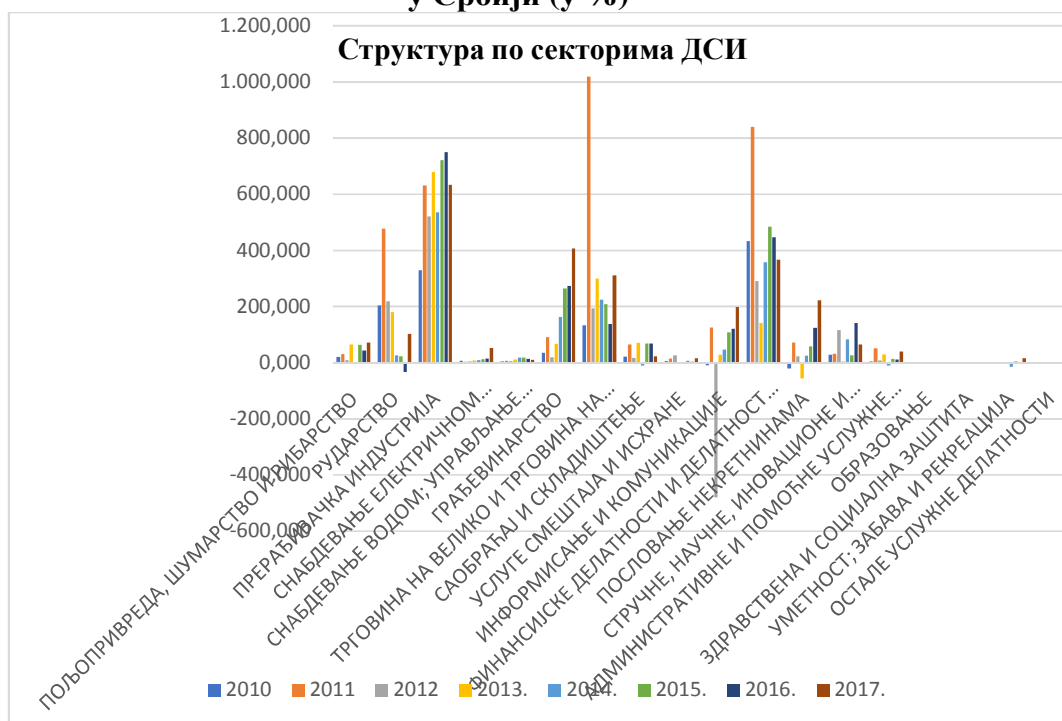
Делатност холдинг компанија	14.973	-4.771	-34.940	-12.491	13.433	68.870	27.7	98.6
Осигурање, реосигурање и пензијски фондови, осим обавезног социјалног осигурања	33.743	9.855	8.711	7.049	90.587	7.942	2.4	13.2
Помоћне делатности у пружању финансијских услуга и осигурању	13.467	-0.122	4.972	1.765	21.361	4.664	41.2	25.9
ПОСЛОВАЊЕ НЕКРЕТНИНАМА	-19.881	72.085	22.058	-55.732	24.723	57.571	124.5	221.7
СТРУЧНЕ, НАУЧНЕ, ИНОВАЦИОНЕ И ТЕХНИЧКЕ ДЕЛАТНОСТИ	29.428	31.994	116.359	4.112	83.597	27.088	141.2	65.0
Правни послови	0.002	1.202	0.014	0.112	0.089	-0.062	2.0	0.0
Рачуноводствени, књиговодствени и ревизорски послови; пореско саветовање	0.432	0.643	4.429	2.519	0.308	1.734	5.6	-7.1
Управљање економским субјектом	0.265	0.000	51.334	4.049	8.210	-0.569	2.9	-1.2
Менаџерски консултантски послови	10.060	9.949	36.345	-3.179	60.003	17.082	98.8	32.1
Архитектонске и инжењерске делатности; инжењерско испитивање и анализе	7.543	8.463	7.549	-4.025	12.187	4.658	16.5	34.9
Научно истраживање и развој	-7.335	0.326	1.280	2.672	0.688	2.354	2.9	5.5
Рекламирање	9.863	2.311	1.496	4.260	1.073	1.069	10.9	0.6
Истраживање тржишта и испитивање јавног мњења	-0.299	0.331	1.791	-0.203	0.612	-0.115	0.8	0.6
Остале стручне, научне и техничке делатности и ветеринарске делатности	8.896	8.770	12.121	-2.091	0.427	0.938	0.8	-0.4
АДМИНИСТРАТИВНЕ И ПОМОЋНЕ УСЛУЖНЕ ДЕЛАТНОСТИ	3.999	51.245	8.974	30.183	-9.645	14.253	11.8	39.4
Изнајмљивање и лизинг	-5.845	30.078	12.113	27.333	-11.919	-2.446	3.0	18.4
Остале административне и помоћне услужне делатности	9.843	21.167	-3.139	2.850	2.274	16.699	8.8	21.0
ОБРАЗОВАЊЕ	0.009	0.495	0.102	1.136	1.388	0.336	0.1	0.1
ЗДРАВСТВЕНА И СОЦИЈАЛНА ЗАШТИТА	0.031	0.149	0.110	0.101	0.081	-0.110	-0.2	2.1
УМЕТНОСТ; ЗАБАВА И РЕКРЕАЦИЈА	-3.932	2.383	-2.487	-1.405	-14.925	4.210	0.0	16.1
Стваралачке, уметничке и забавне делатности	-0.016	-0.009	0.003	-1.091	0.005	0.140	0.0	0.0
Делатност библиотека, архива, музеја галерија и збирки и остале културне делатности	0.014	-0.099	0.883	-0.277	1.549	0.785	1.1	0.5
Коцкање и клађење и спортске, забавне и рекреативне делатности	-3.930	2.490	-3.373	-0.038	-16.479	3.286	-1.0	15.7
ОСТАЛЕ УСЛУЖНЕ ДЕЛАТНОСТИ	2.457	0.785	0.579	1.307	1.435	0.347	1.5	0.5
Делатности удружења	0.008	0.019	0.569	0.351	0.249	0.136	0.0	0.1
Поправка рачунара и предмета за личну употребу и употребу у домаћинству и остале личне услужне делатности	2.449	0.766	0.010	0.956	1.186	0.211	1.5	0.4

Извор: (https://www.nbs.rs/internet/cirilica/scripts/fast_search.html, датум

ажурирања 16.02.2018. године)

Уколико се посматра збирно по секторима, прилив страних директних инвестиција у Србији у посматраном периоду, може се приметити да сектор са највише страних директних инвестиција јесте финансијски сектор. Улагања у овај сектор износе преко 27% од укупних страних директних инвестиција у Србији у периоду од 2010. године па до 2017. године. Затим следи сектор прерађивачке индустрије са око 19% и трговине на мало 16,2%. Око 11,8% прилива од страних улагања је отишло у сектор телекомуникације, док је скоро 12% у послове са некретнинама. У све остале секторе уложен је око 8% од укупних страних директних инвестиција до 2016. године. Претходно речено, приказно је на слици 14.

Слика 14. Сектори са највећим страним директним инвестицијама у Србији (у %)



Извор: (Аутор на основу података из табеле 13)

На основу анализе графика приказаног на слици 12, јасно се уочава да доминира услужни сектор, што не представља идеалну слику за развој привреде.

Захваљујући доброј репутацији и дугој индустријској традицији у Босни и Херцеговини најзначајнији износ страних директних инвестиција је уложен у сектор производње (34%). Значајан проценат у оквиру укупног прилива директних страних улагања имао је и банкарски сектор (25%). Досадашња страна улагања су базирана на сектору производње (енергетика, хемијска индустрија, производи), банкарства, телекомуникацијама, трговини (осим моторних возила и бицикла), услугама, посредовање некретнинама, остале финансијске услуге, туризам и транспорт.

Структура страних директних инвестиција у Црној Гори у периоду од 2010. до 2016. године открива највише инвестиција одлази у компаније и у финансијски сектор, али да је значајан удео страних директних инвестиција уложен у некретнине и у интеркомпанијски дуг. Анализа временске серије прилива показује уједначену структуру по годинама по секторима у Црној Гори.

Табела 18. Структура страних директних инвестиција у Црној Гори у периоду од 2010. до 2016

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Компаније и банке	260,970	157,687	212,713	76,255	80,353	349,199	175,366
Интеркомпанијски дуг	172,801	132,648	162,503	188,808	230,272	255,195	186,880
Некретнине	186,769	184,311	226,238	201,983	180,993	141,089	133,054
Остало	32,295	20,095	32,239	12,146	6,466	11,952	191,853
Укупна прилив	652,835.8	494,740.8	633,694.5	479,191.5	498,084.3	757,435.2	687,154.0

Напомена: Приливи су дати у хиљадама у еврима.

Извор: (http://www.cb-cg.org/index.php?mn1=platni_promet, датум ажурирања 17.02.2019. године)

На основу анализе прилива страних директних инвестиција може се закључити:

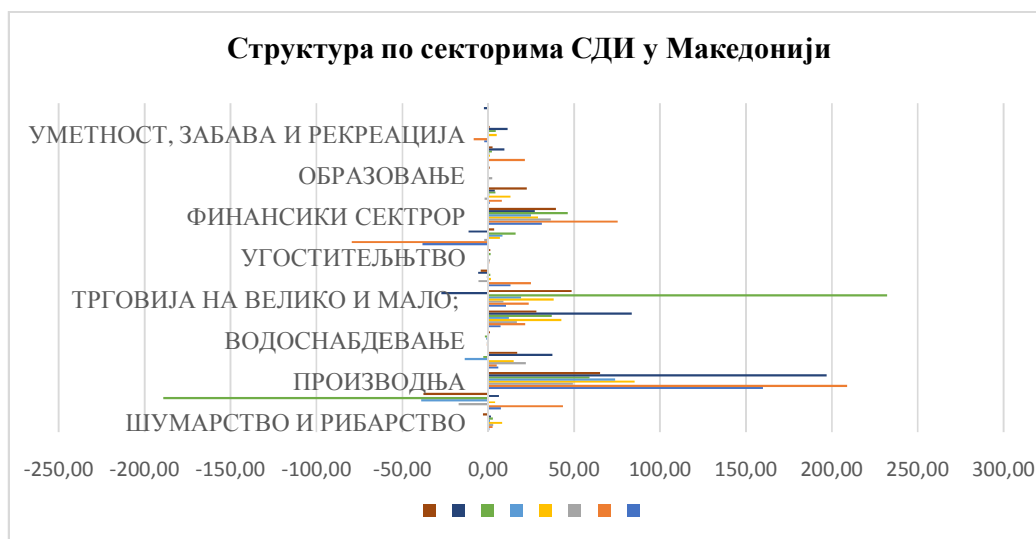
- 1) Значајан део је уложен у некретнине;
- 2) Доминирају инвестиције које су повезане са приватизацијом док гринфилд инвестиција је јако мало;

- 3) Највећи износи су усмерене ка услужним делатностима, пре свега банкарству и туризму;
- 4) Структура се делимично поправља кроз смањење у некретнине и раст инвестиција у реални сектор.

Анализа структуре страних директних инвестиција, по секторима у Македонији, приказана на слици 15, указује да следеће:

- 1) Највећи део страних директних инвестиција реализован је у трговини на велико и мало;
- 2) Значајан део страних директних инвестиција реализован је у прерађивачки сектор;
- 3) У односу на остале земље које су предмет проучавања у овој дисертацији релативно мали проценат укупних страних директних инвестиција отишао је у финансијски сектор.

Слика 15. Сектори са највећим страним директним инвестицијама у Македонији



Напомена: Структура је дата према страним директним инвестицијама исказаним у милионима у еврима.

Извор: (<http://www.nbrm.mk/ns-newsarticle-direktni-investicii-vo-republika-makedonija---metodologija-bpm6.nspk>, датум ажурирања 17.02.2019. године)

3. Анализа изабраних земаља у контексту међународне инвестиционе позиције

Према подацима приказаним у табели 19. на дан 31. децембра 2017. године, страна финансијска пасива Србије већа је за скоро 34,712 милиона евра у односу на страну финансију активу. Ако се посматра тренд од 2013. године може се уочити тренд повећавања те разлике из године у годину.

Табела 19. Међународна инвестициона позиција Србије у периоду од 2013-2017. године

СТАВКА		Стање на дан 31.12.				
		2013	2014	2015	2016	2017
1.	Актива	17,796	18,285	19,519	20,798	21,086
1.1	Директне инвестиције	2,078	2,343	2,656	2,884	3,014
1.1.1	Власнички капитал	1,823	2,053	2,327	2,533	2,608
1.1.2	Дужнички инструменти	255	290	330	351	406
1.2	Портфолио инвестиције	52	137	199	306	237
1.3	Финансијски деривати (осим дев. резерви) и опције на акције за запослене	0	0	3	10	0
1.4	Остале инвестиције	4,477	5,898	6,282	7,394	7,873
1.5	Девизне резерве	11,189	9,907	10,378	10,205	9,962
2.	Пасива	48,436	50,779	53,426	55,510	56,741
2.1	Директне инвестиције	22,851	24,368	26,717	28,825	31,349
2.1.1	Власнички капитал	16,909	18,339	20,238	21,606	23,083
2.2	Портфолио инвестиције	6,182	7,052	7,346	6,773	5,410
2.3	Финансијски деривати (осим дев. резерви) и опције на акције за запослене	0	0	0	1	1
2.4	Остале инвестиције	19,403	19,358	19,363	19,911	19,981

Извор: (Народа Банка Србије, доступно на https://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/ino_ekonomski_odnosi/mip/index.html, датум ажурирања 17.02.2019. године)

Као што се може видети на основу података у табели страна финансијска актива бележи тренд раста, али истовремено и пасива расте.

Директне инвестиције резидената у иностранству износе 2,608 милиона евра и представља повећање од око 74,78 милиона евра. Портфолио инвестиције резидената у иностранству износе 237 милиона што представља смањење у односу на 2016. годину 69 милиона евра. Остале инвестиције износе 7,87 милиона евра, што представља не значајно повећање у односу на претходну годину (уз напомену да су депозити банака били 1,2 милиона евра и представља пад од око 27% у односу на 2016. годину). У овај билансној ставци, такође приметан је тренд раста. Девизне резерве износе 9,962 милиона евра, што представља пад од 243 милиона евра у односу на 2016. годину. Укупна страна финансијска пасива на дан 31.12.2017. године износи 56,741 милион евра, што представља повећање за око пола милиона евра у односу на 2016. годину. Анализа укупне стране финансијске пасиве у посматраном периоду такође бележи константан раст. Директне стране инвестиције нерезидената износиле су 31,349 милиона евра, што представља повећање у односу на 2016. годину од око 8,7 процената. Портфолио инвестиције нерезидената су износиле 5,4 милиона евра је за око 1,3 милион евра мање него у години пре. У овај билансној ставци, приметан је пад прилива страних улагања, што је скопчано са неатрактивношћу српског тржишта капитала. У 2017. године реинвестирана добит је повећана за 1,3 милиона евра у односу на претходну годину и у овај билансној ставци приметан је тренд повећања. Остале инвестиције нерезидената бележе благи, али константни пад од 2013. године.¹²⁶

Током последњих десетак година међународна инвестициона позиција Србије се константно погоршава. Разлог томе налази се у акумулацији трговинског дефицита. Суфицит по текућим трансферима настаје углавном по основу прилива дознака из иностранства, донекле ублажавају ово деторацију позиције. Један од начина на који је могуће преокренути или бар успорити јесте дефинисање мера који ће стимулисати промену у структури страних директних

¹²⁶Народна Банка Републике македоније (2018), Годшњи извештај за 2017. годину, Скопље, стр. 29.

инвестиција. Другим речима, у биланској пасиви потребно је повећати ставку прилива страних директних улагања, а смањити кредите из иностранства. Услед поскупљења цене кредита, настављање праксе узимања кредита код иностраних поверилаца допринеће даљем погоршању међународне инвестиционе позиције Србије.

У 2017. години, нето прилив од страних директних инвестиција у Црној Гори износио је око 394 милиона евра, односно 13,4% више него у 2016. години. Ово је последица повећања улагања у облику интеркомпанијског дуга и некретнина, као и значајно мањег одлива страних директних инвестиција у односу на претходну годину. Одлив у овом периоду по основу страних директних инвестиција био је 144,3 милион евра.

У форми власничких улагања остварен је прилив од 285,1 милион евра, што чини 53% укупно оствареног прилива. У структури власничких улагања 152,7 милиона евра се односило на инвестиције у предузећа и банке, док је прилив по основу улагања у некретнине износио 132,4 милиона евра. Прилив СДИ у форми интеркомпанијског дуга износио је 219,1 милион евра, или 40,7% укупног прилива, што је за 26,7% више него у истом периоду 2016. године. Прилив новчаних средстава по основу повлачења средстава резидената инвестираних у иностранству износио 34,1 милион евра.¹²⁷

Укупан одлив страних директних инвестиција у периоду јануар-новембар 2017. године износио је 144,3 милиона евра. Одлив по основу улагања резидената у иностранству износио је 42,1 милион евра, док су повлачења средстава нерезидената инвестираних у нашу земљу износила 102,2 милиона евра.

Анализа платнобилансне позиција Босне и Херцеговине за 2017. годину открива благо погоршање. На рачуну текућих трансакција са иностранством, у 2017. години остварен је дефициту износу од око 755 милиона евра, што је

¹²⁷ Centralna Banka Crne Gore, (2017), Bilten Centralne banke Crne Gore, str. 28. доступно на http://www.cb-cg.org/slike_i_fajlovi/fajlovi/fajlovi_publicacije/biltencbcg/2017/bilten_dec_2017.pdf, датум ажурирања 18.02.2019. године.

утицало на повећање дефицита текућег рачуна у односу на 2016. годину за 4,0%. Основни узрок дефицита је дефицит на рачуну робе.

Повећање текућих трансакција с иностранством, нарочито на рачуну робе је одраз повећања економске активности у земљи, односно пораста бруто друштвеног производа, што је евидентно кроз раст увоза, док је и опоравак економија у еврозони и окружењу, такође стимулисао раст домаће производње и последично бруто друштвеног производа.¹²⁸

Прилив дознака у 2017. години био је око 1,26 милијарди евра, што је у односу на 2016. годину повећање за око 7,2% или 75 милиона евра, што је еквивалентно нивоу прилива из 2007. године, прилив по овом основу остварен на по основу радничких дознака. Дефицит текућих трансакција покривен је додатним задужењем, али и приливом од страних директних инвестиција. У 2017. години износ директних страних инвестиција био је око 356 милиона евра, уз напомену да је око 192 милиона евра био прилив у виду реинвестиране зарада, што представља значајно повећање капитала у оваквој форми у односу на 2016. годину. У власничке хартије од вредности уложено је око 162,2 милиона евра. Иако су се директне стране инвестиције увећале на годишњем нивоу, директно страном улагање у 2017. години представља тек трећину прилива остварених у периоду пре кризе. Повећан обим трговине и трансакција с иностранством су довели до смањења финансијске активне предузећа, али и становништва и то за 382 милиона евра. У форми трговинских кредита као облика задуживања увозних предузећа прилив је износио 286,1 милиона евра где је годишњи прилив повећан у складу с повећањем увоза у 2017. години. Остали облици задуживања предузећа, односно дугорочни кредити износе 225 милиона евра, што означава благи пад услед доспећа кредита на наплату. Владин сектор је у посматраној години више отплатио дугова, него што је износило ново задуживање, тако да је скоро неутралисао негативан салдо са иностранством на нивоу претходне године. У смислу финансирања текућег рачуна, допринос банкарског сектора је поприлично неутралан, јер су остварен

¹²⁸Централна Банка Босне и Херцеговине, (2018), Годишњи извештај за 2017. годину, доступна на <https://www.cbbh.ba/Content/Archive/36>, датум ажурирања 17.02.2019. године.

безначајан прилив од око 33 милиона евра. Претходно речено, утицало је на повећање прилива девиза, што је имало за последицу повећање резервне активне за око пола милијарди евра.

Анализа кретања платног биланса Македоније за 2017. годину указује на задржавање умереног дефицита текућег рачуна, у условима даљих структуралних промена у извозном сектору, смањене неизвесности и повећаног поверења и одсуства неравнотежа. Дефицит текућег рачуна износио је 1,3% БДП-а, што је за 1,4 процентних поена мање на годишњем нивоу бруто друштвеног производа. Значајно побољшање текућих трансакција одражава мањи дефицит у трговини робама и услугама, допуњен вишим приливом по основу секундарних прихода. Са аспекта финансијских токова, у 2017. години није забележена значајна спољна задуженост привреде, а позитивни ефекти прилива страних директних инвестиција су неутралисани нето одливима у неке од краткорочних финансијских токова. У таквим условима, део дефицита текућег рачуна био је кроз девизне резерве, које су се у 2017. години смањивале на годишњој основи, али су остале на одговарајућем нивоу.¹²⁹

Анализа спољне трговине у 2017. години указује на солидан раст ове две компоненте, уз умерено јачи раст извоза у односу на раст увоза роба. У 2017. години покретач позитивних достигнућа у извозу била је извозна активност нових индустријских капацитета у страном власништву, највише изражена кроз висок раст извоза машина и транспортних средстава. Такође, део традиционалних сектора, а посебно извоз из металопрерађивачке индустрије, имао је позитиван допринос расту извоза, за разлику од претходних пет година када је ова грана забележила негативне стопе раста. Извозни учинак се одразио и на увозну страну, при чему је најважнији фактор за раст увоза била компонента сировина за металопрерађивачку индустрију и нови страни капацитети. Додатни допринос расту увоза имао је и увозни увоз, увоз за личну потрошњу, као и увоз енергије, углавном због већег номиналног увоза нафтних деривата, узрокован растом свјетских цена нафте, те у условима пада увезених количина.

¹²⁹Оп. Цит. Стр. 30.

Анализа показатеља ценовне конкурентности македонске економије указује на умерен напредак у односу на претходну годину. Реални ефективни курс (РЕЕР), израчунат према трошку живота, депресиран је за 0,5%, док је РЕЕР дефлациониран ценама произвођача индустријских производа забележио већу депресијацију од 3,1%. Такве годишње промене углавном произлазе из повољних кретања релативних цена, док је промена номиналног ефективног курса утицала на супротан смер, тј. Према апресијацији РЕЕР-а, углавном због депресијације турске лире и британске фунте.

Међународна инвестициона позиција Македоније на крају 2017. године била је негативна и износила је 6.021,6 милиона еура или 59,8% бруто друштвеног производа. У односу на претходну годину, Међународна инвестициона позиција је забележила раст од 2,5 процентних поена бруто друштвеног производа. Остварена годишња промена одражава ниже међународне фондове, као и повећање међународних обавеза (за 1,9 процентних поена и 0,6 процентних поена бруто друштвеног производа). Анализа међународне инвестиционе позиције по секторима привреде показује да су негативне промене у потпуности последица нето-позиције централне банке, као последица пада девизних резерви, док остали сектори доприносе умереном побољшању укупне нето спољне позиције. Тако је сектор "депозитне институције" доживео позитивне промене као резултат реализоване исплате кроз дугорочне кредите, док је боља нето позиција "државног" сектора резултат нижих нето обавеза по основу других дугорочних кредита (првенствено због отплате кредита Дојче банци) у износу од 77,3 милиона еура). Повољни помаци "Остали сектори" су умеренији и, у великој мери, због нешто већег раста активе, у односу на повећање обавеза.

Бруто спољни дуг на крају 2017. године износио је 7.403,4 милиона еура или 73,6% бруто друштвеног производа, што представља смањење од 0,7 процентних поена бруто друштвеног производа у односу на крај 2016. године.¹³⁰ Смањење бруто спољног дуга према релативним показатељима, у потпуности долази од годишњег смањења јавног дуга, уз умерен раст дуга приватног

¹³⁰ Оп. Цит. Стр. 31.

сектора. Тако је, у оквиру јавног дуга, смањење узроковано нижим дугорочним кредитима централне владе, док раст приватног дуга увелико произилази из повећаног интеркомпанијског дуга као резултат већих обавеза према директним инвеститорима.

Уопштено говорећи, показатељи спољне задужености домаће привреде и даље указују да је бруто спољни дуг у "сигурној зони". Према показатељу за учешће бруто спољног дуга у бруто друштвеног производу, на крају 2017. године привреда се и даље класификује у групу високо задужених земаља, док остали показатељи указују на ниску задуженост. Међутим, треба напоменути да у структури укупног бруто спољнег дуга преовлађују обавезе по основу међукомпанијског дуга (дуга између повезаних лица) и трговинских кредита, што указује на стабилније и мање рањиве изворе финансирања. Анализа динамике спољне задужености указује на повољна годишња кретања у готово свим показатељима солвентности, изузев индикатора за учешће у исплати камата у извозу роба и услуга и других прилива, где се бележи благо погоршање на годишњој основи. Слабо годишње погоршање је евидентно и у показатељима ликвидности. На крају 2017. године, нето спољни дуг, као додатни индикатор екстерне позиције привреде, износио је 2.880,8 милиона еура или 28,6% бруто друштвеног производа. У поређењу са стањем на крају претходне године, нето спољни дуг је повећан за 1,6 процентних поена бруто друштвеног производа. Већи нето спољни дуг је последица повећаног нето јавног дуга, када је пао нето дуг приватног сектора.

Глава V

ЕМПИРИЈСКО ИСТРАЖИВАЊЕ ДЕТЕРМИНАНТИ СТРАНИХ ДИРЕКТНИХ ИНВЕСТИЦИЈА

1. Преглед ранијих емпиријских истраживања детерминанти и ефеката страних директних инвестиција на земље домаћина

У литератури постоји велики број радова који се односе на проучавање ефеката преливања страних директних инвестиција, али и детерминанти њиховог привлачења. Међутим, већина тих радова односи се на проучавање детерминанти страних директних инвестиција и њихових ефеката на развијеним тржиштима и тражиштима земаља у развоју, пре свега Азијских и Афричких земаља. Значајна су и истраживања детерминанти страних директних инвестиција и њихових ефеката у Европским земљама, међутим она се обично односе на развијене економије. Уобичајено код ових истраживања јесте да се испитује утицај привредног раста, односно пословног окружења и привредног амбијента на привлачење страних директних инвестиција. Таква су истраживања која су спровели Бандер и Вајтее (1968), који су утврдили да је величина тржишта значајна одредница страних директних инвестиција. Сличне резултате истраживања представили су и други аутори попут, Рут и Ахмед (1979), Торис (1985), и Фреи (1985), Петрохилас (1989) и Вхелер и Модис (1992) (Назер и Масих (2017), Anyamele (2010), Бите и Милнер (2008), Ahlquist 2006; Biglaiser и DeRouen 2006; Blanton и Blanton 2007; Choi и Samy 2008; Zhang (2001), Gastanaga, Nugenti Pashamova 1998; Jensen 2006; Jun и Singh 1996; Neumayer и Spess 2005; Tuman и Emmert 2004; Vandavelde, Aranda и Zimny

1998), Шмиц и Бири (1972). Карактеристично за ове ауторе јесте да су сви користили бруто домаћи производ као прокси за величину и развијеност тржишта. Постоје истраживања која указују на постојање негативне везе између бруто домаћег производа и привлачења страних директних инвестиција. Такви резултати истраживања репрезентовани су од стране Лун (1980). Значајна су истраживања која су проучавала трошкове радне снаге као детерминанте страних директних инвестиција (Економоу и ет ал. (2017) Almeida (2007), Gopinath и Chen (2003), Lipsey and Sjöholm (2004, 2006) Barry et al. (2005) and Das (2002) Onaran (2009), Girma et al. (2016), Eckel 2003), (OECD 1993; Feenstra and Hanson 1996 and 1997; Lemoine 1998, Eckel 2003), Wei (2000), Campos and Kinoshita (2003), Janicki и Wunnava (2004)). Наиме ове студије показују да је главни мотив прилива страних директних инвестиција из високо развијених у неразвијене земље, ниски трошкови радне снаге. Често се као прокси за развијеност привредног окружења користе и квалитет радне снаге. Цхенг и Кван (2000) и (Норбакхсх, Палом и Иоусеф (2001) су утврдили да постоји позитивна веза између овог проксија привредног окружења као детерминанте страних директних инвестиција и страних директних инвестиција, што је у супротности са открићима Грох и Вицх (2009). Едвардса (1990), Гастанаге и сарадника (1998), Хаусмана и Фернандеза (2000) су проучавали значај извозне оријентације земље као детерминанте страних директних инвестиција. Кас (2018), Ogunjimi и Amune (2017), Behname (2012), Рехман ет ал (2011), Omezzine and Nakro (2011), Fung et al (2005), Асеиду (2002), као и истраживања Вилера и Модиа (1992), Кумера (1994) и Лореа и Гуисингера (1995) су изучавали корелацију између развијености инфраструктуре и страних директних инвестиција. Резултати ових истраживања указују на постојање позитивне везе између ове варијабле и страних директних инвестиција. Међутим истраживања спроведена у земљама у развоју указују да иако ниво страних директних инвестиција варира у зависности од квалитета инфраструктуре, показују да до одређеног нивоа квалитета и развоје инфраструктуре кретање и варијације страних директних улагања нису значајне (Chakrabarti et al (2012). Seetanah (2009) је открио да инвеститори из производног сектора посвећују више пажње инфраструктури него инвеститори из сектора услуга.

Asiedu (2002), Asiedu и Lien (2004), Asiedu и Gyimah-Brempong (2008), Bassey, O.S., Temitope, A.A., (2015), на примеру Суб-сахарских афричких земаља, проучавали су међузависност између позитивне законске регулативе у области пословања и страних директних инвестиција. Таненвалда (1997) је открио да постоји статистички значајан и негативан однос између законске регулативе у области заштите животне средине и страних директних инвестиција. Ahlering (2004) је открио да регулаторна строгост није повезана са страним директним инвестицијама. Постоје бројне студије, спроведене од стране бројних аутора попут Диамонд и Миррлеес (1971), Вилсона (1991), Бенасси-Куере, Фонтагне и Лахреце-Ревил (2003), Разин и Садка (2007), . Еицхер, Хелфман и Ленкоски (2011), Вхеелер и Моди (1992), Јун (1989), које третирају пореске политике земље као детерминанту страних директних истраживања, како на развијеним тржиштима тако и у земљама у развоју. Међутим, закључци ових истраживања су у супртноности, како када је реч између развијених и неразвијених земаља, тако и између самих земаља у развоју. Digumberet ал. (2017) идентификовали порез на капиталне добитке као важану, али не и једину значајну детерминантну страних директних инвестиција.

Први аутор који је указао на значај соци-политичког окружења као детерминанте страних директних инвестиција био је Ахарони (1966), који је открио да менаџери мултинационалних компанија овај фактор третирају као кључни фактор приликом доношења одлука о инвестирању. Сличне налазе представили су и аутори попут (Аисен и Веига, 2011), Мооса (2002), Даниелс, ет ал.(2002) и др. Истраживања везана за ову детерминанту страних директних инвестиција, у принципу се могу поделити у две групе. Прву групу чине истраживања која се базирају на примени економетријских модела у детерминисању значаја ове варијабле на привлачење страних директних инвестиција, док другу групу чине истраживања која се темеље на квалитативној анализи. Међутим, заједничко овим истраживањима је да сва потврђују да постоји статистички значајна веза између социо-политичког окружења и страних директних инвестиција, мада нема јасног става о знаку тог односа. Тако истраживања које су спровели Хаусмана и Фернадеза (2000), Јасперсена и Ајлваерда (2000), Асејду (2002), Neumayer, и Laura (2005), Buch,

Claudia M.; Kleinert, Jörn; Lipponer, Alexander; Toubal, Farid (2005), Schäffler, Hecht и Moritz(2016), Hecht и остали (2016) укажу на постојање позитивне везе између стабилности социо-политичког окружења и страних директних инвестиција. Прво такво истраживање спровео је Нигх још (1985). Његово истраживање занимљиво је указују да значај ове детерминанте није исти када је реч о привлачењу страних директних инвестиција код развијених и земаља у развоју. Слична истраживања извршили су и Шнајдер и Фреи (1985). Часе, Кухле и Валтхер (1988) нису могли да открију постојање позитивног односа, док истраживање Тобина и Росе (2005) године, указују на постојање негативне везе између политичког ризика и социо-политичке нестабилности и страних директних инвестиција, али само у случају великог ризика, док низак ниво политичког ризика и нестабилности позитивно утиче на привлачење страних директних инвестиција.¹³¹ Резултати друге групе истраживања су такође разноврсни и на основу њих се не може извући јединствен став, утврдили су да избор страног инвеститора зависи од нивоа корупције у земљи домаћину.

Проблем корупције као облика социо-политичке нестабилности проучавали су Робертсон и Ватсон (2004) и Веи и Смарзинск (2010). Они су открили постојање статистички значајне везе између кретања страних улагања и нивоа корупције. До сличних закључака дошли су и Шахзад и сарадници (2012) и Назер и Масих (2017), док су Колстад и Виллангер (2004) показали да упркос чињеници да је у неким земљама постоји корупција у извесној мери, стране директне инвестиције и да су актуелне.

Иако је спектар истраживања детерминанти привлачења страних директних инвестиција широк, њихови закључци су различити, али не ретко кондтрадикторни. Не постоји јасан консензус око значајности и смере тј. знака утицаја одређених детерминанти. Закључак који се може извести на основу њих јесте, да се не може извести генерални закључак, те је за сваку земљу, односно групу сродних земаља, потребно испитивати утицај и значај детерминанти страних директних инвестиција, јер често оне у комбинацији могу да остваре

¹³¹Rose-Ackerman, S., Tobin, J, (2005), "Foreign Direct Investment and the Business Environment in Developing Countries: The Impact of Bilateral Investment Treaties", Yale Law & Economics Research Paper No. 293. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=557121> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.557121>

синергетски ефекат, али и да међусобно пониште позитивне ефекте. Будући да су ретка истраживања у којима су обухваћене земље Западног Балкана, као што су Србија, Црна Гора, Босна и Херцеговина и Македонија, те да скоро и нема радова који су проучавала утицај трансфера технологије, у наставку рада биће представљено истраживање социо-политичке нестабилности и пословног окружења, преко одговарајућих проксија, као детерминанти страних директних инвестиција.

2. Емпиријско истраживање

У наставку дисертације биће представљени резултати оригиналног емпиријског истраживања које је спроведено применом панел података, на примеру изабраних земља Западног Балкана: Србије, Црне Горе, Босне и Херцеговине и Македоније. Истраживање је спроведено за период од 2000. до 2017. године. Подаци су прикупљени са званичног сајта Светске банке.

2.1. Варијабле и методологија истраживања

Како би се одговорило на питање да ли социо-политичка (не) стабилност, послово окружење и привредни амбијент, као и трансфер технологије представљају значајну детерминанту привлачења страних директних инвестиција у изабраним земљама Западног Балкана, као што су Србија, Црна Гора, Босна и Херцеговина и Македонија у раду је извршено испитивање следећих варијабли, као одговарајућих проксија претходно споменутих детерминанти страних директних инвестиција: индекс политичког ризика земље, стопа раста бруто друштвеног производа, стопа инфлације, стопа незапослености и индекс технолошког трансфера. Први индекс је коришћен као прокси за (не)стабилност социо-политичког окружења. Индекс политичког ризика земље је укупна мера ризика за дату земљу, израчуната коришћењем свих 17 компоненти ризика из методологије Служба за политички ризик (Political Risk Services International Country Risk Guide - PRS), укључујући превирања, финансијске трансфере,

директна улагања и извозна тржишта. Индекс пружа основни, погодан начин за директно поређење земаља, као и демонстрирање промена у протеклих пет година.

Годишња стопа раста бруто домаћег производа, стопа инфлације и стопа незапослености коришћени су као адекватни прокси за пословно окружење и привредни амбијент. Годишња стопа раста бруто домаћег производа по тржишним ценама базирана је на константној локалној валути и представља збир бруто додате вредности свих резидентних произвођача у економији плус било који порез на производ и минус било које субвенције које нису укључене у вредност производа. Израчунава се без одбитака за амортизацију произведене имовине или за исцрпљивање и деградацију природних ресурса. Агрегати се заснивају на константним америчким доларима за 2010. годину.

За потребе ове дисертације стопа инфлације израчуната је применом Laspeyres-ове формуле и представља стопу инфлације мерену индексом потрошачких цена, која одражава годишњу процентуалну промену у трошку за просечног потрошача у куповини корпе роба и услуга које могу бити фиксиране или промењене у одређеним интервалима, као што је годишња.

Стопа незапослености је такође коришћена као прокси са пословно окружење и привредни амбијент, при чему стопа незапослености коришћена као прокси у овом раду представља проценат радне снаге која је без посла, али која је доступна на тржишту радне снаге.

Као прокси за трансфер технологије у раду је искоришћен индекс извоза високе технологије. Индекс представља проценат од укупног извоза, а у његову корпу спадају сви производи са високим интензитетом истраживања и развоја, као што су ваздухопловство, компјутери, фармацеутски производи, научни инструменти и електрични уређаји и сл. Очекивано је да постоји значајна позитивна корелација између овог индекса и стопе привлачења страних директних инвестиција.

За потребе истраживања у овој дисертацији подаци су прикупљени са званичног веб сајта Светске банке и Глобалне економије. Подаци су прикупљани за период од 2000 до 2017. године. За сврху анализе коришћен је метод панел података иземљу земаља (*cross-sectional panel data approach*), који се бави анализом податка у којима се понашање ентитета посматра током

времена. Главна сврха ове анализе јесте да се идентификује да ли постоји неки образац у прикупљеним подацима током времена у различитим ентитетима (пресек између различитих земаља)¹³². Другим речима, то је корисно за праћење ефеката специфичних за земљу и невидљивих разлика између земаља, што омогућава контролу за пристрасности изазвану проблемом потенцијалне хетерогености и недостајаћих података.¹³³ Због структурних пауза за неке податке, дисертацији коришћен је небалансирани панел података.

Зависна варијабла у истраживању јесте стопа страних директних инвестиција, која представљају нето приливи инвестиција за стицање трајног управљачког интереса (10 процената или више акција са правом гласа) у предузећу које послује у економији која није инвеститор. То је збир акцијског капитала, реинвестирања зараде, другог дугорочног капитала и краткорочног капитала приказаног у платном билансу. Ова серија показује нето прилив (нови прилив инвестиција умањен за дезинвестирање) у извештајној економији од страних инвеститора, и подељен је бруто друштвеним производом.

Варијабле су изабране имајући у виду следеће три чињенице: 1) да су изабране варијабле адекватни прокси за детерминанте страних директних инвестиција; 2) да су доступни подаци о свим варијаблима за све земље; 3) да у литератури нема јасног става нити радова који су проучавали њихово дејство применом панел података.

Претхно речено може се представити следећом једначином:

$$FDI_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 gdp_{i,t} + \beta_3 unr_{i,t} + \beta_4 inf_{i,t} + \beta_5 prs_{i,t} + \beta_6 tt_{i,t} + \beta_6 FDI_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

при чему су:

$FDI_{i,t}$ - стопа страних директних инвестиција за i -ту земљу у (t) временском периоду

¹³²Radivojevic, N., Jovovic, J., (2017), „Examining of determinants of non-performing loans”, Prague economic paper, Vol. 26, No. 3, p 302.

¹³³Radivojevic, N., et al. (2019), Econometric model of non-performing loans determinants “, Physica A: Statistical Mechanics and its Applications, Vol.520, April, pp. 481-488

$FDI_{i,t-1}$ - стопа страних директних инвестиција за i -ту земљу у $(t-1)$ временском периоду

$gdp_{i,t}$ - стопа бруто домаћег производа за i -ту земљу у (t) временском периоду

$unr_{i,t}$ - стопа незапослености за i -ту земљу у (t) временском периоду

$inf_{i,t}$ - стопа инфлације за i -ту земљу у (t) временском периоду

$prs_{i,t}$ - индекс политичког ризика за i -ту земљу у (t) временском периоду

$tt_{i,t}$ - индекс технолошког трансфера за i -ту земљу у (t) временском периоду

$cap_{i,t}$ - стопа капитала између капитала и активе за i -ту земљу у (t) временском периоду

$i_{i,t}$ - резидуал

За оцену једначине коришћена су два метода оцене панел податка: 1) метод фиксног ефекта, који узима у обзир необсервирану хетерогеност између земаља. Циљ је да се ухвате ефекти независних варијабли на стопу страних директних ивнестиција. Свака земља има своји специфичности које утичу могу да утичу на привлачење страних директних инвестиција, отуда се је реално претпоставити да постији корелација између $i_{i,t}$ и (FDI); Другим речима, она омогућава да се задржи временски константна неопажена хетерогеност између ентитета (земље)¹³⁴. Метод омогућава да се елиминишу ефекти ови временско-инвариантних карактериситка тако да се само процењује нето ефекат предиктора; 2) уопштени метод момената (GMM). За разлику од других процјенитеља, главна предност (GMM) је да се може користити чак и када претпоставке других метода нису задовољене. Генерално говорећи, (GMM) се може посматрати као генерализација многих других метода, и као резултат тога, мање је вероватно да ће бити погрешно приказан (види Цхауссе, 2010).¹³⁵ Како би се отклио да ли стопа привлачења страних директних инвестиција утиче а

¹³⁴Radivojevic, N., et al. (2019), "Econometric model of non-performing loans determinants", Physica A: Statistical Mechanics and its Applications, Vol.520, April pp. 481-488.

¹³⁵Chausse, P. (2010). "Computing Generalized Method of Moments and Generalized Empirical Likelihood with R", Workong paper.

привлачење нових, у једначини (1) као независна варијабла укључена је стопа страних директних инвестиција из претходног периода. С обзиром да се може очекивати да је ова варијабла у корелацији са случајном варијаблом текућег периода, то је још један разлог за примену GMM оцењивача уз напомену да ће једначина (1) бити трансформисана применом оператора (Δ) прве диференцијације, која се може записати у следећем облику:

$$\Delta FDI_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 \Delta gdp_{i,t} + \beta_3 \Delta unr_{i,t} + \beta_4 \Delta inf_{i,t} + \beta_5 \Delta prs_{i,t} + \beta_6 \Delta tt_{i,t} + \beta_6 \Delta FDI_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

На овај начин се решава потенцијални проблем пристасности динамичког панела података (детаљније видети у Радивојевић и сарадници, 2019).

3. Детерминисање кључних макроекономских и социодруштвених варијабли за привлачење страних директних и ефекти страних директних инвестиција

Резултати примне претходно поменутих модела оцене параметара панел података приказани су у овом делу рада. У табели 20. приказани су сумарни подаци дескриптивне статистике изабраних варијабли за период од 2000 до 2017.

Табела 20. Сумарни приказ података дескриптивне статистике варијабли (%), изузетак је ПСР)

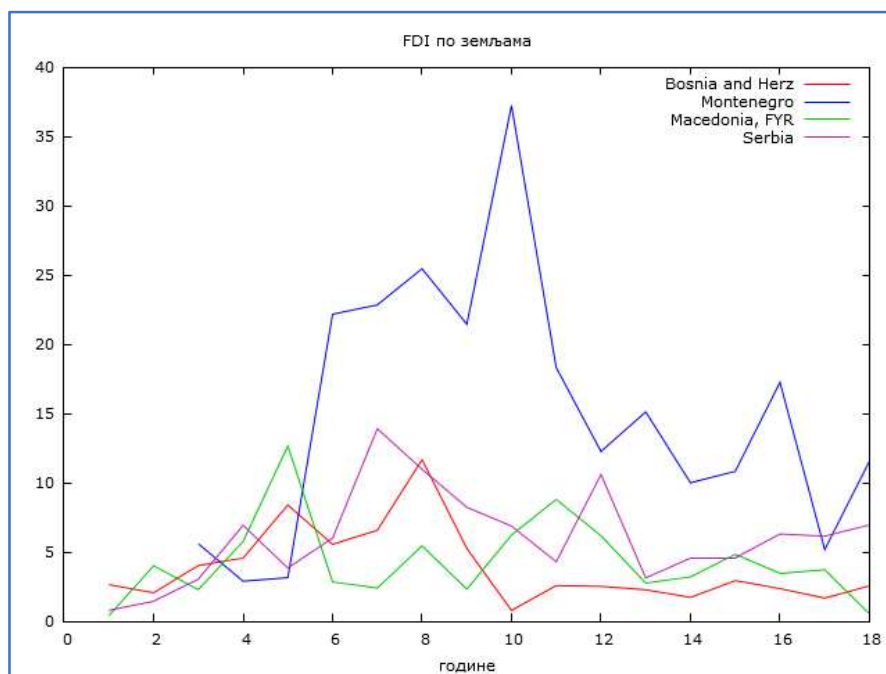
Варијабле	Бр. Опсер.	Средња вредност	Стандар. девијација	Минимална вредност	Максимум вредност
FDI	70	7.114	6.749	0.401	37.249
FDI_{t-1}	66	7.2178	6.856	0.401	37.249
GDP	72	3.236	2.930	-6.002	9.301
UNR	72	24.801	25.816	12.600	37.250
INF	60	6.582	2.855	-1.089	95.005
PSR	72	0.626	0.120	0.091	0.832

ТК	63	2.547	1.222	0.832	5.530
----	----	-------	-------	-------	-------

Извор: (Аутор)

Кретање ниво ФДИ-а креће се од 0.401% до 37.3%, што одражава значајну флукутацију и указује на велику варијабилност у приливу страних директних инвестиција у овим земљама током посматраног периода, о чему сведочи и стопа стандардне дивијације која се креће око 6.8%. Кретање нивоа ФДИ по земљама приказано је на слици 16.

Слика 16. ФДИ по земљама

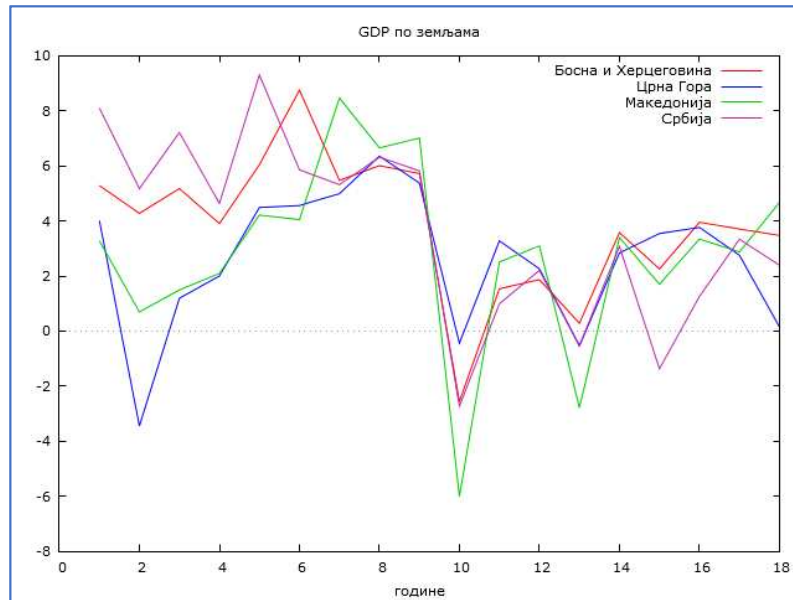


Извор: (Аутор)

Просечна вредност ФДИ -а приближно износи 7.1%, што указује на веома низак просечан прилив страних директних инвестиција у овом региону током последњих 18 година. ГДП показује и негативне и позитивне вредности. Највећа негативна вредност овог индикатора износила је око 6%, што је указивало на велику стагнацију, док највећа позитивна вредност овог индикатора у посматраном периоду износила је око 9%. Просечна стопа ГДП-а бележи позитивну вредност, што указује да је овај регион стварио благи

привредни раст у посматраном периоду јер просечна стопа ГДП-а износи око 3.2% (слика бр. 17).

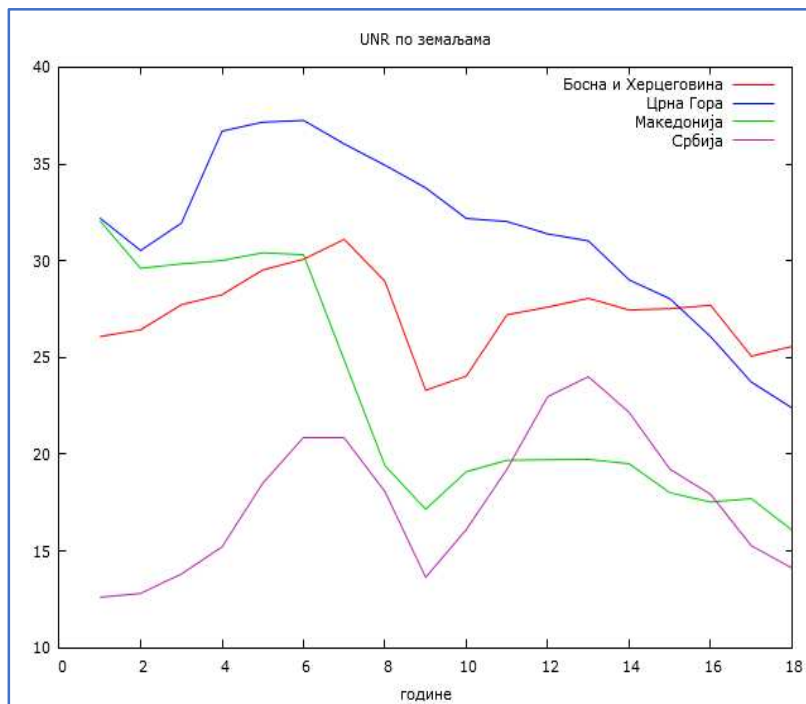
Слика 17. ГДП по земљама



Извор: (Аутор)

Стопа незапослености у овом региону креће се просечно око 25%. Највећа стопа незапослености износила је око 37%, док најнижа забележена њена вредност износи 12%, што указује на велики проблем незапослености у овим земљама, што је приказано на слици 18.

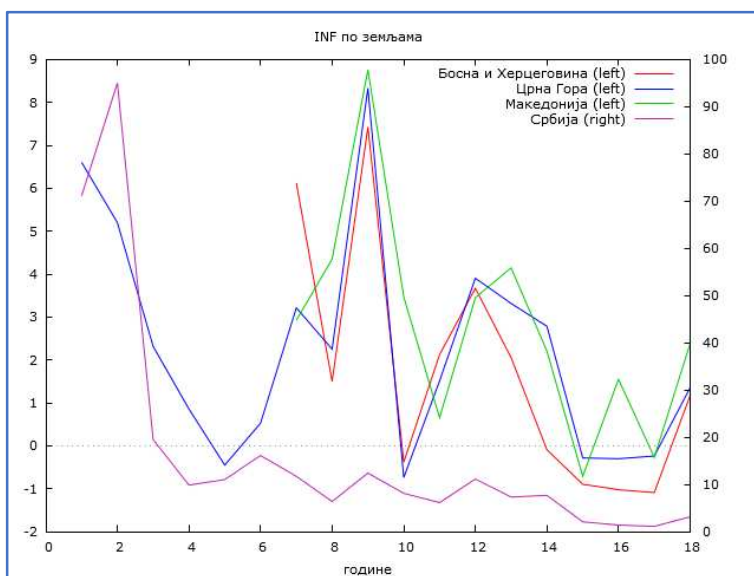
Слика 18. УНР по земљама



Извор: (Аутор)

Стопа инфлације кретала се од рекордних 95% до негативне вредности од око 1%. Просечна вредност ове варијабле износи око 6% (слика 19). Негативном стопом инфлације у посамтраном периоду могу се похвалити Босна и Херцеговина и Црна Гора. Висока стопа стандардне девијације макроекономских варијабли, може се, између осталог протумачити као последица великих осцилација у економским и привредним активности у овим земљама током претходних петнаестак година.

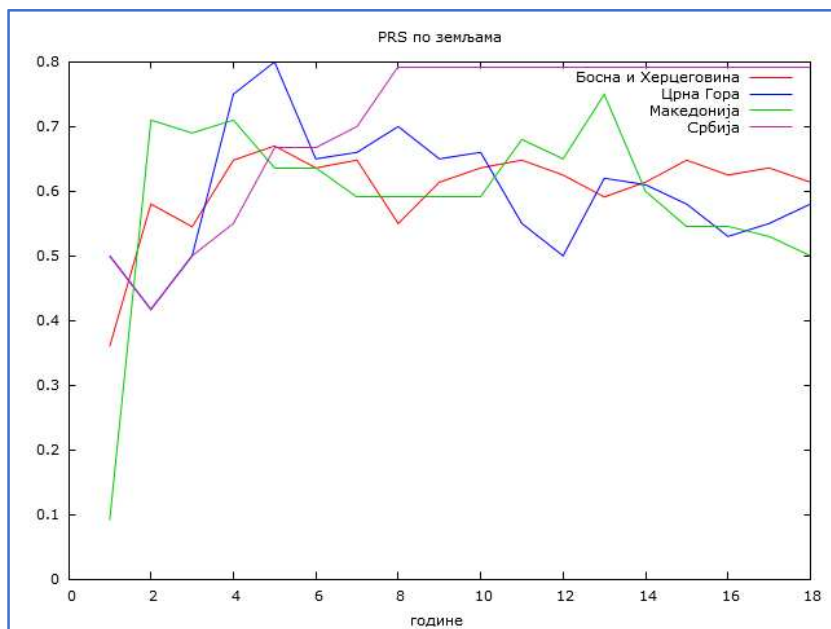
Слика 19. ИНФ по земљама



Извор: (Аутор)

Што се тиче вредности индекса политичког ризика земље, он се кретао од минималне вредности 0.09 до максималне вредности 0.8, што указује на значјно флукутирање у квалитету социо-политичког окружења. Приликом тумачења овог резултата треба бити опрезан, до краја деведесетих година били су ратни сукоби у овом региону, те како се временски хоризонт повећања тако се вредност овог индикатора стабилизује. Просечна вредност овог индикатора износи око 0.6, што је указује на умерени ризик. Максимална вредност овог индикатора јесте 1 и имплицира позитивно и стабилно окружење, обратно је када је вредност овог индикатора нула. Кретање ове варијабле током посамтраног периода приказано је на слици 20.

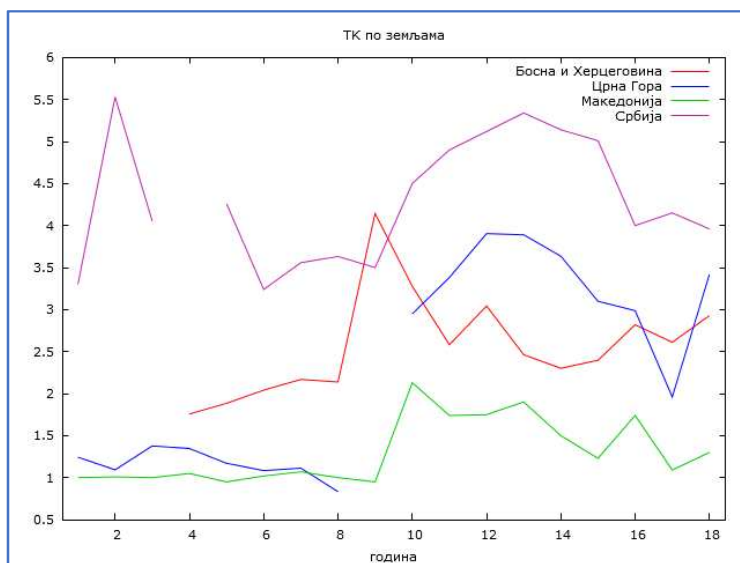
Слика 20. ПРС по земљама



Извор: (Аутор)

Што се тиче кретања проксија за трансфер технологије тј. индекса извоза високе технологије, његове вредности више него јасно сведоче у малом учешћу *know how* ових земаља у укупном њиховом извозу, што би се могло протумачити да ове земље треба да раде на привлачењу страних директних ивнестисија, како би дошле до нових сазнања. Са друге стране, посматрано из угла страних инвеститорира због своје заосталости ове би земље требале да буду добре инвестиционе алтернативе за нешто старије врсте технологија (црне, „прљаве“ технологије). Кретање овог индекса кретало се од минималних 0,8%, до максималних 5,5% у укупног извоза ових земљања. Похвално је што је просечна вредност овог индекса у посматраном периоду била позитивна, око 2%, што значи да ове земље ипак извозе неке високо софистициране производе тј. врше трансфер *know how*. Кретање овог индекса, такође је приказано на слици 21.

Слика 21. ТКпо земљама



Извор: (Аутор)

Нажалост са слике се уочавају прекиди што указује да ове земље нису у свим годинама, током посматраног периода извозиле своје знање.

Када се врши економетријска анализа на панел подацима, први корак у анализи представља тестирање присуства јединичког корена код временских серија. Другим речима, како би анализа била ваљана неопходно је да серије показују особине стационарности. Из тог разлога анализа у овој дисертацији започета је анализом стационарности временских серија варијабли применом *Im-Pesaran-Shin* (ИПС) теста, уз напомену да је број лагова одређен применом правила трећег корена. Резултати теста су приказни у табели 21.

Табела 21. Резултати ИПС теста

Варијабла		Вредност теста	Р - вредност
<i>FDI</i>	Ниво	-0.184	0.426
	1. дифер.	-0.615	0.269
	2. дифер.	-3.909	0.000
<i>FDI_{t-1}</i>	Ниво	-0.654	0.256
	1. дифер.	-2.210	0.0135
<i>GDP</i>	Ниво	-0.708	0.239
	1. дифер.	-0.668	0.251
	2. дифер.	-4.088	0.000
<i>UNR</i>	Ниво	0.599	0.725
	1. дифер.	-0.478	0.316
	2. дифер.	-3.309	0.001
<i>INF</i>	Ниво*	14.599	0.067
	1. дифер.*	9.393	0.000
<i>PSR</i>	Ниво	-1.726	0.042
	1. дифер.	-3.049	0.001
<i>TK</i>	Ниво	1.497	0.932
	1. дифер.	-2.079	0.018

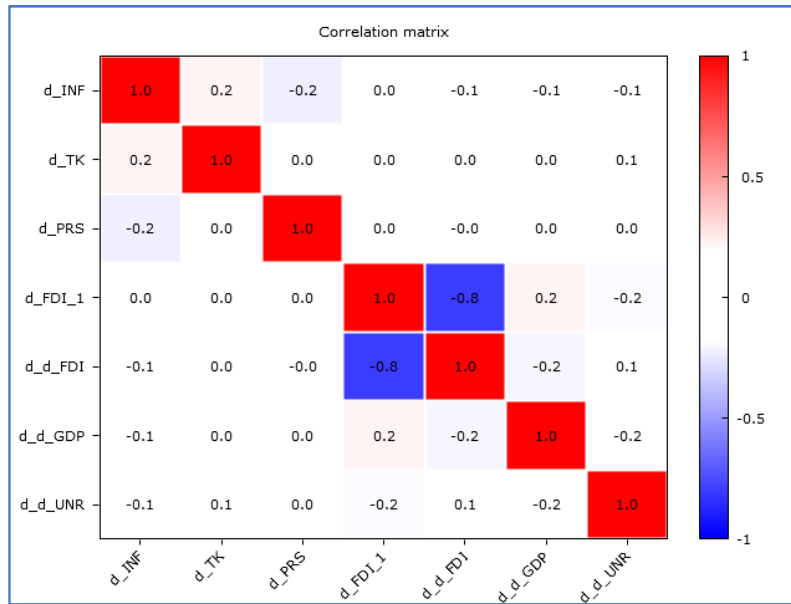
Напомена: * означава вредност инверзно χ^2 -квадрата теста са осам степени слободe.

Извор: (Аутор)

Као што се може видети из табеле све варијабле показују нестационарност првог реда. Из тог разлога, тест је поновољен након диференцијације првог реда. Након диференцијације другог реда све варијабле, изузев стопе ФДИ-а, стопе ГДП-а и стопе незапослености су постале стационарне. Поступак је настављен диференцирањем другог реда за нестационарне варијабле. Након диференцијације другог реда, све варијабле су постале стационарне, тако да је анализа даље настављена израчунавањем матрице корелације. Матрица корелације је приказана на слици 22.

Као што се може видети са слике матрице корелације ниједна варијабла није позитивно високо корелисана са осталим варијаблима, тако да су све варијабле задржане у даљем истраживању, осим лаговане варијабле ФДИ са зависном варијаблом, што је и очекивано.

Слика 22. Матрица корелације



Извор: (Аутор)

Резултати оцене параметара једначине (1) и (2) применом претходно описана два метода оцене параметарама панел података приказана су у табели 22.

Табела бр. 22. Резултати оцене параметара

Варијабла	Метод фиксног ефекта			Једно-степенни ГММ оцењивач		
	Коеф.	р вред.		Коеф.	р вред.	
Константа	- 0.204	0.861		-0.055	0.479	
FDI_{m-1}	-0.596	<0.0001	***	-0.598	<0.0001	***
GDP	-0.090	0.629		-0.088	0.634	
UNR	-0.113	0.838		-0.115	0.722	
INF	-0.549	0.095	*	0.547	0.089	*
PSR	- 13.135	0.551		-13.488	0.237	
TK	0.310	0.778		0.311	0.708	
R^2	0.40			AR(2)	-1.283(0.199)	
				Шарган тест	Chi-квадрат(38) = 46.936(0.1519)	
Заједнички тест регресора	F(6, 40) = 4.3829 (0.002)					
Тест различитих одсечака	F(3, 40) = 0.012 (0.998)					
Wald-ов тест хетероскедастичности	41.5796 (2.03e-008)					
Тест нормалности резидуала модела	Chi-квадрат (2) = 8.746 (0.013)**					

Напомена: У загради су дате р-вредности теста аутокорељације првог и другог реда. *, **, *** статистички значајне варијабле за нивое поверења од 1%, 5% и 10%, ретроспективно. Шарганов тест показује да су сви инструменти укључени у модел су валидни. H-matrix је коришћена за оцену матице варијансе-квоаријансе.

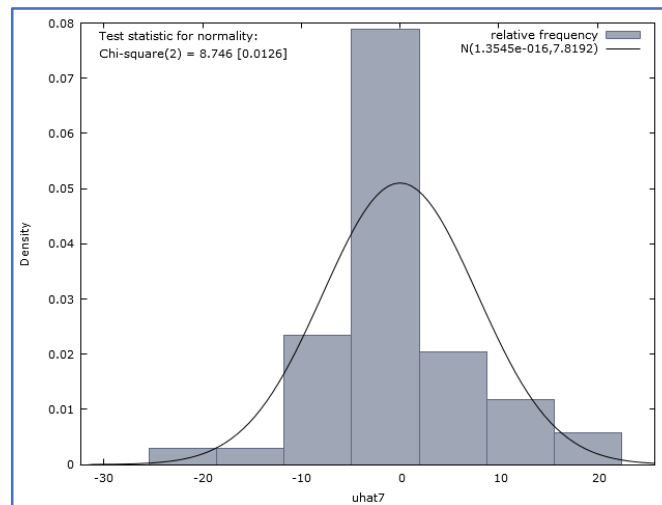
Извор: (Аутор)

Као што се може видети из табеле 20, оцене параметара применом динамичког модела оцене панел података показују да R квадрат овог оцењивача износи 0.40 што значи да скоро 40% варијација у зависној варијабли може бити објашњено помоћу изабраних варијабли. Даљи резултати показују да да постоји статистичка значајна веза између ФДИ из претходног периода и стопе прилива ФДИ из текућег периода, што је очекивано. Међутим изненађујући је знак ове

корелације и може се тумачити да опадање стопе прилива страних директних инвестиција од 0.59% из претходног периода довешће до повећања текуће стопе прилива страних директних инвестиција. Такође, резултати откривају да постоји статистички значајна веза између инфлације и ФДИ-а, која износи -0.113%. Тумачење овог резултата је следеће: раст стопе инфлације од 1% довешће до пада ФДИ-а за 0,134% и обратно важи. Ово је и очекивано и са економског аспекта може се тумачити да страни директни инвеститори захтевају стабилно окружење и да имају аверзију према инфлацији, што је и разумљиво када се имају у виду ефекти инфлације на ефикасност пословања. Што се тиче осталих варијабли између њих и прилива страних директних инвестиција није откривена статистички значајна веза, о чему ће више бити речи у следећем делу рада.

Како је већ истакнуто у претходном делу рада, динамични модел фиксног ефекта јер је било реално претпоставити да изабране земље имају своје специфичности које су временски инваријантне, а како динамични модел фиксних ефеката грешку модела декомпонује на две компоненте, детерминистичку која у ствари представља рефлексiju временски инваријантне специфичности ових земаља (алфа у моделу (1)) и стохастичку компоненту (резидуал у моделу (1)), то је избор овог оцењивача панел података био разумљив. Будући да се заснива на претпоставци о идентичној и независној дистрибуцији резидуала, како би се испитала његова валидност то је у наставку рада извршен дијагностички тест, чији су резултати приказани, такође, у првом делу табеле 20. Тест заједничких регресора износи око 4.4 што указује на не прихватање нулте хипотезе на којој се тест заснива. Тест заједничких одсека (алфа) указује да међу земљама нема временски инваријантних специфичности. Такође и *Wald*-ов тест хетероскедастичности открива да земље (групе у панелу) немају заједничку грешку варијансе. Тест нормалности дистрибуције резидуала показује, да за ниво значајности од 95% за који је рађен тест, резидуали следе нормалну дистрибуцију, што се може и визуелно потврдити са слике 23.

Слика 23. Тест нормалности резидуала оцењивача динамичког фиксног ефекта



Извор: (Аутор)

Изнети резултати дијагностичког теста имплицирају да је у овом случају оцењивач здружених најмањих обичних квадрата адекватнији од метода фиксних ефеката. Стога су у наставку рада приказани резултати оцене модела (1) применом овог оцењивача. Резултати су приказани у табели 23.

Табела 23. Резултати метода здружених најмањих обичних квадрата

<i>Метод здружених најмањих обичних квадрата</i>			
<i>Варијабла</i>	<i>Коеф.</i>	<i>p вредност</i>	
<i>Константа</i>	-0.202	0.857	
<i>FDI_{m-1}</i>	-0.595	<0.0001	***
<i>GDP</i>	-0.091	0.616	
<i>UNR</i>	-0.616	0.847	
<i>INF</i>	-0.544	0.084	*
<i>PSR</i>	-13.843	0.501	
<i>TK</i>	0.314	0.767	
<i>R²</i>	0,40		
<i>Wald-ов тест хетероскедастичности</i>	38.6196 (8.347e-008)		
<i>Тест нормалности резидуала модела</i>	Chi-квадрат (2) = 8.948 (0.011)**		

Извор: (Аутор)

Резултати оцене панел података модела приказан изразом (1) указују да све варијабле, изузев стопе прилива страних директних инвестиција из претходног периода и стопе инфлације, немају статистички значајну везу са стопом прилива страних директних инвестиција у текућем периоду.

Како би се испитала валидност овог оцењивача у дисертацији је урађен дијагностички тест, чији су резултати, такође, приказани у табели 21. Резултати теста показују одсуство хомоскедастичности варијансе и присуство нормалности дистрибуције код резидуала. Имајући ово у виду треба истаћи да резултате добијене применом и овог оцењивача треба узети са резервом због кршења претпоставке о хомоскедастичности.

Како општи метод момената представља ефикасан метод оцене панел података чак и у ситуацији када нису задовољене основне претпоставке свих осталих оцењивача, то се у наставку рада треба фокусирати искључиво на резултате добијене применом овог оцењивача. Резултати овог оцењивача дати су у другом делу табеле 20. *Sargan*-ов тест показује да су изабрани инструменти валидни, док тест серијске аутокорејације другог реда показују одсуство аутокорејације, што указује на валидност овог оцењивача.

Резултати овог оцењивача потврђују закључке изнете на основу претходна два оцењивача, тј. за прилив страних директних инвестиција у изабраним земљама значајне су само две варијабле, стопа инфлације и стопа прилива страних директних инвестиција из претходног периода и то обе варијабле имају негативну везу. У наставку дисертације су дата тумачења добијених резултата у контексту макроекономске анализе и постављених хипотеза.

4. Дискусија добијених резултата

Добијени резултати су помало изненађујући, односно нису у складу са преовладавајућим уверењем шире, али не и академске јавности која је упозната са резултатима различитих студија везаних за ову проблематику за земље у развоју. Први интересатни налаз јесте непостојање статистички значајне везе између индекса политичког ризика и прилива страних директних инвестиција, такође је за ширу јавност изненађујуће, али када се има у виду да просечан индекс 0.6 током посматраног периода (уз напомену да је максимална вредност овог индикатора 1, што указује на не постојање политичког ризика и што је индикатор стабилног социо-политичког окружења) и да након завршетка ратних сукоба с краја деведесетих година, вредност овог индекса не варира значајније, то се може протумачити да страни инвеститори ова тржишта доживљавају као релативно стабилна у социо-политичком смислу, те да се приликом одлучивању о улагању руководе пре свега субвенцијама и повластицама које ове земље нуде страним улагачима.

Имајући у виду резултате анализе у погледу односа између ове две варијабле и стопе прилива страних директних инвестиција може се закључити да хипотеза Х1, која гласи ***да социо-политичка нестабилност негативно утиче на привлачење страних директних инвестиција***, није валидна, те се може извести закључак да социо-политичка нестабилност код изабраних земаља нема утицаја на прилив страних директних инвестиција.

Следећи интересатан налаз, за шире мњење, јесте да не постоји статистички значајна веза између ГДП-а и стопе прилива страних директних инвестиција. Реално је очекивати да са повећањем ГДП-а расте и одлив страних директних инвестиција јер то значи да се више вредности одлива у виду инвестиција на страна тржишта. Међутим, у погледу прилива страних директних инвестиција различите студије показују постојање и позитивне и негативне везе. Позитивна се тумачи да раст ГДП-а значи побољшање услова пословања што представља повољно окружење за инвестирање те долази до раста страних директних инвестиција у неразвијене земље. Са друге стране, негативна се тумачи да повољно утиче на привлачење страних директних инвестиција јер инвеститори улаже на тржиште где ће да дође до смањења цена

ресурса и радне снаге. Наравно постоје истраживања и која указују на не постојање зависности између ове две варијабле, већ да се при одлучивању о улагању на тржишта земља у развоју страни инвеститори руководе другим критеријумима. Резултати из ове дисертације су у складу са налазима ових студија.

Како би се тестирала хипотеза постављена у раду да повећање раста прилива директних страних инвестиција доводи до раста бруто друштвеног производа, у наставку рада тестирана је зависност између ове две варијабле применом панел података, уз напомену да је зависна варијабла у овом случају ГДП, док су зависне варијабле ГДП из претходног периода и ФДИ такође из претходног периода, јер је очекивано да се ефекти не могу тренутно одразити на економски раст. Резултати анализе приказани су у табели 24.

Табела 24. Резултати регресионе анализе (метод здружених најмањих обичних квадрата)

	<i>Коефицијет</i>	<i>Ст. грешка</i>	<i>t-</i> <i>статистика</i>	<i>p-вредност</i>	
Константа	-0.060	0.623	-0.097	0.923	
FDI_1	0.066	0.071	0.927	0.357	
GDP_1	-0.626	0.103	-6.087	<0.0001	***
R-squared	0.427				

Извор: (Аутор)

Резултати тестирања показују да не постоји статистички значајна веза, тј. да раст стопе прилива страних директних инвестиција не доводи до привредног раста у овим земљама. Овакав резултат, иако на први поглед изгледа изненађујуће, донекле је и очекиван, ако се има у виду структура страних директних ивнестиција и више него скромни обим прилива страних инвестиција у овим земљама. Добијањем оваког резултата може се закључити да хипотеза **X2, да повећање стопе страних директних инвестиција доводе до повећања стопе привредног и економског раста земље домаћина, мерено кроз призму стопе раста бруто друштвеног производа**, не може се прихватити као валидна.

Резултати анализе откривају да стопа незапослености није статистички значајна и да не утиче на прилив страних директних инвестиција. Ово се може протумачити да страни улагачи, иако улажу у ова тржишта у радно интензивне производе и да настоје да економску корист остваре, пре свега, искоришћавањем јефтине радне санге, ипак при улагању не воде рачуна о незапослености сматрајући да незапослено становништво није довољно квалификовано и да је то узрок њиховог не ангажовања. Фокус им је на јефтиној радној снази, за коју им није важно да ли ће да их привуче са тржишта рада (незапослених) или већ радно ангажованих кадрова. Са друге стране, стопа прилива страних директних инвестиција је обрнуто сразмерна стопи инфлације у земљи домаћина. Ово је и очекивано када се има у виду да су страни улагачи на овим тржитима искучиво улажу због јефтиних ресурса. Раст инфлације утицаће на раст цена ресурса, а то није у њиховом интересу.

Имајући у виду добијене резултате хипотеза Х3, која гласи ***да стопа страних директних инвестиција је обрнуто сразмерна стопи незапослености и инфлације у земљи домаћина***, треба да буде модификована и да гласи да стопа страних директних инвестиција је обрнуто сразмерна стопи инфлације у земљи домаћина и да незапосленост нема утицаја на одлуку страних инвеститора да улажу на ова тржишта. Овако модификована хипотеза је доказана као валидна.

Резултати анализе откривају да не постоји статистички значајна веза између прилива страних директних инвестиција и трансфера технологије, што се може објаснити чињеницом да страни инвеститори када се одлучују за улагања у тржишта у развоју руководе се пре свега чињеницом да ће предност остварити искористивши јефтине ресурсе и радну снагу на овим тржиштима, о чему најбоље сведочи и структура улагања тј. да се углавном улаже у радно интензивне производе и то су обично инвеститори из развијених земаља. Другим речима, то значи да не улажу на ова тржишта да би искористили знања и технологију коју поседују ове земље. Отуда је овај резултат разумљив и очекиван. Имајући у виду закључке до којих се дошло на основу квалитативне анализе података о величини, динамици и структури страних директних инвестиција у овим земљама тешко да се може очекивати постојање позитивне релације и у обрнутом смеру, тј. да прилив страних директних инвестиција у

овим земљама утиче (било позитивно било негативно) на трансфер технологије из ових земаља. Ово је карактеристично за развијене земље када су домаћини страним улагањима. Наиме, чест мотив улагања у стране развијене земље јесте искоришћење њених технолошких достигнућа. О овом феномену већ је било речи у претходним деловима дисертације. Дакле, имајући у виду све претходно речено може се рећи да ни хипотеза Х4, која гласи **да стопа страних директних инвестиција је пропорционално сразмерна стопи трансфера технологије и know-how**, није валидна. Овакав налаз на индиректан начин имплицира да страни улагачи улажу на ова тржишта само ради искоришћења јефитних реурса и радне снаге, што креаторима макроекономске политике може да послужи као еталон за доношење адекватних подстицајних мера којим би привукли инвестиције које доводе до повећања извоза високо софистицираних производа и услуга, а не искоришћењу националних богатства и радне снаге.

ЗАКЉУЧАК

Један од главних проблема са којим се суочавају земље у развоју, какве су земље Западног Балкана, као што су Србија, Црна Гора, Босна и Херцеговина и Македонија, јесте низак ниво привредног и економског раста. Овај проблем скопчан је, са једне стране са недовољном домаћом акумулацијом и са друге стране са недостатком свежег капитала за инвестиције. Отуда се ове земље боре да привуку стране директне инвестиције давањем различитих подстицајних мера страним улагачима и настојањем да креирају што повољније привредне услове и амбијент. Међутим, ратни сукоби и политичка и општа макроекономска нестабилност у овом региону почетком деведестих година утицала је на слабу стопу прилива страних директних инвестиција у ове земље, те неискоришћења њиховог економског положаја и достигнућа с краја осамдесетих година, када су и друге социјалистичке земље ушле у процес транзиције.

Прилив страних директних инвестиција у ове земље је био испод нивоа који би обезбедио убрзање структурних реформи, више стопе раста, већу економску активност становништва, повећање девизних резерви и добијање повољног кредитног рејтинга. Отуда, прилив страних директних инвестиција у ове земље не значи само прилив свежег капитала, већ трансфер *know how* у области техничко-технолошких процеса, начина управљања и маркетинг микса. Истовремено значи и смањење незапослености и убрзавање привредног раста који има значајних импликација по политичку стабилност и креирање здравог привредног амбијента за даље привлачење страних директних инвестиција. То је иначе и разлог зашто креатори макроекономске политике настоје да створе што привлачније услове за привлачење страних директних улагача, нудећи пре свега различите подстицаје и покушавајући да модернизују пословни амбијент како кроз изградњу квалитетне правне регулативе, тако и кроз инфраструктуру.

У теорији о привредном и економском расту добро је позната теорија „зачараног круга сиромаштва“ према којој један од главних начина покретања

привредног и економског раста јесте прилив свежег капитала. Међутим, постоје и друге теорије привредног раста и развоја, као што је теорија претераних инвестиција, која указују на опасност од претераног инвестирања, што би се у контексту страних директних инвестиција могло протумачити да привлачење свежег иностраног капитала по сваку цену може да има и негативних последица по земљу домаћина.

Имајући у виду претходно речено, праћење статистике страних директних инвестиција, пре свега њихове структуре, по изворима улагања, секторима и регионима од пресудне је важности за креатора економске политике и привредног развоја у овим земљама. За ове земље је од пресудне важности да креирају привредно окружење које ће да привуче стане директне инвестиције али у гране и секторе привреде где ће се постићи максимални ефекти, који су у складу са приоритетним националним интересима. Стога се намеће потреба перманентног праћења и анализе прилива али и одлива директних страних инвестиција, тј. имати дугорочну визију трошења истих. Резултати и закључци до којих се дошло током израде ове дисертације представљају ваљан еталон за дефинисање истих, будући да су у супротности са преовлађајућим мишљењем широког јавног мњења у овим земљама.

Наиме, резултати истраживања упућују на следеће закључке, који су делимично у супротности са преовлађујућим ставовима јавног мњења у овим земљама: 1) У овим земљама не постоји статистички значајна веза између (не)стабилности социо-политичког окружења и текуће стопе прилива страних директних инвестиција, што свакако представља изненађење за широко јавно мњење. Наиме, преовладавајуће мишљење јесте да повољно социо-политичко окружење повољно утиче на привлачење страних директних инвестиција. Бројне студије које су апострофиране у овој дисертацији су потврђивале овај став. Међутим, у овим земљама овај фактор не игра битну улогу, што се може оправдати следећим чињеницама: 1) просечна вредност индекса политичког ризика, који је коришћен у раду као прокси за (не)стабилност социо-политичког окружења износила је око 0.6 поена, што се тумачи као релативно добра оцена (не)стабилност социо-политичког окружења. Такође, треба узети у обзир стопу флукутације вредности овог индекса, која ако се период после смиривања ратних сукоба у овим земљама је релативно мало, што значи да страни инвеститори ове

земље перципирају као реалтивно стабилне, те одлуку доносе на основу других критеријума. Имајући у виду анализу структуре и обима страних директних инвестиција, лако се може закључити да су им пресудни фактори при одлучивању јефтина радна снага и ресурси, будући да улажу у секторе који се одликују радно интензивним производима и услугама. Добијени резултати јасно имплицирају да хипотеза H_1 , која гласи **да социо-политичка нестабилност негативно утиче на привлачење страних директних инвестиција**, није валидна, те се може извести закључак као што је претходно речено да социо-политичка нестабилност код изабраних земаља нема утицаја на прилив страних директних инвестиција; 2) У овим земљама не постоји статистички значајна веза између ГДП-а и стопе прилива страних директних инвестиција. Овака резултат је изненађујући. Међутим при његовој интерпретацији треба бити опрезан и указати да је мало реално да се ефекти текућих прилива одмах одразе на раст ГДП-а. Такође, иако логички посматрано да прилив свежег капитала доводи до раста привредне активности, а тиме и до раста ГДП-а, при тумачењу овог резултата треба имати у виду да у структури овог параметра улазе сви производи, а не само они сектори у којима су остварене стране директне инвестиције. Такође, на вредност овог резултата утичу и ефекти смањења привредних активности у осталим секторима. Отуда и постоје различита открића различитих студија. Резултати до који се дошло у овој дисертацији се односе на проучавање утицаја и везе између ове две варијабле само за лаг од једног периода. Тако да постојање везе између ове две варијабле не значи да не постоји за дуже лагове. Другим речима, резултат изнет треба тумачити на следећи начин: стопа прилива страних директних инвестиција у посматраним земљама не утиче на стопу раста ГДП-а за један период унапред. Осталим истраживачима остаје да утврде у којем периоду или за који период прилив страних директних инвестиција утиче на раст ГДП-а, а тиме и на привредни и економски раст ових земаља; 3) Резултати анализе откривају да не постоји статистички значајна веза између стопе незапослености и стопе раста страних директних инвестиција. Другим речима, кретање стопе незапослености не утиче на одлуку страних инвеститора да улажу у ове земље. Ако се зна да улажу преваходно у секторе који се одликују великим учешћем рада у структури вредности оутпута, онда је јасан критеријум којим се руководе при избору

земаља за пласирање капитала. Са друге стране, резултати указују да стопа прилива страних директних инвестиција је обрнуто сразмерна стопи инфлације у овим земљама. Имајући у виду претходне анализе структуре улагања и критеријум којим се превасходно руководе код избора улагања на овим тржиштима, овакав резултат јесте очекиван; 4) У овим земљама откривено је непостојање везе између прилива страних директних инвестиција и трансфера технологије, уз напомену да се у овој дисертацији као прокси за трансфер технологије користио индекс који описује учешће високо софистицираних добара у укупном извозу ових земаља. Ово је и очекивано када се има у виду да страни улагачи инвестирају само у радно интензивне секторе, те је донекле очекивано да не постоји корелација између ове две варијабле. Уколико би прилив страних директних инвестиција у овим земљама довела до значајнијег привредног раста то би се могло рефлектовати на повећање трансфера технологије из ових земаља као последица економског развоја и унапређења привреде у овим земљама. Закључак који се може изнети на основу овог резултата јесте да овај ниво прилива страних директних инвестиција, пре доводи до експлоатације природних ресурса и експлоатације радне снаге у овим земљама него до покретања или акцелерирања привредног раста у истима. Ово на индиректан начин имплицира да страни улагачи улажу на ова тржишта само ради искоришћења јефтених ресурса и радне снаге. Ово је јако важно сазнање за креаторе макроекономске политике. Другим речима, креатори макроекономске политике треба да се фокусирају на дефинисање мера које ће довести до улагања у секторе који се одликују капитално-интензивним производима и услугама и који ће довести до повећања њиховог у укупној структури извоза у овим земљама, а не искоришћење националних богатства и радне снаге.

Сходно теорији „зачараног круга сиромаштва“ привредног раста приликом креирања макроекономске политике и дефинисања подстицијаних мера за привлачење страних улагања, налази ове дисертације могу да послуже као валидан еталон будући да су у супротности са преовладавајућим ставовима јавног мњења.

ЛИТЕРАТУРА

1. Abbott, K.W., Duncan, S.. (2000), "Hard and Soft Law in International Governance." *International Organization*, Vol. 54, No. 3.
2. Aharoni, Y. (1966), "The Foreign Investment Decision Process" Cambridge, Mass.: Harvard University Press
Ahlquist, J.S. (2006), "Economic Policy, Institutions, and Capital Flows: Portfolio and Direct Investment Flows in Developing Countries." *International Studies Quarterly*, Vol. 50, No. 3.
3. Agarwal, J.P., (1980), "Determinants of Foreign Direct Investment: A Survey," *Weltwirtschaftliches Archiv*“, Vol. 116.
4. Ahlering, B., (2004), "The Impact of Regulatory Stringency on The Foreign Direct Investment of Global Pharmaceutical Firms, ESRC Centre for Business Research“, University of Cambridge Working Paper No. 280.
5. Ahlering, B., (2004), The Impact of Regulatory Stringency on The Foreign Direct Investment Of Global Pharmaceutical Firms, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge Working Paper No. 280.
6. Alfaro, L., Charlton, A., (2009), "Intra-Industry Foreign Direct Investment. In: American“, *Economic Review*, 99(5), p. 2096–2119, IAB-Discussion Paper 25/2016 29.
7. Aliber, R.Z.,(1971), "The Multinational Enterprise in a Multiple Currency World," in J.H. Dunning (ed.), *The Multinational Enterprise*, London, George Allen & Unwin.
8. Alesina, A., S. Özler, N. Roubini, P. Swagel (1996), "Political instability and economic growth", *Journal of Economic Growth*, Vol. 1, No. 2.
9. Alvarez, R., et al. (1996), "Classifying Political Regimes." *Studies in Comparative International Development* , Vol. 31, No. 2.

10. An, Z. (2011) ,"Taxation and foreign direct investment (FDI): empirical evidence from a quasi-experiment in China. *International Tax and Public Finance* October 2012, Vol. 19, No. 5.
11. Антевски, М. (2009),,,Развојни потенцијали страних директних инвестиција: компаративна међународна искуства“, Библид 0025-8555, б1, бр. 1-2, стр. 48-73. [доступно 25.02.2019. на сајту <http://www.doiserbia.nb.rs>]
12. Аџић, Ј. С., Тошковић, Ј. Д., (2015), Анализа тренда кретања прилива страних директних инвестиција у транзитним економијама Западног Балкана, Пословна економија, бр. II.
13. Arellano, M., (1987), "Computing Robust Standard Errors for Within-groups Estimators." *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 49, No. 4.
14. Artige, L., Nicolini, R. (2005), Evidence on the Determinants of Foreign Direct Investment: The Case of Three European Regions. CREPP Working Paper 2006/07.
15. Arnold, Jens M., Hussinger, K., (2010), "Exports versus FDI in German Manufacturing: Firm Performance and Participation in International Markets“, *Review of International Economics*, Vol. 18, No. 4.
16. Aisen, A., Veiga, F., (2011), How Does Political Instability Affect Economic Growth? IMF Working Paper, WP/11/12.
17. Asiedu, E., (2011), "Democracy, foreign direct investment and natural resources", *Journal of International Economics*, Vol. 84.
18. Asiedu, E., K. Gyimah-Brempong, (2008), "The effect of the liberalization of investment: policies on employment and investment of multinational corporation corporations in Africa", *African Development Review*, Vol. 20.
19. Asiedu, E., Lien, D. (2004), "Capital controls and foreign direct investment", *World Development*, Vol. 32.
20. Aw, B., ee Yan, L., (2008), "Firm heterogeneity and location choice of Taiwanese multinationals“, *Journal of International Economics*, Vol. 75, No. 1.
21. Bagwell, K., Staiger, R. W. (2002), *The Economics of the World Trading System*. Cambridge, MA, MIT Press.

22. Banks, A. S. (1999), Cross-National Time-SeriesDataArchive. Binghamton, NY, Banner Software.
23. Barthel, F., Busse, F., Neumayer, M. (2009), “The Impact of Double Taxation Treaties on Foreign Direct Investment: Evidence From Large Dyadic Panel Data”, Contemporary Economic Policy.
24. Basse, O.S., Temitope, A.A., (2015), Government Regulation of Foreign Direct Investment Inflow and Sustainable Development in Sub-Saharan Africa, International Conference on African Development Issues (CU-ICADI) 2015: Social and Economic Models for Development Track, pp. 284 – 290.
25. Beck, N. (2001), “Times-Series–Cross-Section Data: What Have We Learned in the Last Few Years?” Annual Review of Political Science, Vol. 4.
26. Benassy-Quere, A., Fontagne, L., Lahreche-Revil, A. (2003), Tax Competition and Foreign Direct Investment, CEPII. Working paper, No.17.
27. Bilas, V. (2006), “Podsticanje inozemnih izravnih ulaganja i konkurencija među zemljama“, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, Ekonomski fakultet, Zagreb, str. 87-100.
28. Blomstrom, M. & Kokko, A. (2002), "FDI and Human Capital: A Research Agenda", Technical Paper, OECD Development Centre, Paris.
29. Blonigen, B. (2005), "A review of the Empirical Literature on FDI Determinants", Atlantic Economic Journal, Vol. 33.
30. <https://doi.org/10.1007/s11293-005-2868-9>
31. Buch, C. M.; Kleinert, J. Lipponer, Alexander; Toubal, Farid (2005), “Determinants and Effects of Foreign Direct Investment: Evidence from German Firm Level Data”, Economic Policy, Vol. 20, No. 41.
32. Buch, C. M., et. al. (2005), “Determinants and Effects of Foreign Direct Investment: Evidence from German Firm- Data“, Economic Policy, Vol. 20, No. 41.
33. Buckley, P.J., (1988), "The Limits of Explanation: Testing the Internalization Theory of the Multinational Enterprise," Journal of International Business Studies, Vol. 19.

34. Boddewyn, J.J., (1985),"Theories of Foreign Direct Investment and Divestment: A Classificatory Note," *Management International Review*, Vol. 25.
35. Бојић, Б., Јолдић, Н. (2018), „Значај конкурентности локације за прилив страних инвестиција“, Зборник радова: Економија у дигиталном добу, Бесједа, Бања Лука.
36. Воџић-Милковић, I., (2015), *Efekti stranih direktnih investicija na promenuprivredne strukture Srbije*, *Ekonomski vidici*, xx, br.2-3.
37. Воžović, I., Милачић, S., Воžović, J., (2014), *Strana ulaganja i njihov značaj za ekonomski razvoj Kosova i Metohije*, *Socioeconomica*, Vol,3, No.5, pp.65-72
38. Беговић, Б., Мијатовић, Б., Пауновић, М., Поповић, Д. (2008), “Гринфилд стране директне инвестиције у Србији“, Центар за либерално-демократске студије, Београд.
39. Бубњевић, Д. (2009), “Ефекти страних директних инвестиција по земљу домаћина“, *Школа бизниса* 9(4), *Висока пословна школа струковних студија*, Нови Сад.
40. Брашић Стојановић, Ј. (2017), “Утицај правне сигурности на стране директне инвестиције и привредни развој“, Зборник радова Правног факултета у Нишу, бр. 77, Правни факултет, Ниш.
41. Bradfield, J., (2007), *Introduction to the Economics of Financial Markets*, Oxford University Press, Oxford.
42. Brainard, Lael S., (1993b), “A Simple Theory of Multinational Corporations and Trade with a Trade-off between Proximity and Concentration”, NBER Working Paper No. 4269.
43. Brainard, Lael S., (1993a), “An empirical Assessment of the Factor Proportions Explanation of Multinational Sales”, NBER Working Paper No. 4583.
44. Braunschweig, A. (2014), “Double Taxation Treaties □ Impact on Intermediate Trade”, Lund University, 5-38.
45. Brewer T., L. (1993), “Government Policies, Market Imperfections, and Foreign Direct Investment”, *Journal of International Business Studies*, Vol. 24, [No 1](#).

46. Brooks, D. H., Fan, E. X., Sumolong, L. R. (2003). Foreign Direct Investment in Developing Asia: Trends, Effects, and Likely Issues for the Forthcoming WTO Negotiations. ERD Working Paper No. 38. Manila, PH. Asian Development Bank. Oxford: Oxford University Press.
47. Brune, N. (2007), "Building Credibility in Global Financial Markets: Capital Account Liberalization and the International Monetary Fund." Unpublished manuscript, University of Pennsylvania.
48. Carkovic, M., Levine R., (2002), "Does Foreign Direct Investment Accelerate Economic Growth? ", Working paper.
49. Cas, M., (2018), The effect of infrastructure on foreign direct investment in Africa, Master thesis Erasmus University Rotterdam.
50. Caves, Richard E. (1996), Multinational Enterprise and Economic Analysis. 2nd ed. New York: Cambridge University Press.
51. CBCG, (2018), Bilten Centralne banke Crne Gore.
52. Centralna Banka Crne Gore, (2017), Bilten Centralne banke Crne Gore.
53. http://www.cb-cg.org/slike_i_fajlovi/fajlovi/fajlovi_publicacije/biltencbcg/2017/bilten_dec_2017.pdf, датум ажурирања 18.02.2019. године.
54. Централна Банка Босне и Херцеговине, (2018), Годишњи извештај за 2017. годину, доступна на <https://www.cbbh.ba/Content/Archive/36>, датум ажурирања 17.02.2019. године.
55. Cheng, L. K., Kwan, Y K., (2000) "What are The Determinants of the Location of Foreign Direct Investment? The Chinese Experience," Journal of International Economics, Vol, 51, No. 1.
56. [https://doi.org/10.1016/S0022-1996\(99\)00032-X](https://doi.org/10.1016/S0022-1996(99)00032-X)
57. Cieslik, A., Ryan, M. (2004), "Explaining Japanese Direct Investment Flows into an Enlarged Europe: A Comparison of Gravity and Economic Potential Models," Journal of the Japanese and International Economies, Vol. 18, No. 1. <https://doi.org/10.1016/j.jjie.2003.09.009>
58. Coase, R.H., (1937), "The Nature of the Firm," *Economica*, Vol. 4.
59. Choudhury, R.N., Nayak, N. D., (2014), "A selective review of foreign direct investment theories", Working Paper Series No. 143, United Nations Economic and Social Commission for Asia and the Pacific, Bangkok.

60. Bekaert, G., Harvey C. R., (1997), "Emerging Equity Market Volatility", Journal of Financial Economics, No. 43.
61. Chausse, P. (2010). "Computing Generalized Method of Moments and Generalized Empirical Likelihood with R", Working paper.
62. Chang, R., et. al. (2005), Openness Can Be Good for Growth: The Role of Policy Complementarities, NBER Working Paper no. 11787 (November 2005).
63. Crespo, N., Fontoura, M. P. (2007), "Determinant Factors of FDI Spillovers-What do We Really Know? " World Development, Vol. 35, No. 3, pp. 410-425. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2006.04.001>
64. Dailami, M., Atkin, M., (1990), "Stock Markets in Developing Countries", Country Economics Department - The World Bank and Economics Department - International Finance Corporation, Working Paper 515, pp. 38;
65. Daniels, J. D., et. al. (2002), Globalization and Business, (1st ed).Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey.
66. Дашић, Б. (2011), "Стране директне инвестиције као показатељ регионалних неравномерности у Србији и могућности њихове ефикасне алокације", Економски хоризонти, 13 (1), Економски факултет, Крагујевац.
67. Digumber, S., et. al. (2017). Tax Policy and Foreign Direct Investment: Empirical Evidence from Mauritius. International Business Research. Vol. 10, No. 3.
68. Diamond, P., Mirrlees, J. (1971), "Optimal Taxation and Public Production, I: Production Efficiency (II: Tax Rules)", American Economic Review 61, March.
69. Dimitropoulou, D., Burke, S., Cann, P. (2007), "The Determinants of the Location of Foreign Direct Investment in UK Regions, Editorial Express", Applied Economics, Vol. 45, No. 27.
70. <https://doi.org/10.1080/00036846.2011.558482>
71. Делић, С., Миленковић, И., Миленковић, Д. (2012), "Стране директне инвестиције у југоисточној Европи – осврт на изабрана питања", Економски погледи бр. 2, Економски факултет.

72. Дугалић, В. (2017), “Стране директне инвестиције – трендови и очекивања“, Банкарство, вол. 43, бр. 3, Удружење банака Србије.
73. Dunning, J.H., (1988), "The Eclectic Paradigm of International Production: A Restatement and Some Possible Extensions," Journal of International Business Studies, Vol. 19.
74. Dunning, J.H., (1979), "Explaining Changing Patterns of International Production: In Defense of the Eclectic Theory," Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Vol. 41.
75. Dunning, J.H., (1980), "Toward an Eclectic Theory of International Production," Journal of International Business Studies, Vol. 11.
76. Dunning, J.H., (1988), "The Eclectic Paradigm of International Production: A Restatement and Some Possible Extensions," Journal of International Business Studies, Vol. 19.
77. Dunning, J.H., Rugman, A.M., (1985), "The Influence of Hymer's Dissertation on the Theory of Foreign Direct Investment," American Economic Review, Vol. 75.
78. Доминик, С. (2009), Међународна економија, Економски факултет, Београд.
79. Engel, D., Procher, V., Schmidt, M., (2013), “Does firm heterogeneity affect foreign market entry and exit symmetrically? Empirical evidence for French firms”, Journal of Economic Behavior & Organization, No. 85.
80. Estrin, S., Uvalic, M., (2013), Foreign direct investment into transition economies: Are the Balkans different? Working paper, No. 23/2013.
81. Eicher, T., Helfman, L., Lenkoski, A. (2011), Robust FDI Determinants: Bayesian Model Averaging in the Presence of Selection Bias, University of Washington, Washington.
82. Goos, M., Manning, A., Salomons, A., (2014), “Explaining Job Polarization: Routine-Biased Technological Change and Offshoring”, American Economic Review, Vol. 104, No. 8.
83. Görg, H., Mühlen, H., Nunnenkamp, P., (2010), “Firm Heterogeneity, Industry Characteristics and Types of FDI: The Case of German FDI in the Czech Republic“, Aussenwirtschaft, Vol. 65.

84. Goos, M., Manning, A., Salomons, A., (2014), "Explaining Job Polarization: Routine-Biased Technological Change and Offshoring", *American Economic Review*, Vol. 104, No. 83.
85. Gordon, H. (1990), Can Capital Income Taxes Survive In Open Economies? NBER working paper series, National Bureau of Economics Research, Working paper No. 3416, 1-23.
86. Groh, A. P., Wich, M. (2009), A Composite Measure to Determine a Host Country's Attractiveness for Foreign Direct Investment. University of Navarra Working Paper, Barcelona.
87. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1550717>
88. Grossman, Gene M., Helpman, E., Szeidl, A., (2006), "Optimal integration strategies for the multinational firm", *Journal of International Economics*, Vol. 70, No. 1.
89. Грубор, М. (2006), "Детерминанте привредног система за привлачење страних директних инвестиција у земље у транзицији", *Индустрија*, бр. 3, Економски институт, Београд.
90. Grubert, H., & Mutti, J. (1991), "Taxes, Tariffs and Transfer Pricing in Multinational Corporate", *Decision Making Review of Economic Studies*, vol. 73, pp. 285-293. <https://doi.org/10.2307/2109519>
91. Hanson, G. H., Mataloni Jr., R. J., Slaughter, Matthew J. (2001), "Expansion Strategies of U.S. Multinational Firms", *National Bureau of Economic Research Working Paper Series No. 8433*. Cambridge, MA.
92. Hartman, D. G. (1994), "Tax Policy and Foreign Direct Investment in the United States. *National Tax Journal*, Vol. 37, No. 4.
93. Hayakawa, K., Matsuura, T., (2015), "Trade liberalization in Asia and FDI strategies in heterogeneous firms: evidence from Japanese firm-level data", *Oxford Economic Papers*, Vol. 67, No. 2
Harvey, C. R., (1995), "Predictable risks and returns in emerging markets", *The Review of Financial Studies*, No. 8.

94. Хацић, М. (2017), “Утицај страних директних инвестиција на текући рачун Србије“, докторска дисертација, Универзитет Сингидунум, Београд.
95. Hattari, R., & Rajan, R. S. (2009). Understanding Bilateral FDI Flows in Developing Asia”, *Asian-Pacific Economic Literature*, Vol. 23, No. 2, pp. 73-93. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8411.2009.01232.x>
96. Head, K.,; Ries, J., (2003), “Heterogeneity and the FDI versus export decision of Japanese manufacturers“, *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 17, No. 4.
97. Helpman, Elhanan, (1984), “A Simple Theory of Trade with Multinational Corporations”, *Journal of Political Economy*, Vol. 92.
98. Hecht, V., (2015), “Location choice of German multinationals in the Czech Republic. The importance of agglomeration economies”, IAB Discussion Paper 19/2015. Nürnberg: Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung.
99. Hecht, V., et. al. (2013), “Motive, Strukturen und Auswirkungen deutscher Direktinvestitionen”, Tschechien: erste Untersuchungsergebnisse aus dem IAB-Projekt ReLOC – Research on Locational and Organisational Change.
100. Hecht, V., Litzel, N., Schäffler, J., (2013): The ReLOC project – method report for implementing a cross-border company survey in Germany and the Czech Republic. IAB-Forschungsbericht 04/2013. Nürnberg: Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung.
101. Heckman, J., (1979), “Sample Selection Bias as a Specification Error”, *Econometrica*, 47(1), p. 153–161.
102. Hecht, V., et. al. (2016), “Types of FDI and determinants of affiliate size: the classification makes the difference“, Working paper.
103. Helpman, E., (1984), “A Simple Theory of International Trade with Multinational Corporation“, *Journal of Political Economy*, Vol. 92, No. 3, p. 451–471.
104. Helpman, E., Krugman, P. R. (1985), *Market Structure and Foreign Trade: Increasing Returns, Imperfect Competition, and the International Economy*, Cambridge, MA, MIT Press.

105. Helpman, E.,; Melitz, M. J., Yeaple, S. R. (2004), "Export versus FDI with Heterogeneous Firms", *American Economic Review*, Vol. 94, No. 1.
106. Hines, J.R. (1998), *International Taxation And Multinational Activity*. The University Of Chicago Press Working paper, Chicago and London, 39-72.
107. Hur, J., Lee, J., Hyun, H. J. (2013), "Correlation between sales of foreign affiliates and productivity of multinational firms: evidence from Korean firm-level data", *Journal of East Asian Economic Integration*, Vol. 17, No. 3.
108. Hyun, H.J., Hur, J., (2013), "Who goes where and how? Firm and country characteristics in the choice of FDI type and location", *Asian-Pacific Economic Literature*, Vol. 27, No. 2.
109. Hufbauer, G.C., (1975), "The Multinational Corporation and Direct Investment," in P.B. Kenen (ed.), *International Trade and Finance* (Cambridge, Cambridge University Press.
110. Fabris, N., et. al (2009), *Strane direktne investicije kao pokretač privrednog razvoja Crne Gore*, radni materijal, Centralna Banka Crne Gore.
111. Flowers, E.B., (1976), "Oligopolistic Reactions in European and Canadian Investment in the United States," *Journal of International Business Studies*, Vol. 7, pp. 43-55.
112. Ђорђевић, И., (2015), *Значај Страних Direktnih Investicija Za Ekonomski Razvoj Regiona Šumadije I Pomoravlja*, Економски хоризонти.
113. Ђорђевић, А. (2016), "Значај страних директних инвестиција за земље Југоисточне Европе са посебним освртом на Србију, Стране директне инвестиције и привредни раст у Србији", Економски факултет, Београд.
114. Ђорђевић, М. (2012), *Међународни маркетинг*, Економски факултет, Крагујевац.
115. Ђорђевић, А. (2016), "Значај страних директних инвестиција за земље Југоисточне Европе са посебним освртом на Србију, Стране директне инвестиције и привредни раст у Србији", Економски факултет, Београд.
116. Ђорђевић, А. (2015), "Транснационалне компаније и ефекти њиховог пословања на привреду Србије", *Банкарство* 1/2015.
117. IMF, *Balance of Payments Manual*, (2013), Fifth edition, Concept and Characteristics, Issues for consideration.

118. IMF, Balance of Payments Manual, (1999), Fifth edition, Concept and Characteristics, Issues for consideration, Note by the UNCTAD secretariat, 15.april, 1999.
119. Itaki, M. (1991), "A Critical Assessment of the Eclectic Theory of the Multinational Enterprise", Journal of International Business Studies, No. 25, pp. 445-460. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490310>
120. Јанковић, Н. (2016), "Ефекти страних директних инвестиција на привредну активност у Републици Србији", Зборник радова са научног скупа: Институционалне промене као детерминанта привредног развоја Републике Србије, Економски факултет, Крагујевац.
121. Јанковић, Н. (2018), "Стране директне инвестиције као развојни потенцијал привреде Републике Србије, Зборник радова: Импликације економије знања на развојне процесе у Републици Србији", Економски факултет, Крагујевац.
122. Jensen, N. M., McGillivray, F. (2005), "Federal Institutions And Multinational Investors: Federalism, Government Credibility, and Foreign Direct Investment." International Interactions Vol. 31, No. 4.
123. Jindra, B. (2006), "The Theoretical Framework: FDI and Technology Transfer" in: Technology transfer via foreign direct investment in Central and Eastern Europe : theory, method of research and empirical evidence, edited by Johannes Stephan, Palgrave Macmillan, New York.
124. Jordaan, J. C. (2004), Foreign Direct Investment and Neighbouring Influences. (Unpublished doctoral thesis), University of Pretoria.
125. Јовановић Гавриловић, П. (2004), Међународно пословно финансирање, Економски факултет, Београд.
126. Јовановић-Гавриловић, П. (2010), Међународно пословно финансирање, 13. измењено издање, Економски факултет, Београд.
127. Jun, J. (1989a), "Tax Policy and International Direct Investment," NBER Working Paper Series, WP No. 3048.

128. Калаш, Б. (2015), “Значај страних директних инвестиција у функцији одрживог развоја“, *Анали економског факултета у Суботици*, вол. 51, бр. 33, Економски факултет, Суботица.
129. Kemsley, D. (1998), ”The Effect of Taxes on Production Location”, *Journal of Accounting Research*, 36, 321-341.
130. <https://doi.org/10.2307/2491480>
131. Kimura, F., Kiyota, K., (2006), “Exports, FDI, and Productivity: Dynamic Evidence from Japanese Firms”, *Review of World Economics*, Vol. 142, No. 4.
132. Kim, M., et. al. (2013), ”Lingua Mercatoria: Language and Foreign Direct Investment”, *International Studies Quarterly*, pp. 330-343.
133. Kinoshita, Y., Campos, N. (2002), *The location determinants of foreign direct investment in transition economies*, Institute of Social Science, University of Tokyo, Tokyo.
134. Krugman, P. R., (1995), “Growing World Trade: Causes and Consequences“, *Brookings Papers on Economic Activity*, Economic Studies Program, Vol. 26, No. 1
135. Kolstad, I., Villanger, E. (2004), *How does social development affect FDI and domestic investment?* Michelsen Institute CMI, Bergen.
136. Ковачевић, Р. (2016). Стране директне инвестиције (СДИ) као фактор стабилизације платног биланса Србије, *Стране директне инвестиције и привредни раст у Србији*, Економски факултет, Београд.
137. Ковачевић, Р. (2004), “Утицај страних директних инвестиција на привредни раст – искуства земаља Европске уније“, *Библд 0025-8555*, 56, бр. 4. [доступно 01.03.2019. на сајт www.doiserbia.nb.rs/]
138. Ковачевић, Р. (2017), “Финансирање дефицита текућег рачуна земаља Југоисточне Европе“, *Банкарство*, вол. 46, бр. 3, Удружење банака Србије, Београд.
139. Коридић, Н., (2011), *Атрактивност Србија за привлачење страних директних инвестиција*, Докторска теза, Универзитет Сингидунум, Београд.

140. Krasulja, D., Ivanišević, M., (2003) Poslovne finansije, Ekonomski fakultet, Beograd.
141. Krugman, P., Obstfeld, M., (2010), Međunarodna ekonomija Teorija i ekonomska politika, Zagrebačka škola ekonomije i menadžmenta, Zagreb.
142. Кругман, П., Обстфелд М., (2009), Међународна економија, Дата Статус,Београд.
143. Курбеговић, И. (2014), “Стране директне инвестиције као фактор раста и развоја привреде“, Acta Economica, бр. 20, Економски факултет, Бања Лука.
144. Lee, C.H., (1984), "On Japanese Macroeconomic Theories of Direct Foreign Investment," *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 32.
145. Li, Q., (2006), “Democracy, Autocracy, and Expropriation of Foreign Direct Investment.” manuscript. Pennsylvania State University.
146. Li, Quan, and Adam Resnick. 2003. “Reversal of Fortunes: Democratic Institutions and Foreign Direct Investment Inflows to Developing Countries.” *International Organization*, Vol. 57, No. 1.
147. Lizondo, S., (1990), Foreign Direct Investment, IMF, Working paper, No. 90/63.
148. Ловринчевић, Ж., Микулић, Д., Марић, З. (2004), “Ефикасност инвестиција и СДИ – стара прича, нове околности“, Економски преглед 55 (1-2), Хрватско друштво економиста.
149. Мандал, Ш., (2008), “Стране директне инвестиције и технолошки развој Србије, Световање: Технолошка заосталост Србије“, Златибор, Мај 2008.
150. Madsen, T. K., Servais, P., (1997), “The internationalization of Born Globals: An evolutionary process“, In: *International Business Review*, Vol. 6, No. 6.
151. Marin, D., (2004), “A Nation of Poets and Thinkers: Less so with eastern Enlargement? Austria and Germany“, CEPR Discussion Paper 4358. London: Centre for Economic Policy Research.
152. Marin, D., Lorentowicz, A., Raubold, A., (2003), “Ownership, Capital or Outsourcing: What Drives German Investment to Eastern Europe? In: Herrmann, Heinz; Lipsey, Robert: *Foreign Direct Investment in the Real and Financial Sector of Industrial Countries*: Springer Berlin Heidelberg, p. 147–163.

153. Markusen, J. R., (1984), "Multinationals, multi-plant economies, and the gains from trade", *Journal of International Economics*, Vol. 16, No. 3-4.
154. Markusen, J.R., (2002), *Multinational Firms and the Theory of International Trade*, Cambridge, MA, MIT Press.
155. Mayer-Foulkes, D., Nunnenkamp P., (2005), "Do Multinational Enterprises Contribute to Convergence or Divergence? A Disaggregated Analysis of US FDI". Kiel Working Paper No.1242, Kiel Institute for World Economics, Kiel.
156. Melitz, M. J. (2003), "The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity", *Econometrica*, Vol. 71, No. 6.
157. Moosa, I.A. (2002), *Foreign Direct Investment: Theory, Evidence and Practice*, Palgrave Macmillan, Great Britain.
158. Morisset, J. (2003), Does a country need a promotion agency to attract foreign direct investment? A Small Analytical Model Applied to 58 Countries, *The World Bank, Policy Research Working Papers*, No. 3-28, Washington, D.C.
159. Mühlen, H., Nunnenkamp, P., (2011), "FDI by early movers, followers and latecomers: timing of entry by German firms during transition in the Czech Republic", *Applied Economics Letters*, Vol. 18, No. 18, p. 1729–1734.
160. Münich, D., et al. (2014), "Mothers and Daughters: Heterogeneity of German Direct Investments in the Czech Republic. In: *Prague Economic Papers*, Vol. 23, No. 1, p. 42–62. IAB-Discussion Paper 25/2016 31.
161. Народна Банка Републике Македоније (2018), Годшњи извештај за 2017. годину, Скопље.
162. Народна Банка Србије, доступно на https://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/ino_ekonomski_odnosi/mip/index.html Датум ажурирања 17.02.2019. године.

163. Nazeer A.M., Masih, (2017), Impact of political instability on foreign direct investment and Economic Growth: Evidence from Malaysia, Working paper, INCEIF, Malaysia.
164. Nigh, D., (1985), "The Effects of Political Events on United States Direct Foreign Investment: A Pooled Time-Series Cross-Sectional Analysis", Journal of International Business Studies, Vol. 16.
165. Несторовић, О. (2015), "Да ли стране директне инвестиције доприносе привредном расту земаља у транзицији?", Економске теме, вол. 53, бр. 2, Економски факултет, Ниш.
166. Несторовић, О., (2015), "Стране директне инвестиције као фактор одрживог развоја привреде Србије", докторска дисертација, Економски факултет у Крагујевцу, Универзитета у Крагујевцу.
167. Neumayer, E., Spess, L., (2005), "Do bilateral investment treaties increase foreign direct investment to developing countries? ", World Development, Vol. 33, No.10.
168. Noorbakhsh, F., Palom, A., Youssef, A. (2001), "Human Capital and FDI Inflows to Developing Countries: New Empirical Evidence", World Development, Vol. 29, No. 9, pp. 1593-1610. [https://doi.org/10.1016/S0305-750X\(01\)00054-7](https://doi.org/10.1016/S0305-750X(01)00054-7)
169. Ogunjimi, J., Amune, B., (2017), Impact of Infrastructure on Foreign Direct Investment in Nigeria: An Autoregressive Distirbuted Lag (ARDL) Approach, MPRA Paper No. 75996.
170. Ohno, T. (2010), Empirical Analysis of International Tax Treaties and Foreign Direct Investment. Economist, Policy Research Institute, Ministry of Finance of Japan.
171. Ozawa T. (1992), "Foreign direct investment and economic development", Transnational Corporations, Vol. 1, No 1, United Nations, New York.
172. Павловић, Г. (2018), "Analysis of foreign direct investments inflow: comparison between Republic of Serbia and Republic of Croatia", Second International Scientific Conference on Economics and Management – EMAN 2018.

173. Parry, T. G. (1985), Internalization as a General Theory of Foreign Investment: A Critique. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 121(3), Springer, pp. 564-569. <https://doi.org/10.1007/BF02708193>
174. Pflüger, Michael, et. Al. (2013), "Labor Market Effects of Trade and FDI: Recent Advances and Research Gaps. In: *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik*, Vol. 233, No. 1.
175. Peters, E., (1994), *Fractal Market Analysis: Applying Chaos Theory to Investment Analyzing and Forecasting Futures Prices and Economics*, John Wiley and Sons, Chichester.
176. Petri, p. (2012), "The Determinants of Bilateral FDI: Is Asia Different?", *Journal of Asian Economics*, 23, 201-209. <https://doi.org/10.1016/j.asieco.2011.01.003>
177. Porter M., Ketels C., Delgado M. (2008), "The microeconomic Foundations of Prosperity: Findings from the Business Competitiveness Indeks". *The Global Competitiveness Report*, WEF, 2007-2008, Institute for Strategy and Competitiveness, Harvard Business School, Boston.
178. Portes, M., Rey, H. (2000), "Financial integration and asset returns, *European Economic Review*, No. 44, 1327-1350.
179. Protsenko, A., (2003), *Vertical and Horizontal Foreign Direct Investments in Transition Countries*, PhD thesis, Ludwig-Maximilians-Universität at Munchen.
180. Radivojevic, N., et al. (2019), Econometric model of non-performing loans determinants ", *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, Vol.520, April.
181. Radivojevic, N., Jovovic, J., (2017), „Examining of determinants of non-performing loans”, *Prague economic paper*, Vol. 26, No. 3.
182. Радивојевић, Н., (2014), "Управљање тржишним ризицима на финансијским тржиштима у настајању применом модела вредности при ризику", Докторска дисертација, Економски факултет у Крагујевцу.

183. Raff, H., Ryan, M.J., (2008), "Firm-Specific Characteristics and the Timing of Foreign Direct Investment Projects", *Review of World Economics*, Vol. 144, No. 1.
184. Рапајић, С. (2016), "Улога страних директних инвестиција у локалном економском развоју у Републици Србији (2001-2013)", докторска дисертација, Факултет политичких наука, Београд.
185. Razin, A., Sadka, E. (2007), "Foreign Direct Investment: Analysis of Aggregate Flows, Princeton University Press, chapter 4.
186. Rios-Morales, R., Brennan, L. (2007), "Ireland's Foreign Direct Investment Competitive Advantage and Japanese Outward Foreign Direct Investment", *Asia Pacific Business Review*, 13(2), 201-231.
187. <https://doi.org/10.1080/13602380601133219>
188. Reilly, B., (2003), *Investment Analysis Portfolio Management*, McGraw Hill, New York.
189. Rose-Ackerman, S., Tobin, J, (2005), *Foreign Direct Investment and the Business Environment in Developing Countries: The Impact of Bilateral Investment Treaties*. Yale Law & Economics Research Paper No. 293.
190. Rose, A., (2004), "Do We Really Know That the WTO Increases Trade?" *American Economic Review*, Vol. 94, No. 1.
191. Shahzad, A., Mithani, D. Al-Swidi, Abdullah, Fadzil, FHB, (2012), *Political Stability and the Foreign Direct Investment Inflows in Pakistan*
192. Schäffler, J., (2014), *ReLOC linkage: a new method for linking firm-level data with the establishment-level data of the IAB*. FDZ Methodenreport 05/2014. Nuremberg: Research Data Centre of the German Federal Employment Agency at the Institute for Employment Research (IAB).
193. Schäffler, J., et. al. (2016), "Regional determinants of German FDI in the Czech Republic: new evidence on the role of border regions", *Regional Studies*: online first.
194. Schneider, F., B.S. Frey, (1985), "Economic and Political Determinants of Foreign Direct Investment," *World Development*, Vol. 13.

195. Singh, H., Jun K. W. (1995), Some New Evidence on Determinants of Foreign Direct Investment in Developing Countries, Policy Research Working Paper 1531.
196. Sithanen, R. (2015), An Assessment Of The Consequences And Implications Of The Recent Protocol On The DTAА Between India And Mauritius On The Global Business Sector And The National Economy.
197. Sornarajah, M. (2015). The International Law on Foreign Investment” Cambridge University Press, Cambridge.
198. Станков, Б., Дамњановић, Ј. (2018). Савремене теорије о страним директним инвестицијама: преглед најистакнутијих теорија, Економија: теорија и пракса, бр. 4, Универзитет привредна академија – Факултет за економију и инжењерски менаџмент, Нови Сад.
199. Stanković B., Vignjević-Đorđević, N.,(2017), Legal and financial stimulation of foreign investments in Serbia, *Journal of Applied Engineering Science*, vol. 15, iss. 1, pp. 71-80.
200. Стефановић, С. (2008). Аналитички оквир детерминанти СДИ – примена ОЛИ модела, *Facta universitatis – series: Architecture and Civil Engineering – Info*, вол. 5, бр. 3, Универзитет у Нишу, Ниш.
201. Swenson, D. L. (1994), ”The Impact of U. S. Tax Reform on Foreign Direct Investment in the United States”, *Journal of Public Economics*, No. 54. [https://doi.org/10.1016/0047-2727\(94\)90062-0](https://doi.org/10.1016/0047-2727(94)90062-0)
202. Tinbergen, J. (1962), *Shaping the world economy: suggestions for an international economic policy*, The Twentieth Century Fund, New York.
203. Tannenwald, R. (1997), “State regulatory policy and economic development.” *New England Economic Review* March/April.
204. Tavella, D., (2002), *Quantitative Methods in Derivatives Pricing: An Introduction to Computational Finance*, John Wiley and Sons, Chichester.
205. Temouri, Y., Driffield, N., (2009), “Does German Foreign Direct Investment Lead to Job Losses at Home? “, *Applied Economics Quarterly*, Vol. 55, No. 3.

206. Tomz, M., (2007), *Reputation and International Cooperation: Sovereign Debt across Three Centuries*. Princeton, NJ, Princeton University Press.
207. Tomz, M., et. al. (2007), "Do We Really Know That the WTO Increases Trade? Comment." *American Economic Review*, Vol. 97, No. 5.
208. Tomiura, E., (2007), "Foreign outsourcing, exporting, and FDI: A productivity comparison at the firm level", *Journal of International Economics*, Vol. 72, No. 1.
209. Точков, Д. (2017), "Веза између нивоа страних директних инвестиција и запослености у Републици Србији", *Економске идеје и пракса*, бр. 26, Економски факултет, Београд.
210. United Nations Conference on Trade And Development, *World Investment Report 2018*, Geneva.
211. Uvalic, M., (2003), "Economic Transition in Southeast Europe", *Southeast European and BlacknSea Studies*, Vol. 3, No. 1.
212. Uvalic, M., (2012a), "Transition in Southeast Europe: Understanding economic development and institutional change", Gérard Roland (ed) (2012). *Economies in Transition. The Long Run View*, Basingstoke, Palgrave Macmillan.
213. Uvalic, M., (2012b), "Why has export-led growth not been achieved in Southeast Europe?", Paper prepared for the OECD - CEFTA Secretariat Conference on Regional Trade Liberalization, Tirana, June.
214. Унковић, М. (2011), "Атрактивност Србије за привлачење страних директних инвестиција", докторска дисертација, Универзитет Сингидунум, Београд.
215. Uvalic, M., (2010), *Serbia's Transition. Towards a Better Future*, Basingstoke, Palgrave Macmillan; Serbian edition (2012), *Tranzicija u Srbiji. Ka boljoj budućnosti*, Beograd, Zavodza udžbenike.
216. Vernon, R., (1979), "The Product Cycle Hypothesis in a New International Environment. In: *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 41, No. 4, p. 255–267.

217. Voit, J., (2007), *The Statistical Mechanics of Financial Markets*, 3th editon, Springer, Berlin.
218. Вујић, Т. (2013), „Спољнотрговинско и девизно пословање Босне и Херцеговине“, Универзитет Синергија, Бијељина.
219. Зилцовић, Е., Борковић, С., Табак, П., Недељковић, М. (2016), “Анализа продуктивности домаћих и страних фирми у Србији: детерминанте и ефекти преливања, Стране директне инвестиције и привредни раст у Србији“, Економски факултет, Београд.
220. Шушић, М., Спасојевић, Б. (2016), “Стране директне инвестиције и њихов значај у финансирању глобалне економије“, Пословне студије, 15-16, Универзитет за пословне студије, Бања Лука.
221. Yeaple, S. R., (2009), “Firm heterogeneity and the structure of U.S. multinational activity“, *Journal of International Economics*, Vol. 78, No. 2.
222. Wagner, J., (2010), “Offshoring and firm performance: self-selection, effects on performance, or both?“, *Review of World Economics*, Vol. 147, No. 2.
223. Wakasugi, R., Tanaka, A., (2012), “Productivity Heterogeneity and Internationalization: Evidence from Japanese Firms“, *Millennial Asia*, Vol. 3, No. 1.
224. Wei, S. J., Smarzynsk, B. (2009), *Corruption and composition of Foreign Direct Investment: Firm level evidence*. National Bureau of Economic Research.
225. Wheeler, D., Mody, A. (1992), ”International Investment Location Decisions: The Case of US Firms”, *Journal of International Economics*, No. 33, pp57-76.
226. [https://doi.org/10.1016/0022-1996\(92\)90050-T](https://doi.org/10.1016/0022-1996(92)90050-T)
227. Wilson, J. D. (1991), ”Tax Competition with interregional differences in factor endowments, *Regional Science and Urban Economics*, 21(3), 423-451.
228. [https://doi.org/10.1016/0166-0462\(91\)90066-V](https://doi.org/10.1016/0166-0462(91)90066-V)

229. Williamson, O.E., (1975), *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications: A Study of the Economics of Internal Organization*, New York, Free Press.
230. Woo, J.Y. and Heo, H. (2009), "Corruption and Foreign Direct Investment Attractiveness in Asia", *Asian Politics & Policy*, Vol. 1, No. 2.
231. Wooldridge, J. (2002), *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, MIT Press.
232. <http://www.nbrm.mk/ns-newsarticle-direktni-investicii-vo-republika-makedonija---metodologija-bpm6.nspх>, датум ажурирања 17.02.2019. године).