

Wpływ wybranych form zabezpieczeń na wynik bezpośrednich inwestycji zagranicznych w krajach rozwijających się w latach 90.

Andrzej Buszko

Wprowadzenie

Inwestycje zagraniczne można podzielić na dwie podstawowe kategorie. Pierwsza dotyczy inwestycji pośrednich (*foreign portfolio investment*) i przeznaczona jest przede wszystkim na zakup papierów udziałowych istniejących już przedsiębiorstw. Druga kategoria obejmuje tzw. inwestycje bezpośrednie (*foreign direct investment*), w ramach których środki przeznaczane są na założenie (od podstaw) nowego podmiotu rynkowego. Powyższa kwalifikacja jest bardzo typowa, przyjmuje ją m.in. Berensztein. Autor ten uważa również, że obie formy są spójne. Inwestycje pośrednie z reguły następują po inwestycjach bezpośrednich¹. Właściwszy jest jednak pogląd Międzynarodowego Funduszu Walutowego, uznającego za bezpośrednie inwestycje zagraniczne takie nakłady finansowe, które pozwalają inwestorowi utrzymać przynajmniej 10-procentowy poziom udziałów w firmie². Udział ten umożliwia inwestorowi odegranie aktywnej roli w przedsiębiorstwie. W przy-

padku udziałów poniżej 10% rola inwestora jest bierna i ogranicza się do realizowania zysków wynikających z przeprowadzonych transakcji giełdowych³. Dodatkowo inwestycje pośrednie wymagają istnienia rynku kapitałowego oraz finansowego. Ich brak skutecznie ogranicza napływ zagranicznych kapitałów⁴. FDI mogą być natomiast realizowane nawet w tych krajach, gdzie poziom infrastruktury rynkowej jest bardzo niski⁵.

Z tego względu w krajach rozwijających się inwestycje pośrednie odgrywają mniejszą rolę, a ich większy poziom odnotowano dopiero w latach 90. Odmienna tendencja występuje w odniesieniu do inwestycji bezpośrednich. Już w 1970 r. inwestorzy w ramach powyższych nakładów skierowali do krajów rozwijających się 2 mld USD.

Inwestycje pośrednie charakteryzują się znacznymi wahaniami. W 1992 r. wyniosły 4 mld USD, nato-

¹ E. Berensztein: *How does foreign direct investment affect economic growth*. „Journal of International Economic” nr 45/1998.

² *Financing Private Infrastructure*. Lessons of Experience 4. Washington 199a6 IFC.

³ C. A. Michalet: *Investment Strategies of Multinational Corporations and the Attractiveness of Host Countries*. FIAS Occasional Paper. Washington 1997 Forthcoming.

⁴ J. Encarnation, L.T. Wells: *Evaluating Foreign Investment*. New Brunswick 1986 Transaction Books.

⁵ E. Bergaman, J.Feser: *Industrial and Regional Clusters. Concepts and Comparative Applications*. Morgantown 2001.

Tabela 1 Wartość inwestycji pośrednich i bezpośrednich w krajach rozwijających się w latach 1970–2002 (w mld USD)

	1970	1975	1980	1985	1990	1992	1994	1996	1998	2000	2001	2002
Inwestycje pośrednie	0,01	0,01	0,22	0,11	2	4	28	14	83	102	76	27
Inwestycje bezpośrednie	2	0,5	5	8	22	57	82	88	430	673	540	440

Źródło: World Investment Report. United Nations. New York 2001 oraz 2003.

miast w 1994 r. wzrosły do 28 mld USD, a w 1996 r. spadły do poziomu 14 mld USD. Inwestycje bezpośrednie charakteryzują się natomiast większą stabilnością. Od 1980 r. systematycznie rosną. Najwyższy poziom osiągnęły w 2000 r. – 673 mld USD. W kolejnych latach wartość inwestycji bezpośrednich zmniejszyła się do 440 mld USD w 2002 r. Powyższe wyniki dowodzą następujących prawidłowości:

- inwestycje pośrednie obliczone są na krótkotrwały efekt; z tego względu w kolejnych latach występują znaczne wahania wartości transakcji;
- inwestycje bezpośrednie dotyczą przynajmniej kilkuletniej perspektywy; inwestor angażuje środki opierając się na analizie długoterminowej; rachunek ekonomiczny jest tak prowadzony, aby ostateczne zyski mogły nawet pokryć początkowe straty⁶.

W przeciwieństwie do inwestycji pośrednich, inwestycje bezpośrednie są istotnym instrumentem pozwalającym na aktywne włączenie się krajów absorbujących nakłady w międzynarodowy podział pracy. Procesy globalizacji z jednej strony znacznie ułatwiają np. dostęp do rynków kapitałowych, jednak z drugiej strony utrwalają wyraźny podział na kraje uprzemysłowione (bogate) oraz gorzej rozwinięte (biedne). Te drugie są w stanie pokonać (lub wydatnie zmniejszyć) dzielącą je lukę pod warunkiem, że:

- nastąpi znaczne przyspieszenie rozwoju gospodarczego (w tempie wyższym aniżeli w państwach rozwiniętych),
- w proces modernizacji włączą się nie tylko krajowe, ale także zagraniczne przedsiębiorstwa,
- podstawowym stymulatorem okażą się inwestycje,
- zagraniczni inwestorzy wprowadzą nie tylko środki finansowe, ale również nowe technologie i metody zarządzania; uostępnią rynki zbytu.

Ten ostatni warunek okazuje się fundamentalny dla wprowadzenia kraju rozwijającego się na szybką ścieżkę wzrostu, a sprzyjającą okolicznością są właśnie bezpośrednie inwestycje zagraniczne. Umożliwiają bowiem kontrolę zrealizowanego projektu⁷.

Cel pracy, przyjęte hipotezy oraz metody badawcze

W pracy przyjęto dwa cele badawcze. Pierwszym, podstawowym, jest określenie wpływu zabezpieczeń na końcowe wyniki zagranicznych inwestycji bezpośrednich. Drugim, pobocznym, jest przedstawienie typowych form zabezpieczeń FDI. Kapitał zagraniczny jest kierowany przede wszystkim do tych państw rozwijających się, w których:

- zagwarantowane jest bezpieczeństwo powierzonych środków,
- inwestorzy otrzymują niezbędne dane do prowadzenia rachunku ekonomicznego,
- istnieje niezbędna infrastruktura gospodarcza.

Warunki gospodarcze w poszczególnych krajach rozwijających się zmieniają się i z tego względu rzutują na dynamikę oraz wartość bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Analizie poddano 41 projektów inwestycyjnych zrealizowanych w latach 1990–2001. Projekty zostały wybrane na podstawie następujących kryteriów:

- 1) nakłady wynoszą ponad 10 mln USD,
- 2) projekty dotyczą różnych sektorów gospodarki (11 infrastruktury, 7 rolnictwa, 16 przemysłu, 5 górnictwa i hutnictwa, 2 usług turystycznych) oraz krajów (Brazylia – 3 przypadki, Chila – 2, Egipt – 1, Turcja – 3, Polska – 3, Meksyk – 2, Wenezuela – 3, Węgry – 2, Czechy – 2, Filipiny – 1, Kolumbia – 2, Indie – 3, Chiny – 4, Cypr – 1, Filipiny – 2, Maroko – 1, Indonezja – 3, Argentyna – 1, Urugwaj – 2, Rumunia – 1, Bułgaria – 1),
- 3) środki finansowe pochodzą z prywatnych źródeł.

Badano wpływ następujących form zabezpieczenia zagranicznych inwestycji:

A. Rozłożenie ryzyka finansowania poprzez włączenie lokalnych partnerów. Projekt realizowany na zasadzie *joint-venture*.

B. Zminimalizowanie ryzyka rynkowego. Średni czas trwania analizowanych inwestycji wynosił 6,9 roku. Przez tak długi okres sytuacja makroekonomiczna może się zmienić. Popyt wewnętrzny się waha. W sytuacji jego wzrostu zwiększają się zakupy usług i towarów, kiedy jednak spada, sprzedaż ulega ograniczeniu, co bezpośrednio rzutuje na wyniki finansowe przedsiębiorstw. W celu utrzymania zakładanego poziomu obrotu firmy zawierają następujące umowy: przyrzeczenie odbioru podpisane z partnerem instytucjonalnym

⁶ F. Sader: *Attracting Foreign Direct Investment. Why is it so difficult?* Foreign Investment Advisory Service Occasional Paper nr 12, Washington 2000 World Bank.

⁷ Ch. Oman: *Policy competition for Foreign Direct Investment. A study of competition among Governments to attract foreign FDI*. Paryż 2000 OECD.

Tabela 2 Kraje będące największymi odbiorcami FDI w latach 1997-2000

Lata 70.	Lata 80.	Lata 90.
Brazylia	Meksyk	Chiny
Meksyk	Brazylia	Meksyk
Nigeria	Chiny	Malezja
Malezja	Malezja	Brazylia
Indonezja	Egipt	Indonezja
Grecja	Argentyna	Tajlandia
RPA	Grecja	Argentyna
Iran	Tajlandia	Polska
Egipt	Kolumbia	Kolumbia
Ekwador	Nigeria	Chile
Tajlandia	Indonezja	Węgry

Źródło: *Foreign Direct Investment. Washington 2003 IFC.*

(b1), transakcje hedgingowe, zwłaszcza na towary masowe (b2), włączenie wyprodukowanych towarów i usług do sieci sprzedaży międzynarodowych koncernów (b3),

C. Prowadzenie inwestycji zgodnie z obowiązującymi wymaganiami. Zatrudnienie doradców nadzorujących techniczną stronę realizacji projektu (c1). Powierzenie zadań specjalistom sprawdzonym na różnych rynkach (c2). Zarządzanie projektem zgodnie ze współczesnymi metodami i technikami (c3). Każda inwestycja może być rozpatrywana pod kątem nie tylko wyników finansowych, ale również jej „techniczno-menedżerskiego” zakresu. Jeżeli jest błędnie wykonana, końcowy efekt jest negatywny. Wówczas inwestycja z reguły pochłania środki znacznie większe, niż planowo, i wydłuża się czas jej realizacji⁸.

D. Ograniczenie ryzyka kursowego. Projekt jest rozłożony w czasie. Środki finansowe uruchamiane są sukcesywnie, a decyduje o tym postęp prac. Kursy walutowe w krajach rozwijających się charakteryzują się znaczną niestabilnością. W sytuacji „uruchamiania” znacznych sum może dochodzić do przeszacowania posiadanych zasobów. W celu ograniczenia ryzyka podejmowano następujące kroki. Mieszane źródła finansowania. Środki zagraniczne były wspomagane przez lokalne kapitały (d1). Każda inwestycja wymaga zakupów miejscowych usług i towarów, które finansowane są z części budżetu skalkulowanej w miejscowych środkach pieniężnych. Drugim krokiem była indeksacja cen (d2), a ostatnim operacje swapowe (d3).

Za korzystny wynik inwestycji zrealizowanej na bazie FDI przyjęto stopę zwrotu kapitału oraz zakończenie projektu w zakładanym terminie. Stopa zwrotu kapitału jest syntetycznym parametrem, który pozwala szybko i obiektywnie ocenić opłacalność przedsięwzię-

cia⁹. Kapitał zagraniczny najczęściej dociera do krajów rozwijających się z ośrodków wysoko uprzemysłowionych. Im wyższa jest stopa zwrotu kapitału, tym większy będzie strumień skierowanych środków. Inwestorzy zagraniczni podejmują strategiczne decyzje na podstawie rachunku ekonomicznego.

W badaniach posłużono się metodą dedukcji, dochodzenia do ogólnych stwierdzeń na podstawie empirycznych obserwacji. Wykorzystano materiały i raporty Banku Światowego, a w szczególności: World Bank Annual, Global Development Finance z 2002 oraz 2003 r., IFC Annual Reports, The Private Sector Financing Activities of International Financial Institutions z 1999 r. oraz 2002 r. oraz Euromoney Publications – Project Finance z lat 1998–2002.

Zmiany w poziomie zagranicznych inwestycji bezpośrednich w latach 90.

Od 1970 r. każda kolejna dekada przynosi zmiany w rankingu państw rozwijających się, które okazują się największymi importerami zagranicznych inwestycji bezpośrednich. Do pierwszej dziesiątki krajów zawsze trafia jednak prawie 75% wszystkich środków¹⁰.

Z danych przedstawionych w tabeli 2 wynika, że pomimo zmian najwięcej inwestycji jest kierowanych do państw Azji Południowo-Wschodniej oraz Brazylii i Meksyku. Uwagę zwraca pozycja Chin. W latach 90. stały się one największym beneficjentem FDI. W latach 1990–2000 w formie inwestycji bezpośrednich skierowano do Chin 481 mld USD¹¹. Dla porównania Indie (kraj o zbliżonym rynku wewnętrznym i potencjale)

⁹ M. Sierpińska, T. Jachna: *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*. Warszawa 1997 PWN.

¹⁰ M. Fry: *Foreign Direct Investment in a Macroeconomic Framework. Finance, Efficiency, Incentives and Distortions*. World Bank Policy Research Working Paper nr 114. Washington 1999 World Bank oraz *IFC Foreign Direct Investment*. Washington 2001.

¹¹ IFC, op.cit.

⁸ H. Davis: *Project Finance. Practical Case Study*. London 1996 Euromoney Publications.

zdołały przyciągnąć tylko 41 mld USD – kwotę prawie 12-krotnie mniejszą. Kierunek napływu w dużej mierze zależy od prowadzonej polityki gospodarczej. Chiny oraz państwa Azji Południowo-Wschodniej wprowadzają rozwiązania rynkowe, które na tle innych (np. Indii) są bardziej otwarte na inwestycje zagraniczne. Podobny mechanizm stosuje się w Europie Środkowo-Wschodniej. Polska relatywnie szybko przeprowadziła zasadnicze reformy (np. w porównaniu z Bułgarią czy Rumunią) i dzięki temu zdołała pozyskać prawie 60% wszystkich FDI skierowanych do tej części Europy¹². Kolejną istotną zależnością jest niski poziom zagranicznych inwestycji w tych krajach rozwijających się, w których PKB *per capita* wynosi poniżej 1.000 USD. W latach 90. udział FDI w relacji do PKB w krajach rozwijających się wynosił 1,4%. Ten sam współczynnik, ale w odniesieniu do krajów o PKB mniejszym niż 1.000 USD wyniósł jedynie 0,9%¹³.

Zaledwie do kilku państw rozwijających się napływały takie inwestycje zagraniczne, które przekroczyły 5% ich PKB. Krajami tymi były: Angola, Kambodża, Czechy, Wietnam oraz Malezja. Tak wysoki udział w trzech ostatnich krajach należy wiązać z ich aktywnym włączeniem się w międzynarodowy podział pracy i wprowadzeniem szerokich reform gospodarczych. W Angoli i Kambodży poziom PKB jest bardzo niski, a więc nawet nieznaczna wartość FDI rzutuje na ich relację do produktu krajowego¹⁴.

Duża różnorodność projektów (pod względem kwot i technologii) oraz państw, do których kierowane są inwestycje, wpływa na kształtowanie się poziomu ryzyka. Według badań prowadzonych przez Bank Światowy, systematycznie zmienia się udział poszczególnych państw w bezpośrednich inwestycjach zagranicznych.

W latach 90. wzrósł udział niskiego poziomu ryzyka w całości FDI. Następnie zwiększył się: z 21% w latach 80. do 42% w latach 90. Zmiana ta odbyła się

jednak przede wszystkim kosztem spadku średniego ryzyka. Udział tej grupy zmniejszył się prawie czterokrotnie. Zwraca uwagę znaczny udział wysokiego ryzyka. Jego poziom nieustannie oscyluje wokół 40%. W praktyce w latach 90. zdecydowana większość zagranicznych inwestycji była zaliczana do grupy niskiego lub wysokiego ryzyka.

Każda inwestycja zagraniczna w kraju rozwijającym się obciążona jest niepewnością. Należy podkreślić, że proces FDI jest długotrwały. W tak długim czasie mogą się zmienić zasadnicze warunki funkcjonowania przedsiębiorstw. Kraje rozwijające się cechuje znaczny poziom wahań koniunktury gospodarczej. Z tego względu konieczne wydaje się wprowadzenie procedur zabezpieczających przed fiaskiem projektu. Procedury nie zlikwidują niebezpieczeństw, ale mogą je skutecznie ograniczyć¹⁵.

W tych państwach rozwijających się, w których ryzyko inwestycji jest wysokie, spada poziom bezpośrednich nakładów zagranicznych. W latach 1990–2000 w powyższej grupie FDI wyniosły 76 mld USD, z czego prawie 80% inwestycji przypadało na lata 1990–1996¹⁶. Przeciwna tendencja wystąpiła w krajach, które wyróżniały się niskim poziomem ryzyka inwestycji. W latach 1990–2000 kraje te skupiły blisko 531,8 mld USD. Zagraniczne inwestycje bezpośrednie rosły: w 1990 r. wyniosły 14,2 mld, a w 2000 r. osiągnęły rekordową wartość 456 mld USD¹⁷.

Według raportów opracowywanych przez agendę Banku Światowego, Foreign Investment Advisory Service, istnieją typowe przyczyny niekorzystnego wyniku finansowego inwestycji zagranicznych, pojawiające się przynajmniej w 3% projektów, które zanotowały niekorzystny wynik finansowy¹⁸.

Najważniejsze przyczyny niekorzystnego wyniku finansowego zagranicznych inwestycji to: niski popyt

¹² K. Megey: *Facilitating Foreign Participation in Privatization*. Washington 2001 FIAS.

¹³ *Foreign Direct Investment*. Washington 2003 IFC.

¹⁴ *Foreign Direct Investment*. Washington 2001 IFC.

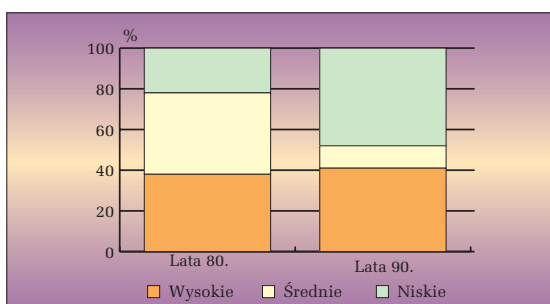
¹⁵ P. Drucker: *Zarządzanie w czasach burzliwych*. Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Czytelnik 1995.

¹⁶ *Foreign Direct Investment*, op. cit..

¹⁷ FDI, op. cit.

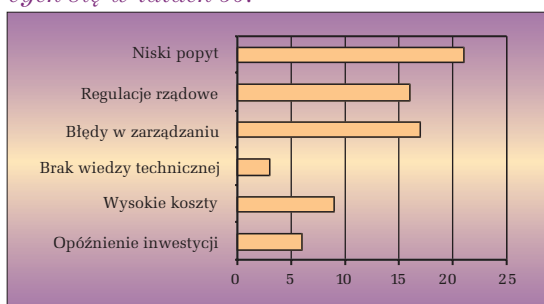
¹⁸ *Foreign Direct Investment*. Washington 1997 IFC.

Wykres 1 Udział grup ryzyka w całości FDI krajów rozwijających się w latach 1980-2000



Źródło: World Bank Deplot Reporting System oraz IFC Annual Report 2001. Washington 2002.

Wykres 2 Typowe czynniki wpływające na wynik finansowy FDI w krajach rozwijających się w latach 90.



Źródło: *Foreign Direct Investment*. IFC. Washington 1997 oraz *The Foreign Direct Investment UN*. New York 2002.

Tabela 3 *Udział przyczyn wpływających na wynik finansowy wybranych projektów inwestycyjnych w krajach rozwijających się w latach 1990–2001 (w %)*

Przyczyny	Grupa I	Grupa II	Grupa III	Ogólna tendencja
Niski popyt	85	81	65	22
Regulacje rządowe	85	23	31	16
Błędy w zarządzaniu	–	11	44	17
Brak wiedzy technicznej	14	33	9	3
Wysokie koszty inwestycji	78	44	55	9
Opóźnienie inwestycji	100	100	63	6

Źródło: opracowanie na podstawie badań empirycznych projektów inwestycyjnych.

(22%), regulacje rządowe (16%) oraz błędy w zarządzaniu projektem (17%). Są one zdecydowanie ważniejsze niż brak wiedzy technicznej (3%), wysokie koszty inwestycji (9%) i opóźnienie projektu (6%).

Powyższe przyczyny mogą zostać wyeliminowane poprzez wprowadzenie odpowiednich procedur zabezpieczających. Forma *joint-venture* wpływa nie tylko na usunięcie błędów w zarządzaniu projektem, ale dotyczy również wiedzy technicznej oraz opóźnień. Sprawny lokalny partner jest w stanie wydatnie pomóc w kontaktach z miejscowymi ośrodkami władzy. Ponadto współpraca jest kontynuowana przy następnych inwestycjach¹⁹. W kolejnych projektach współpraca pogłębia się i skupia nie tylko na zagadnieniach bieżących, ale dotyczy również dystrybucji – zarówno na rynku lokalnym, jak i międzynarodowym²⁰. Ponadto forma *joint-venture* umożliwia transfer technologii i współczesnych metod zarządzania. Z tego względu w krajach rozwijających się przy zagranicznych inwestycjach bezpośrednich konieczne jest zawieranie porozumień *joint-venture*. Przodują w tym państwa Azji Południowo-Wschodniej. W latach 1998–2001 w Malezji, Indonezji oraz Tajlandii 31% zagranicznych inwestycji przekraczających 10 mln USD było prowadzonych na zasadach *joint-venture*²¹. W Afryce porozumienia *joint-venture* polegają na zawieraniu umów przede wszystkim z firmami lub agendami państwowymi. W ten sposób władze zamierzają czerpać dochody z zysków z przyszłych inwestycji²². Rozwinięciem porozumienia *joint-venture* są umowy dotyczące zminimalizowania ryzyka rynkowego. Szczególnie istotne jest przyrzeczenie odbioru podpisane z partnerem instytucjonalnym, transakcje hedgingowe, włączenie wyprodukowanych towarów i usług do sieci sprzedaży międzynarodowych koncernów. Uzupełnieniem powyższych form mogą być instrumenty pozwalające zmniejszyć ryzyko kursowe.

Analiza wyników projektów inwestycyjnych

Wytypowana grupa projektów inwestycyjnych (41) miała bardzo zróżnicowane wyniki finansowe. Stopa zwrotu kapitału wahała się od –5,1% do 9,1%. Z tego względu badane inwestycje podzielono na trzy podgrupy. Pierwsza dotyczyła tych zadań, które zakończyły się ujemnym wynikiem [–5,1%; 0], w drugiej stopa zwrotu kapitału zawierała się w przedziale [0; 4%], trzecia osiągnęła najwyższy poziom [4,1%; 9,1%]. W pierwszej grupie znalazło się 14 inwestycji, w drugiej 16, najmniejszą stanowiła grupa trzecia, do której zaliczono 11 projektów.

W pierwszej grupie wystąpiły typowe przyczyny wpływające na końcowy wynik projektu. W każdym z przypadków odnotowano opóźnienie inwestycji. W 12 projektach (czyli aż w 85% badanych) wystąpiły problemy dotyczące niskiego popytu oraz regulacji rządowych. W 11 stwierdzono wysokie koszty projektu. Tylko w 2 przypadkach pojawiły się problemy techniczne. Nie stwierdzono natomiast błędów w zarządzaniu. Powyższe wyniki są odmienne niż dla zagranicznych inwestycji bezpośrednich. Są znacznie wyższe w przypadku popytu, regulacji rządowych oraz opóźnienia inwestycji, natomiast niższe w odniesieniu do problemów technicznych oraz błędów w zarządzaniu. Odmienne są wyniki grupy drugiej oraz trzeciej.

W drugiej grupie typowym problemem okazało się opóźnienie inwestycji. Dotyczyło ono wszystkich projektów. Równie wysoki był udział niskiego popytu, nieznacznie różniący się od wyników pierwszej grupy. Uwagę zwraca znaczny udział błędów w zarządzaniu oraz brak wiedzy technicznej. Szczególnie zastanawiający jest ten ostatni wynik. Jest on 11 razy większy niż ogółem w bezpośrednich inwestycjach zagranicznych w krajach rozwijających się. Tak wysoki udział w grupie drugiej oznacza, że inwestorzy podjęli się zadań niebędących ich podstawową działalnością lub dążeniem do zmiany dotychczasowego profilu firmy. Podjęto więc próbę na mniej wymagającym rynku niż w krajach rozwiniętych gospodarczo. Zastanawiające są wyniki grupy trzeciej. Równie wysoka przyczyna dotyczy niskiego popytu. Problem ten wystąpił aż w 7 badanych projektach. Najwyższy jest wskaźnik błędów

¹⁹ W. Ethier, J. Markusen: *Multinational Firms, Technology Diffusion and Trade*. „Journal of International Economics” nr 41/1996.

²⁰ W. Ethier, op.cit.

²¹ NgF, A. Yeats: *Production Sharing in East Asia. Who Does What for Whom and Why?* Boston 2001 Kluwer Academic Publishers.

²² *Project Finance in Developing Countries*. Washington 1997 IFC.

Tabela 4 Liczba procedur oraz czas ich wprowadzenia w wytypowanych grupach projektów inwestycyjnych w krajach rozwijających się w latach 1990-2001

	Grupa I		Grupa II		Grupa III	
	przed	w trakcie	przed	w trakcie	przed	w trakcie
Joint-venture	7	–	8	6	10	1
Transakcje hedgingowe	3	1	3	5	7	2
Umowa z instytucjonalnym partnerem	1	–	2	2	9	1
Sprzedaż w sieci międzynarodowej	1	2	2	5	9	2
Nowoczesne metody zarządzania	3	10	2	9	11	–
Powierzenie zadań specjalistom	4	9	5	9	11	–
Zatrudnienie doradców technicznych	2	8	4	8	11	–
Operacje swap	3	5	3	5	6	–
Współfinansowanie lokalnego kapitału	2	10	4	9	10	1
Indeksacja cen	3	5	3	8	9	2

Źródło: opracowanie na podstawie analiz projektów inwestycyjnych w latach 1990-2001.

w zarządzaniu. Prawie połowa, 5 przypadków, dostrzega wpływ złego zarządzania na końcowy wynik procesu inwestycyjnego. Niski jest udział braku wiedzy technicznej. Tylko w jednym zadaniu stwierdzono jego wpływ na końcowy efekt projektu. Każda z przyczyn w grupie trzeciej jest wyższa od ogólnej tendencji.

Z powyższych danych wynika istotny wniosek. Identyfikacja istotnych czynników wpływających na wyniki inwestycji powinna być analizowana równoległe z procedurami chroniącymi przed niekorzystnymi zjawiskami.

Znamienną cechą jest znaczne zróżnicowanie procedur zabezpieczających przed ryzykiem. Występują one we wszystkich wyodrębnionych grupach projektów inwestycyjnych. Uwagę zwraca nie tyle brak znacznych różnic w liczbie procedur, odmienny czas ich wprowadzenia.

Procedury zabezpieczające przed ryzykiem wprowadzono we wszystkich analizowanych projektach inwestycyjnych. Najbardziej popularną formą okazała się spółka typu *joint-venture*. W zdecydowanej większości przypadków (niezależnie od ostatecznych wyników) *joint-venture* zostało zawiązane. W grupie I, w której zanotowano straty, inne procedury zabezpieczające zastosowano przede wszystkim już w trakcie trwania inwestycji. Proces ten szczególnie dotyczy nowoczesnych metod zarządzania, powierzenia zadań specjalistom oraz zatrudniania doradców technicznych. Dowodzi to braku właściwego przygotowania projektu. W fazie planowania popełniono zbyt duże błędy, a weryfikacja nastąpiła pod wpływem osiągniętych wyników. Zmieniły się także zasady współfinansowania. Wzrasta rola kapitału miejscowego. Tylko w 2 przypadkach kapitał miejscowy został wykorzystany przed inwestycją, natomiast aż w 10 w trakcie jej trwania. Nastąpił więc pięciokrotny wzrost. Nieznaczny jest udział procedur dotyczących usprawnie-

nia dystrybucji oraz odpowiedniego poziomu cen. Indeksacja cen, operacje *swap*, umowa z instytucjonalnym partnerem, sprzedaż w sieci międzynarodowej mają marginalny udział w prowadzonych projektach. W drugiej grupie procedury przed rozpoczęciem inwestycji charakteryzują się nieznacznie zmienionym rozkładem zabezpieczeń. Nadal niski jest udział tych zadań, w których wprowadzono nowoczesne metody zarządzania, zatrudniono specjalistów oraz doradców technicznych. Finansowanie oparto przede wszystkim na środkach zagranicznych. Brakowało również procedur pozwalających na zagwarantowanie zbytu oraz poziomu przyszłych cen. Powyższe niedociągnięcia zostały usunięte w trakcie trwania inwestycji. W zdecydowanej większości projektów wprowadzono wszystkie analizowane procedury. Tej zmianie należy przypisać osiągnięcie korzystniejszych wyników finansowych.

Odmienna sytuacja występuje w trzeciej grupie. Procedury zabezpieczające są powszechnie wprowadzane przed rozpoczęciem inwestycji. Zwraca uwagę wysoka komplementarność form. Kładzie się nacisk na fachowe prowadzenie projektu, powierzenie fachowcom, przy udziale doradców technicznych, i zastosowanie nowoczesnych metod zarządzania. We wszystkich 11 przypadkach z tej grupy wprowadzono powyższe procedury. Ponadto w zdecydowanej większości (10) utworzono spółkę typu *joint-venture* oraz zdecydowano się na udział kapitału miejscowego w finansowaniu projektu. Równie wysoki był udział dystrybucji oraz utrzymania odpowiedniego poziomu cen. Indeksację cen, umowy z instytucjonalnym partnerem czy zapewnienie sprzedaży w sieci międzynarodowej odnotowano w 9 przypadkach. Powyższe procedury w niewielkim stopniu były wprowadzane już w trakcie realizacji projektu. W 2 przypadkach dotyczyły indeksacji, sprzedaży w sieci międzynarodowej, transakcji hedgingowych.

Wnioski

Przeprowadzone badania upoważniają do wyciągnięcia następujących wniosków:

1. Zagraniczne inwestycje bezpośrednie kierowane są do różnych krajów rozwijających się. Najwięcej kapitału napływa do tych państw, które wprowadzają szeroki program reform zmierzających do utworzenia gospodarki rynkowej.

2. Inwestycje zagraniczne charakteryzują się znacznym ryzykiem i wymagają wprowadzenia procedur zabezpieczających.

3. Brak zabezpieczeń negatywnie wpływa na wyniki finansowe projektu.

4. Procesy zabezpieczające powinny być wprowadzane komplementarnie przed rozpoczęciem zadania. Faza przygotowania wymaga znacznej staranności oraz

czasu i wpływa na wynik. Nie jest wówczas konieczna weryfikacja procedur.

5. Wprowadzenie procedur zabezpieczających w trakcie procesu jest zasadne, ale zasadniczo nie przyczynia się do poprawienia wyników finansowych przedsięwzięcia.

6. Na uwagę zasługuje konieczność włączenia partnerów inwestycji w możliwie szeroki zakres współpracy, tj. od zawarcia spółki typu *joint-venture*, poprzez współfinansowanie do sprawnej dystrybucji przy odpowiednim poziomie cen.

7. W kolejnych latach znaczenie zagranicznych inwestycji bezpośrednich będzie wzrastać. Mogą one okazać się skutecznym środkiem likwidacji dysproporcji pomiędzy krajami uprzemysłowionymi (eksporterami kapitału) a rozwijającymi się (importerami środków).

Bibliografia

1. F. Berensztajn: *How does foreign direct investment affect economic growth*. „Journal of International Economic” nr 45/1998.
2. Financing Private Infrastructure. Lessons of Experience 4. Washington 1996 IFC.
3. C. A. Michalet: *Investment Strategies of Multinational Corporations and the Attractiveness of Host Countries*. FIAS Occasional Paper. Washington. Forthcoming 1997.
4. J. Encarnation. L.T. Wells: *Evaluationg Foreign Investment*. New Brunswick 1986 Transaction Books.
5. E. Bergaman, J. Feser: *Industrial and Regional Clusters. Concepts and Comparative Applications*. Morgontown 2001.
6. F. Sader: *Attracting Foreign Direct Investment. Why is it so difficult?* Foreign Investment Advisory Service Occasional Paper nr 12, Washington 2000 World Bank.
7. Ch. Oman: *Policy competition for Foreign Direct Investment. A study of competition among Governments to attract foreign FDI*. Paryż 2000 OECD.
8. H. Davis: *Project Finance. Practical Case Study*. London 1996 Euromoney Publications PLC.
9. M. Sierpińska, T. Jachna: *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*. Warszawa 1997 PWN.
10. M. Fry: *Foreign Direct Investment in a Macroeconomic Framework. Finance, Efficiency, Incentives and Distortions*. World Bank Policy Research Working Paper nr 114, Washington 1999.
11. *IFC Foreign Direct Investment*. Washington 2001.
12. K. Megey: *Facilitating Foreign Participation in Privatization*. Washington 2001 FIAS.
13. P. Drucker: *Zarządzanie w czasach burzliwych*. Czytelnik 1995 Akademia Ekonomiczna w Krakowie.
14. W. Ethier, J. Markusen: *Multinational Firms, Technology Diffusion and Trade*. „Journal of International Economics” nr 41/1996.
15. NgF, A. Yeats: *Production Sharing in East Asia. Who Does What for Whom and Why?* Boston 2001 Kluwer Academic Publishers.