

Jerzy Różański

Uniwersytet Łódzki

CZYNNIKI WPLYWAJĄCE NA SPOSÓB LICZENIA OPLACALNOŚCI INWESTYCJI ZAGRANICZNYCH

1. Istota bezpośrednich inwestycji zagranicznych

Inwestycje zagraniczne odgrywają coraz większą rolę nie tylko w krajach rozwijających się (zwłaszcza „wschodzących rynków”), ale także w krajach o rozwiniętej gospodarce rynkowej. Inwestycje portfelowe wiążą się z zakupami papierów wartościowych zagranicznych spółek, natomiast inwestycje bezpośrednie mają najczęściej charakter inwestycji rzeczowych, dokonywanych od podstaw (typu „greenfield”) albo związanych z zakupami całych przedsiębiorstw lub ich części (typu „brownfield”).

Z formalnego punktu widzenia definicja bezpośrednich inwestycji zagranicznych w szerokim tego słowa znaczeniu obejmuje filie i oddziały przedsiębiorstw za granicą i udziały w zagranicznych spółkach akcyjnych w wysokości 50% ich kapitału, co umożliwia sprawowanie kontroli nad spółką akcyjną.

W węższym rozumieniu zaś inwestycją bezpośrednią jest budowa nowych przedsiębiorstw za granicą lub też nabycie przez inwestora zagranicznego już istniejącego przedsiębiorstwa [Czerwieńec 1990].

Przedsiębiorstwo powstałe w wyniku bezpośrednich inwestycji to podmiot gospodarczy, w którym pojedynczy inwestor zagraniczny kontroluje 10% lub więcej zwykłych udziałów czy kapitału uprawniającego do głosowania, albo ma efektywny wpływ na zarządzanie przedsiębiorstwem. Dolna granica 10% może jednak ulec zmianie, jeśli wystąpią inne czynniki, jak np. reprezentacja w radzie dyrektorów czy udział w procesie podejmowania decyzji [Witkowska 1993].

Ze względu na duże znaczenie dla gospodarki konkretnego kraju goszczącego i samych przedsiębiorstw, doniosłą wagę przypisuje się inwestycjom bezpośrednim, mającym jednoznacznie charakter inwestycji rzeczowych. Decyzja o podjęciu inwestycji rzeczowej za granicą musi być poprzedzona rachunkiem inwestycyjnym, umożliwiającym dokonanie oceny opłacalności przedsięwzięcia inwestycyjnego.

Należy zwrócić uwagę na to, że analiza projektów inwestycyjnych realizowanych za granicą musi mieć bardziej wielostronny, kompleksowy charakter niż analiza

opłacalności inwestycji rzeczowej, planowanej do realizacji w kraju macierzystym. Należy bowiem uwzględnić ryzyko walutowe i ryzyko polityczne oraz specyfikę warunków inwestowania w kraju goszczącym.

W ramach inwestycji bezpośrednich można wyróżnić przede wszystkim:

- inwestycje rzeczowe polegające na stworzeniu (filii, oddziału) przedsiębiorstwa międzynarodowego poza krajem macierzystym, w którym to przedsiębiorstwo ma swoją siedzibę (centrałę),
- inwestycje rzeczowe dokonywane przez już działającą filię przedsiębiorstwa międzynarodowego w obcym kraju.

To rozróżnienie jest o tyle istotne, że w obu przypadkach mamy do czynienia z inwestycją przedsiębiorstwa międzynarodowego, natomiast sposób oceny inwestycji, ze względu na ich różny charakter, musi być również zupełnie inny.

2. Dylematy związane z rachunkiem opłacalności inwestycji zagranicznej

Podobnie jak w przypadku klasycznych inwestycji rzeczowych dokonywanych w kraju macierzystym, również i ocena inwestycji planowanej w kraju goszczącym najczęściej dokonywana jest przez jedną z metod dynamicznych izolowanych, tzn. wartość bieżącą netto (NPV) lub wewnętrzną stopę zwrotu (IRR).

Tak więc podstawą oceny jest generalnie rachunek zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Najbardziej popularna metoda wykorzystująca rachunek zdyskontowanych przepływów pieniężnych, tzn. wartość bieżąca netto, zastosowana w odniesieniu do inwestycji krajowej, wiąże się najczęściej z koniecznością rozstrzygnięcia kilku podstawowych problemów:

- na jakiej podstawie sporządzić prognozę przyszłych planowanych przepływów pieniężnych, będących efektem inwestycji,
- czy w prognozie *cash flow* zastosować przepływy pieniężne wyliczone na podstawie cen nominalnych (uwzględniających inflację) czy cen realnych (nieuwzględniających inflacji),
- dla jakiego okresu liczyć przepływy pieniężne (czy przyjąć podejście pragmatyczne – wówczas liczymy *cash flow* dla takiej liczby lat, dla których te przepływy są najwyższe, a dla pozostałych lat liczyć wartość rezydualną, czy też przyjąć podejście ortodoksyjne, a więc liczyć przepływy aż do zakończenia okresu eksploatacji obiektu inwestycyjnego),
- jak ustalić stopę dyskontową we współczynniku dyskontującym planowane przepływy pieniężne, tak aby odzwierciedlała ona specyficzne ryzyko związane z realizacją projektu,
- jak planować nakłady inwestycyjne, zwłaszcza o charakterze wieloletnim, nie mając precyzyjnej informacji o kierunku ruchów cen czynników produkcji.

Do tych dylematów, w przypadku inwestycji zagranicznej, dochodzą jeszcze inne.

A. Buckley [1996] wymienia kilka podstawowych czynników wiążących się z inwestycjami zagranicznymi i mających wpływ na sposób liczenia opłacalności inwestycji zagranicznej:

1) przepływy pieniężne uzyskiwane dzięki realizacji inwestycji przez filię i przepływy transferowane do spółki matki najczęściej różnią się od siebie, m.in. w związku z restrykcjami wprowadzanymi przez kraj goszczący,

2) część wkładu ponoszonego przez spółkę matkę może stanowić wyposażenie,

3) spółka matka będzie egzekwowała prawa licencyjne, opłaty za zarządzanie itp. rodzaje płatności od spółki córki,

4) kurs wymiany (relacja między walutą kraju macierzystego a walutą kraju goszczącego) nie będzie stały w trakcie realizacji i eksploatacji inwestycji,

5) wystąpią różnice między opodatkowaniem działalności gospodarczej w kraju goszczącym i kraju macierzystym.

Do tego należy dodać następujące uwarunkowania:

- źródła finansowania inwestycji zagranicznej będą decydowały o koszcie kapitałowym środków finansowych zaangażowanych w inwestycję,

- występują różnice w stopie inflacji między krajem inwestowania a krajem macierzystym,

- inwestycja dokonywana przez filię międzynarodowego przedsiębiorstwa może mieć duży wpływ na inne inwestycje podejmowane przez przedsiębiorstwo międzynarodowe lub na rozmiary i efekty przyszłej działalności centrali przedsiębiorstwa międzynarodowego czy innych jego filii, może też mieć wpływ na możliwości działania, efekty finansowe i perspektywy rozwojowe przedsiębiorstw silnie powiązanych z międzynarodową firmą (dostawców, odbiorców, partnerów w *joint-ventures*).

3. Analiza czynników określających opłacalność inwestycji zagranicznej

Przeanalizujemy kolejno wskazane przez Buckleya czynniki wpływające na sposób liczenia opłacalności inwestycji podejmowanej przez przedsiębiorstwo międzynarodowe za granicą, niezależnie od tego, czy:

- przez inwestycję będziemy rozumieć stworzenie filii lub oddziału przedsiębiorstwa międzynarodowego w innym kraju,

- przez inwestycję będziemy rozumieć realizację projektu inwestycyjnego w filii przedsiębiorstwa międzynarodowego.

Pierwszym, niewątpliwie bardzo ważnym dla centrali przedsiębiorstwa międzynarodowego (spółki matki) problemem, jeśli chodzi o wybór sposobu liczenia przepływów pieniężnych, będzie konieczność odpowiedzi na następujące pytanie: czy dla centrali przedsiębiorstwa międzynarodowego liczą się tylko te wpływy pieniężne

osiągane przez filię, które są transferowane do centrali, czy całość wpływów pieniężnych? Zdania są podzielone. A. Buckley [1996] wyraża pogląd, że centrala przedsiębiorstwa międzynarodowego będzie zainteresowana wyłącznie tymi przepływami pieniężnymi, które będą do niej transferowane przez filię. Natomiast S. Schoppe [1998] stwierdza, że rozmiary transferu zysku z filii do spółki matki będą zależały od tego, czy spółka córka zdoła wykazać, że osiągnięte przez nią zyski będą mogły być zainwestowane na miejscu (w kraju goszczącym) bardziej efektywnie, niż w kraju macierzystym (siedzibie spółki matki). Jednocześnie można zauważyć, że większość autorów zajmujących się problematyką inwestycji zagranicznych (m.in. A. Buckley, S. Lumby, J. Samuels, F. Wilkes, R. Brayshaw, S. Block, G. Hirt) zwraca bardzo dużą uwagę na wpływ, jaki wywierają restrykcje wprowadzone przez rządy krajów goszczących na możliwości transferu zysków do spółki matki. Jest to jeden z podstawowych, jeśli nie główny czynnik składający się na ocenę ryzyka politycznego inwestycji zagranicznej. Tymczasem decyzja o ograniczeniu transferu zysków do kraju macierzystego wcale nie musi być podjęta przez kraj goszczący, ale może być wynikiem suwerennej decyzji podjętej przez spółkę matkę. Zresztą postępująca liberalizacja gospodarki światowej powoduje, że prawdopodobne znaczenie ryzyka politycznego w większości przypadków będzie ulegało zmniejszeniu.

Podsumowując tę część rozważań, należy więc stwierdzić, że nie tylko restrykcje ze strony kraju goszczącego mogą wpływać na różnice między wpływami finansowymi uzyskiwanymi przez spółkę córkę a wielkością transferu środków finansowych do spółki matki. Rachunek ekonomiczny powinien zadecydować, czy wygospodarowana nadwyżka będzie inwestowana w kraju goszczącym, czy też w kraju macierzystym, a może jeszcze w innym kraju? Dlatego też dla spółki matki znaczenie powinny mieć nie tylko te kwoty, które są transferowane do kraju – siedziby spółki matki, ale całość nadwyżki finansowej osiągananej przez spółkę córkę.

W rachunku opłacalności inwestycji zagranicznej musi też znaleźć odbicie ewentualne zasilenie spółki córki w składniki majątku trwałego, a więc maszyny i urządzenia, środki transportowe, a niekiedy środki obrotowe niezbędne bądź do rozpoczęcia działalności przez spółkę córkę bądź do zrealizowania przez nią zaplanowanej inwestycji rzeczowej. Wyposażenie spółki-córki w niezbędne składniki majątku trwałego i majątku obrotowego, o charakterze materialnym, ma niewątpliwie dwa aspekty. Pierwszy – to konieczność uwzględnienia w rachunku opłacalności wartości składników majątkowych przekazanych przez spółkę matkę. Drugi – to sposób wyceny tych składników majątkowych. Stosowany najczęściej system wewnętrznych rozliczeń między spółką matką i spółką córką daje możliwość spółce matce takiego oszacowania wartości przekazanego majątku rzeczowego, który wspomaga proces transferu zysków od spółki córki do centrali. Dzięki temu proces ten staje się elementem polityki spółki matki wobec podmiotów gospodarczych stworzonych przez nią i zależnych od niej, działających poza krajem macierzystym.

Podobna sytuacja występuje w przypadku przekazywania przez spółkę matkę spółce córce wartości o charakterze niematerialnym, takich jak: licencje, koncepcje rozwiązań o charakterze technicznym lub organizacyjnym, oddelegowanie do spółki menedżerów, którzy, zwłaszcza w pierwszym okresie działania filii, winni nią pokierować. Finansowym ekwiwalentem za tego typu wyposażenie będą dla spółki matki opłaty wnoszone przez spółkę córkę (opłaty licencyjne, opłaty za udostępnienie konkretnej wiedzy technicznej, organizatorskiej itp., opłaty za zarządzanie). Sposób rozliczeń między spółką matką a spółką córką w tej sferze daje spółce matce jeszcze większe możliwości takiej wyceny tych wartości, która zwiększa rozmiary transferu środków finansowych do centrali. Należy też wspomnieć o tym, że im większy zakres wyposażenia spółki córki w składniki majątkowe o charakterze materialnym i niematerialnym, tym większe uzależnienie decyzyjne i finansowe od spółki matki. Procesy autonomizacji spółek córek, występujące często jako istotny element rozwoju tych spółek, wiążą się często właśnie ze zmniejszeniem zaangażowania finansowego spółki matki. Udział spółki matki w finansowaniu rozwoju spółki córki wówczas maleje.

Poważnym problemem dla wielu inwestycji zagranicznych są wahania kursu walutowego (zjawisko aprecjacji lub deprecjacji waluty kraju goszczącego w stosunku do waluty kraju – siedziby przedsiębiorstwa międzynarodowego). Występowanie zjawisk tego typu wymaga, aby poważnie podchodzić do prognoz określających przewidywane kursy wymiany walut, związane z tym ryzyko walutowe występujące przy transakcjach dokonywanych przez spółkę matkę z udziałem spółki córki lub przez spółkę córkę z udziałem spółki matki. Na kurs wymiany w poważnym stopniu wpływają zjawiska inflacyjne, a ściślej mówiąc tempo i siła zjawisk inflacyjnych występujących w kraju goszczącym i w kraju macierzystym (czasami może wystąpić deflacja). Wówczas wartość zainwestowanego za granicą majątku będzie się zmieniała w zależności od tego, czy wyrazimy ją w walucie miejscowej, czy w walucie spółki matki. W zależności od tego, z jakim typem inflacji w obu krajach będziemy mieli do czynienia, będą rosły ceny surowców i materiałów, środków trwałych lub wyrobów konsumpcyjnych. Inflacja może mieć wpływ na różnice w zyskowności działania spółki matki i spółki córki. W skrajnych przypadkach może doprowadzić do wystąpienia procesów dezinvestycyjnych.

Decyzje inwestycyjne w dużym stopniu są kształtowane przez systemy podatkowe. Jeśli opodatkowanie podatkiem dochodowym jest niskie, skłania to przedsiębiorców do inwestowania. Korzystne dla inwestora różnice w wysokości opodatkowania podmiotów gospodarczych w kraju macierzystym i w kraju goszczącym mogą mieć istotny wpływ na podjęcie decyzji o inwestowaniu w kraju goszczącym, przyczyniają się bowiem do zwiększenia wolnych przepływów pieniężnych i skłaniają do pozytywnej oceny opłacalności inwestycji podejmowanej za granicą. Trzeba jednak pamiętać o tym, że znaczenie ma nie tylko porównywanie bieżących różnic

w opodatkowaniu w kraju goszczącym i w kraju macierzystym, ale też przyszła tendencja w tym zakresie.

Ważna jest nie tylko wysokość samego opodatkowania, ale również zakres i wysokość ulg inwestycyjnych, jakie mogą być przyznane inwestorom, przez co następuje zmniejszenie stopy podatku dochodowego w danym kraju. Wszelkie zmiany ustawodawstwa gospodarczego w tym zakresie mają duże znaczenie. Sfera podatkowa jest niezwykle czułym obszarem obserwacji inwestora. Często na decyzje inwestorów wpływa nie wysokość podatku dochodowego, lecz planowane zmiany tego podatku (i ewentualnie innych podatków płaconych przez przedsiębiorcę w danym kraju).

Duży wpływ na opłacalność inwestycji (a dotyczy to szczególnie inwestycji zagranicznych) będą miały koszty pozyskania przez spółkę córkę kapitału na realizację inwestycji. Przedsiębiorstwo międzynarodowe ma szczególnie duże możliwości pozyskania kapitału po niskiej cenie ze względu na wielość potencjalnych źródeł finansowania. Dostępność kapitału w ramach tzw. finansowania wewnątrzkoncernowego (przez spółkę matkę, inne spółki córki, przez specjalnie powołaną wewnątrz koncernu spółkę lokacyjno-finansową), finansowanie ze źródeł zewnętrznych, poza-koncernowych (na rynku kapitałowym kraju macierzystego, na rynku kapitałowym kraju goszczącego, na rynkach kapitałowych krajów trzecich), wreszcie możliwość wchodzenia w różnorodne spółki (z kapitałem państwowym i prywatnym kraju goszczącego i krajów trzecich itp.) – to wszystko daje znacznie większe możliwości pozyskania kapitału po niższym koszcie w stosunku do przedsiębiorstwa działającego w skali jednego kraju.

I na koniec problem, który przez dłuższy czas nie był dostatecznie eksponowany. Otóż w relacjach między spółką matką a spółką córką najczęściej podkreślano niebezpieczeństwo wystąpienia efektu, który nazwano kanibalizmem rynkowym. Jak pisze E. Najlepszy, „efekt kanibalizmu może być oszacowany na podstawie przewidywanej wartości utraconych zysków, na skutek oczekiwanego zmniejszenia się sprzedaży dotychczasowych wyrobów eksportowych, przez firmę macierzystą w rezultacie dokonanej inwestycji w nowo uruchomionej filii produkcyjnej za granicą” [Najlepszy 2000]. W wielu formułach oceny opłacalności inwestycji zagranicznych utraconymi zyskami obciąża się spółkę córkę [Schoppe 1998]. Problem jest jednak szerszy. Konkretna zagraniczna inwestycja bowiem może mieć wpływ na inwestycje podejmowane przez inne jednostki organizacyjne międzynarodowego przedsiębiorstwa. Poza tym należałoby zbadać, czy inwestycja wpłynie w jakikolwiek sposób na sytuację finansową i perspektywy rozwoju przedsiębiorstw trwale powiązanych rynkowo z poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi międzynarodowego przedsiębiorstwa. Inwestycja może niekiedy naruszyć stabilny układ powiązań występujących między przedsiębiorstwem międzynarodowym a jego kontrahentami.

Dlatego też, zanim filia podejmie decyzję o inwestowaniu, należy zbadać, jak będą się kształtować przepływy pieniężne w filii i innych jednostkach organizacyj-

nych przedsiębiorstwa międzynarodowego wówczas, gdy inwestycja zostanie zakończona, a także wówczas, gdy decyzja o inwestowaniu zostanie wstrzymana.

Poza tym istnieje wątpliwość, czy rzeczywiście przepływy pieniężne stanowią podstawowy miernik celowości inwestycji. R. Taff i A. Marshall wykazali w swoich badaniach [2005], że często menedżerowie, mając do wyboru efekt w postaci krótkoterminowych wpływów finansowych i długofalowy wzrost wartości przedsiębiorstwa, wybierają krótkoterminowe *cash-flows*. Według Buckleya również i rentowność inwestycji jest najczęściej kryterium bardziej przekonującym dla menedżerów przedsiębiorstwa międzynarodowego, niż możliwości transferowania zysków [Buckley 1996].

Nie ma więc wątpliwości, że istnieje sprzeczność między:

- długofalowym efektem inwestycji (zwiększenie wartości) a efektem krótkookresowym (bieżące przepływy pieniężne),
- podejściem bazującym na możliwości transferowania nadwyżki finansowej filii do centrali przedsiębiorstwa międzynarodowego a podejściem akcentującym istotne znaczenie przeznaczenia nadwyżki na rozwój filii,
- podejściem bazującym na prymacie jak najlepszych efektów działania jednej spółki a akcentującym konieczność osiągnięcia jak najlepszych efektów przez przedsiębiorstwo międzynarodowe jako całość, z poszanowaniem interesów jego kontrahentów.

Literatura

- Buckley A., *Multinational Finance*, Prentice Hall, London 1996.
- Czerwieńiec E., *Zagraniczne inwestycje bezpośrednie w gospodarce krajów wysoko rozwiniętych*, Zeszyty Naukowe AE, Poznań 1990.
- Najlepszy E., *Zarządzanie finansami międzynarodowymi*, PWN, Warszawa 2000.
- Schoppe S., *Kompendium der Internationalen Betriebswirtschaftslehre*, Oldenbourg, München, Wien 1998.
- Taff R., Marshall A., *International Evidence on the Determinants of Foreign Exchange Rate Exposure of Multinational Corporations*, „Journal of International Business Studies” 2005, nr 36.
- Witkowska J., *Bepośrednie inwestycje zagraniczne w warunkach stowarzyszenia i przyszłego członkostwa w UE. Opracowanie i analizy*, URM, Seria „Gospodarka”, Warszawa 1993.

THE FACTORS THAT HAVE AN INFLUENCE ON THE WAY OF COUNTING THE COMMERCIAL VIABLE OF THE INTERNATIONAL INVESTMENTS

Summary

Increasing division of character, sphere and direction international investments causes inclusions or exclusions, in these investments' commercial viable count, lot of elements, because of the count's

substantial division. The different procedures of managing this count are proposed depending on the form of investment. The article presents the relation between the defined conditions of the international investment's realization and the method of counting this investment's commercial viable – the dilemmas and doubts connected with the implementation defined procedures and methods of counting commercial viable of the international investment are also presented.