

Małgorzata Jaworek, Aneta Szóstek

Uniwersytet Mikołaja Kopernika

OCENA EFEKTYWNOŚCI POLSKICH INWESTYCJI ZAGRANICZNYCH – KILKA REFLEKSJI NA PODSTAWIE BADAŃ*

1. Wstęp

Bezpośrednie inwestycje zagraniczne (BIZ) swoim zasięgiem obejmują niemalże cały świat, w związku z czym są niezwykle interesującym obszarem badań i analiz zarówno dla teoretyków, jak i dla praktyków. W literaturze przedmiotu, polskiej i zagranicznej, znaleźć można liczne opracowania poruszające zagadnienia dotyczące teorii, stymulant podejmowania tych inwestycji, a także znaczenia dla kraju lokaty. Jest także sporo prac opisujących metody budżetowania kapitałowego stosowane w amerykańskich czy brytyjskich korporacjach wielonarodowych [Stonehill, Natanson 1968, s. 39-54; Oblak, Helm 1980, s. 37-41; Bavishi 1981, s. 32-35; Wicks Kelly, Philippatos 1982, s. 19-42; Stanley, Block 1983, s. 61-72; Kim, Farragher, Crick 1984, s. 207-215; Shao, Shao 1993, s. 95-109; 1996, s. 41-57]. Wydaje się jednak, że wciąż mało jest publikacji opisujących budżetowanie międzynarodowe polskich przedsiębiorstw (zob. [Jaworek, Szóstek 2008, s. 231-242; Jaworek, Szóstek, *Efektywność...*; Jaworek, Szóstek, *Ocena...*]).

Ocena efektywności inwestycji zagranicznych, podobnie jak ocena inwestycji na rynku macierzystym, polega na oszacowaniu przyrostowych przepływów pieniężnych¹ (*incremental cash flow*) generowanych przez projekt. Określając te przepływy,

* Badanie pn. *Rachunek efektywności, wycena i ryzyko bezpośrednich inwestycji zagranicznych*, którego wyniki zostały zaprezentowane w niniejszym opracowaniu, zostało zrealizowane w 2007 r. w ramach grantu UMK przez A. Szóstek i M. Jaworek. Zostało nim objętych 507 podmiotów zarejestrowanych w Polsce, które podjęły BIZ, tworząc zbiorowość generalną. Badanie zostało przeprowadzone przez odpowiednio przygotowanych ankietatorów za pomocą kwestionariusza ankietowego wśród dyrektorów finansowych. Uzyskano łącznie 83 prawidłowo wypełnione ankiety, co stanowi zwrotność na poziomie 16,4%.

¹ Przyrostowe CF odpowiadają zmianie łącznych CF przedsiębiorstwa, jaka nastąpiłaby jako bezpośredni efekt akceptacji projektu [Brigham, Houston 2005, s. 97].

należy uwzględnić wiele czynników swoistych dla działań na arenie międzynarodowej. Wartość obecna inwestycji zagranicznej jest funkcją przyszłych przepływów pieniężnych dostępnych centrali.

Zagraniczne projekty inwestycyjne mogą być analizowane na dwóch poziomach: przyrostowych strumieni pieniężnych samego projektu i przyrostowych strumieni dostępnych centrali [Buckley 2002, s. 142]. W ocenie inwestycji poza granicami kraju macierzystego często pojawiają się komplikacje, ponieważ projekty zagraniczne mogą istotnie wzmocnić (osłabiać) efekt innych operacji podejmowanych przez korporację. Jeśli mogą wystąpić efekty zewnętrzne, zasadne jest oszacowanie wszystkich dodatkowych przepływów pieniężnych, jakie są ich następstwem.

2. Metody szacowania wartości obecnej netto projektu inwestycyjnego

W literaturze przedmiotu funkcjonuje kilka wskazań odnośnie do kolejności kalkulacji zmiennych niezbędnych do oszacowania wartości bieżącej netto ocenianego zagranicznego projektu inwestycyjnego. Do obliczenia wartości bieżącej projektu można użyć jednego z czterech podanych poniżej wariantów (tab. 1).

Tabela 1. Schemat postępowania przy podejmowaniu decyzji o realizacji BIZ

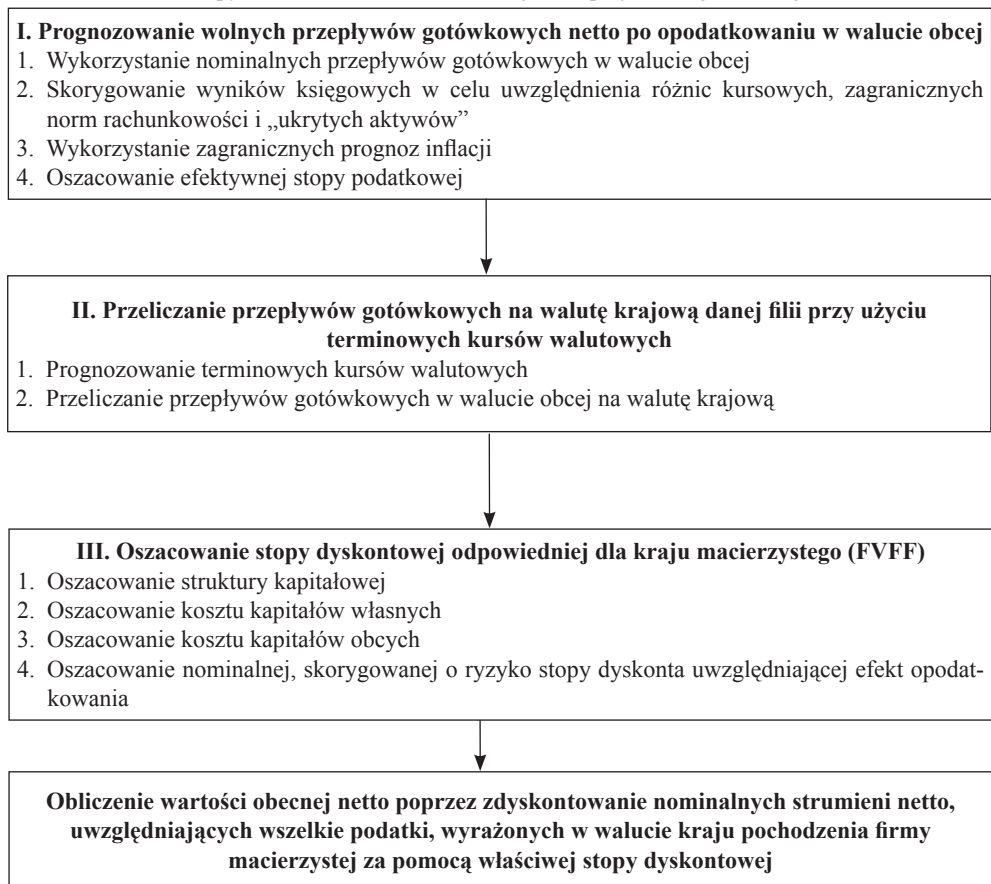
	Metoda I	Metoda II	Metoda III	Metoda IV
Etap I	określić przyszłe przepływy pieniężne w ujęciu nominalnym w walucie kraju lokaty	określić przyszłe przepływy pieniężne w ujęciu nominalnym w walucie kraju lokaty	określić przyszłe przepływy pieniężne w ujęciu nominalnym w walucie kraju lokaty	określić przyszłe przepływy pieniężne w ujęciu nominalnym w walucie kraju lokaty
Etap II	przeliczyć przepływy na walutę kraju pochodzenia inwestora zgodnie z prognozowanymi kursami walut	obliczyć wartość obecną dla nominalnej stopy dyskontowej odpowiedniej dla warunków lokalnych	urealnić przepływy pieniężne, korygując przepływy nominalne o wskaźnik inflacji w kraju inwestowania	urealnić przepływy pieniężne, korygując przepływy nominalne o wskaźnik inflacji w kraju inwestowania
Etap III	obliczyć wartość obecną dla nominalnej stopy dyskontowej odpowiedniej dla firmy macierzystej	przeliczyć uzyskaną wartość obecną na walutę kraju pochodzenia inwestora według kursu <i>spot</i> *	przeliczyć przepływy urealnione na walutę kraju pochodzenia inwestora, używając kursu <i>spot</i>	obliczyć realną wartość obecną w walucie lokalnej dla realnej stopy dyskontowej
Etap IV			obliczyć wartość obecną dla realnej stopy dyskontowej	przeliczyć uzyskaną wartość obecną na walutę kraju inwestora według kursu <i>spot</i>

* *Spot* to pojęcie z dziedziny ekonomii opisujące specyficzną operację wymiany walut. Kurs walutowy, po jakim zostanie dokonana transakcja, zostaje ustalony w dniu jej zawarcia, natomiast fizyczna dostawa walut ma miejsce w ciągu dwóch dni roboczych, następujących po dniu zawarcia transakcji.

Źródło: [Buckley 2002, s. 150].

W literaturze przedmiotu wskazuje się, że najlepszą metodą budżetowania kapitałowego w krajach, w których nie istnieją bariery dla transferu dochodów, jest metoda pierwsza. Warto nadmienić, że również w przypadku istnienia utrudnień transferu dochodów z realizowanego przedsięwzięcia inwestycyjnego metoda pierwsza wydaje się zasadna, ponieważ uwzględnia inflację w kraju inwestowania, która może mieć niebagatelny wpływ na ocenę realizowanego przedsięwzięcia. Poniżej zaprezentowana została nieco rozbudowana jej formuła.

Etapy szacowania wartości bieżącej netto projektu zagranicznego



3. Ocena efektywności projektu zagranicznego

Oceniając opłacalność inwestycji zagranicznych, pamiętać należy o tym, że projekt wygląda zupełnie inaczej, jeśli analizuje się go samego, a inaczej z punktu widzenia centrali korporacji. Wartość dla korporacji tworzą strumienie pieniężne dostępne centrali (jeśli oczywiście nie ma ograniczeń w transferze kapitału), przy czym

nie można zapomnieć o utrudnieniach związanych z kursami walutowymi i opodatkowaniem w kraju lokaty.

W sytuacji, kiedy pojawiają się ograniczenia związane z transferem kapitału, podmiot inwestujący może realizować dochody z inwestycji przez [Buckley 2002, s. 211]: dywidendę, opłaty za zarządzanie i opłaty licencyjne, spłaty rat udzielonych pożyczek², transakcje zagraniczne handlu wiązane, inne kanały transferu.

Przedsiębiorstwo rozważające podjęcie inwestycji zagranicznej, którą będzie finansowało w 100%, w kalkulacji wartości obecnej powinno uwzględnić następujące czynniki [Buckley 2002, s. 215]:

- przyrostowe strumienie pieniężne dostępne centrali odrębnie w każdym roku (po opodatkowaniu podatkami lokalnymi i podatkiem od dochodów centrali);
- koszty zarządzania, opłaty licencyjne i tym podobne, jeśli wystąpiły (po opodatkowaniu podatkiem od dochodów centrali);
- efekt „kanibalizmu”;
- wartość obecną ewentualnych korzyści z preferencyjnego oprocentowania kredytów;
- wartość aportu rzeczowego, jaki zostanie wniesiony w inwestycję zagraniczną;
- możliwość wykorzystania opcji rzeczywistych;
- wartość rezydualną, jeśli prognoza strumieni pieniężnych dotyczy skończonej liczby lat.

Tabela 2. Wycena projektu zagranicznego z punktu widzenia centrali (brak ograniczeń w przepływie kapitału)

Wartość projektu zagranicznego =	– wartość nakładów inwestycyjnych + wartość przyrostowych strumieni pieniężnych z inwestycji zagranicznej + wartość opłat za zarządzanie i opłat licencyjnych +/- wartość efektów indukcyjnych i „kanibalizmu” + wartość dotacji do kredytów preferencyjnych + wartość opcji rzeczywistych + wartość rezydualna
----------------------------------	---

Źródło: [Buckley 2002, s. 216].

W tabeli 2 przedstawiono najczęściej spotykane strumienie pieniężne tworzące wartość przedsiębiorstwa w międzynarodowym budżetowaniu kapitałowym.

Nakłady inwestycyjne obejmują nakłady na środki trwałe i kapitał obrotowy niezbędne do uruchomienia przedsięwzięcia inwestycyjnego. Obejmują one wartość obecną kwoty C przeliczonej na walutę kraju macierzystego według kursu z momentu zerowego e_0 skorygowanej o różnice związane z wyceną wkładów rzeczowych.

² Spłaty pożyczek są uważane za sposób na przyspieszenie przepływu dochodu z inwestycji w przypadku występowania barier w jego transferze. Sposób finansowania inwestycji ma istotny wpływ na wartość obecną netto przepływów pieniężnych centrali.

Nakład inwestycyjny analizowany w ocenie efektywności inwestycji przybiera postać [Buckley 2002, s. 217]:

$$Ce_0 - (T_f - T - t_g),$$

gdzie: T_f oznacza przekazywaną wartość; T jest wartością wynikającą z zasady wyceny aktywów na podstawie koncepcji wartości pozbawionej; t_g oznacza skutki podatkowe osiągniętych przez centralę korzyści.

Wszystkie powyższe wartości powinny być wyrażone w walucie kraju inwestowania.

Kolejną wartość stanowi przyrostowy strumień pieniężny netto, który po przeliczeniu na walutę kraju macierzystego wynosi [Buckley 2002, s. 217]:

$$\sum_{t=0}^n \frac{FCF_t(1-t_w)e_t(1-t_c)}{(1+k)^t},$$

gdzie: FCF_t oznacza przepływ pieniężny netto osiągnięty z inwestycji w roku t , wyrażony w walucie lokalnej (po opodatkowaniu podatkiem lokalnym i po odliczeniu opłat za zarządzanie i opłat licencyjnych); t_w oznacza stopę lokalnego podatku od dochodów kapitałowych; t_c to stopa efektywnie zapłaconego przez centralę podatku dochodowego od przekazanej części dochodu; e_t określa kurs wymiany w roku t ; k oznacza odpowiednią stopę dyskontową.

Istotną wartością w ocenie inwestycji zagranicznej są opłaty za zarządzanie oraz opłaty licencyjne. Przyjmując, że wyrażona w walucie centrali roczna suma tych kwot e roku t wynosi R_t i uwzględnia lokalny podatek dochodowy oraz podatek dochodowy, jaki centrala musi zapłacić w swoim kraju, należy stwierdzić, że wartość obecna netto skończonego strumienia opłat za zarządzanie i licencję wynosi [Buckley 2002, s. 217]:

$$\sum_{t=0}^n \frac{R_t}{(1+k)^t}.$$

Oceniając przedsięwzięcie inwestycyjne, należy wziąć pod uwagę wszelkie oddziaływania projektu na inne jednostki przedsiębiorstwa, tzw. efekty zewnętrzne (*externalitis*), które mogą być zarówno korzystne (np. dodatkowe korzyści powstałe w wyniku zastosowania polityki cen transferowych wewnątrz grupy), jak i niekorzystne. Jeśli efektem realizacji nowego projektu inwestycyjnego będzie przejęcie części sprzedaży, to mówi się o efekcie „kanibalizmu”³ (*cannibalization*). Jeśli za M_t przyjąć marżę netto, skorygowaną o skutki podatkowe, utraconą w roku t w wyniku

³ Przykładem efektu „kanibalizmu” może być obniżenie eksportu do kraju, w którym otworzono nowy zakład z pozostałych spółek grupy.

działania efektu „kanibalizmu”, przeliczoną na walutę kraju macierzystego, to wartość obecna finansowych skutków tych zjawisk wyniesie [Buckley 2002, s. 218]:

$$\sum_{t=0}^n \frac{M_t}{(1+k)^t}$$

Kolejnym składnikiem są możliwe do uzyskania dotacje do kredytów preferencyjnych. Zazwyczaj preferencyjne źródła finansowania są dostępne w krótkich okresach. Zakładając, że i_t oznacza wartość dotacji w roku t oraz że r to rynkowa stopa procentowa⁴, E to kurs *forward*⁵ dla roku t , po którym przelicza się jej wartość na pożądaną walutę, to wartość obecna korzyści osiągniętych z dotowanych kredytów wynosi [Buckley 2002, s. 218]:

$$\sum_{t=0}^m \frac{i_t E_t}{(1+r)^t}$$

Innym źródłem wartości inwestycji są opcje rzeczywiste. Wyrażona w walucie lokalnej wartość obecna opcji rzeczywistych, związanych z propozycjami nowych inwestycji, wraz z innymi opcjami wzrostu, które mogą pochodzić od innych części grupy kapitałowej, dają łączną wartość G , którą należy włączyć do kalkulacji.

Jeżeli przepływy pieniężne prognozowane są dla skończonej liczby lat, bezwzględnie należy ustalić wartość rezydualną (*residual value*). Jeśli po szczegółowej prognozie przyrostowych przepływów pieniężnych przedsiębiorstwo zamierza przerwać inwestycję, wartość rezydualna będzie stanowiła sumę odzyskanej wartości zainwestowanej w przyrost kapitału obrotowego i części nakładów na środki trwałe. Jeżeli inwestor zamierza kontynuować działalność (*going concern*), należy doszacować wartość inwestycji po okresie szczegółowej prognozy⁶. Na wartość tę składają się [Buckley 2002, s. 219]:

⁴ Zastosowanie w tym przypadku odmiennej stopy procentowej podyktowane jest niższym poziomem ryzyka dyskontowanych strumieni pieniężnych.

⁵ *Forward* jest to instrument finansowy, który zobowiązuje dwie strony do zawarcia w przyszłości transakcji na warunkach określonych w kontrakcie. Kontrakt *forward*: (1) występuje w obrocie pozagiełdowym; (2) jest kontraktem niestandardizowanym, na zamówienie (*tailor-made*), co oznacza, że dwie strony kontraktu ustalają ilość przedmiotu kontraktu i termin dostawy; (3) termin dostawy określony jest jako konkretny dzień; (4) prawie zawsze dochodzi do dostawy przedmiotu kontraktu; (5) zawarcie kontraktu nie wymaga wniesienia depozytu; (6) płatność następuje po dostawie [Jajuga, Jajuga 2001, s. 210].

⁶ Wartość przynależna przepływom uzyskiwanym po okresie szczegółowej prognozy jest w wielu opracowaniach określana mianem wartości rezydualnej. Termin ten oznacza jednak wartość końcową, pozostałą. A zatem jest on odpowiedni w momencie, kiedy nie zamierza się kontynuować działalności. W typowych sytuacjach nie zakłada się likwidacji firmy, wobec czego nie ma żadnej wartości rezydualnej. Jest natomiast wartość poza okresem szczegółowej prognozy, określana w literaturze anglojęzycznej jako *terminal value (price)*, *continuing value* lub *horizon value* [Zarzecki 1998, s. 140].

- wartość strumieni pieniężnych netto osiągniętych z realizacji inwestycji, przeliczona na walutę centrali i uwzględniająca podatek dochodowy z działalności, podatek od przekazanych dochodów kapitałowych i podatek dochodowy płatny przez centralę;
- opłaty za zarządzanie i opłaty licencyjne, z uwzględnieniem wszystkich podatków;
- efekt „kanibalizmu”, pojawiający się po dacie zakończenia analizy z uwzględnieniem skutków opodatkowania.

Tabela 3. Metody szacowania dochodów i przynależna im stopa dyskonta

Rodzaj dochodu	Stopa dyskontowa
Wpływy netto po opodatkowaniu dla oddziału w walucie lokalnej	średnioważony koszt kapitału filii/oddziału
Zysk netto w walucie lokalnej	koszt kapitału własnego filii/oddziału
Zysk brutto w walucie lokalnej	koszt kapitału własnego filii/oddziału
Zysk dostępny firmie macierzystej powiększony o opłaty za zarządzanie, wyrażony w walucie firmy macierzystej z uwzględnieniem zapłaconych w obu krajach podatków	koszt kapitału własnego przedsiębiorstwa macierzystego
Zysk netto w walucie kraju przedsiębiorstwa macierzystego	koszt kapitału własnego przedsiębiorstwa macierzystego
Oczekiwane dywidendy od przedsiębiorstwa lokalnego powiększone o opłaty, takie jak np. licencje	koszt kapitału własnego przedsiębiorstwa macierzystego
Zysk brutto w walucie przedsiębiorstwa macierzystego	koszt kapitału własnego przedsiębiorstwa macierzystego
Wpływy netto przed opodatkowaniem dla oddziału w walucie lokalnej	średnioważony koszt kapitału filii/oddziału
Część zysku, która ma być wypłacona przedsiębiorstwu macierzystemu, powiększona o opłaty za zarządzanie, wyrażona w walucie przedsiębiorstwa macierzystego z uwzględnieniem zapłaconych w obu krajach podatków	koszt kapitału własnego przedsiębiorstwa macierzystego
Oczekiwane dywidendy od przedsiębiorstwa lokalnego	koszt kapitału własnego przedsiębiorstwa macierzystego
Część zysku, która ma być wypłacona przedsiębiorstwu macierzystemu, powiększona o opłaty za zarządzanie i wyrażona w walucie przedsiębiorstwa macierzystego z uwzględnieniem podatków zapłaconych w kraju inwestowania	koszt kapitału własnego przedsiębiorstwa macierzystego
Zysk dostępny przedsiębiorstwu macierzystemu, powiększony o opłaty za zarządzanie, wyrażony w walucie przedsiębiorstwa macierzystego z uwzględnieniem podatków zapłaconych w kraju inwestowania	koszt kapitału własnego przedsiębiorstwa macierzystego

Źródło: opracowanie własne.

Prowadząc rozważania na temat opłacalności inwestycji zagranicznej, należy nadmienić, że inwestorzy wykorzystują różne miary dochodu wyrażone zarówno w walucie kraju lokaty, jak i w walucie macierzystej⁷. Przy czym zgodnie z teorią, przedsiębiorstwo macierzyste, dokonując rachunku ekonomicznego, powinno być bardziej zainteresowane szacowaniem dochodu w ujęciu waluty kraju macierzystego. Aby zachować zgodność metodyczną przy dyskontowaniu konkretnego dochodu, należy użyć odpowiedniej stopy dyskonta. W tabeli 3 przedstawione zostały różne metody szacowania dochodów wraz z odpowiednią dla nich stopą dyskonta.

Najbardziej poprawne z wymienionych są wpływy netto skorygowane o wszelkie podatki, powiększone o opłaty za zarządzanie.

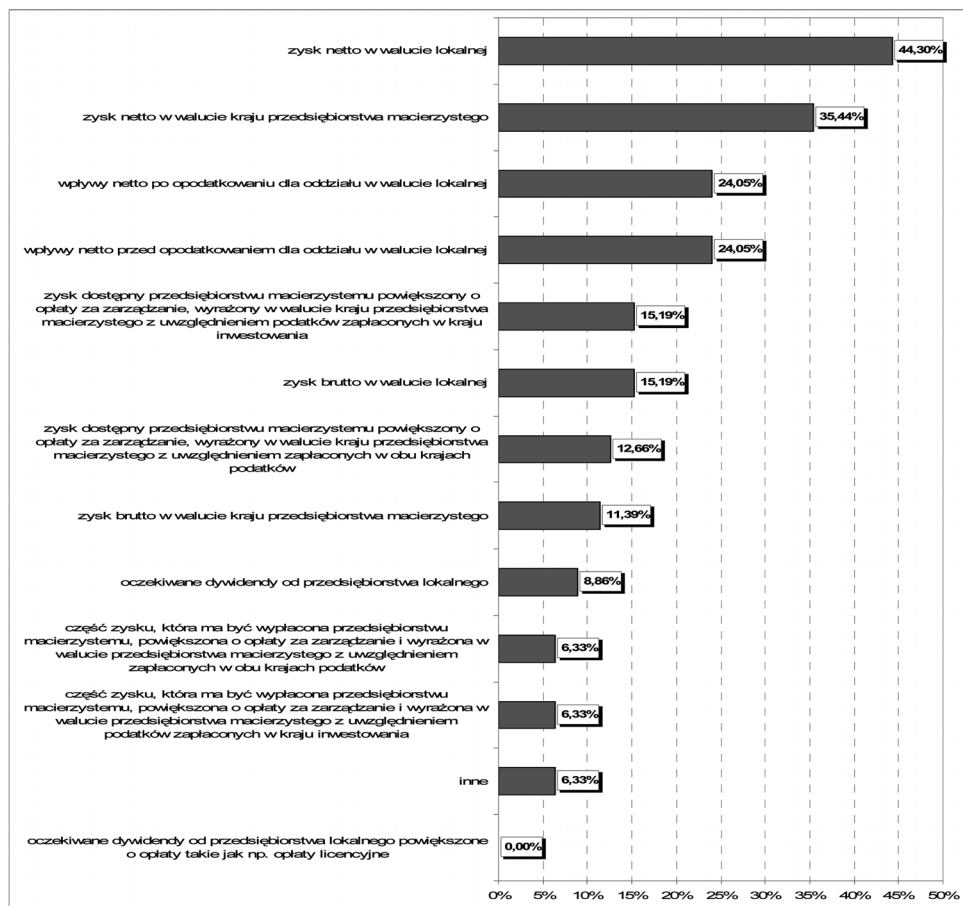
4. Metody szacowania dochodu z inwestycji zagranicznej z przynależnej im stopy dyskontowej stosowane przez polskich inwestorów – wyniki badania

Analiza badań przeprowadzonych w polskich przedsiębiorstwach działających na arenie międzynarodowej daje podstawy do wnioskowania o pewnym rozdzwieńku pomiędzy zaleceniami teorii a postępowaniem praktyków (rys. 1).

Zgodnie z tym, co zostało powiedziane w zakresie teoretycznych wskazań pomiaru dochodu, inwestorzy powinni do wyznaczenia dochodu używać strumieni przepływów pieniężnych netto dostępnych centrali pomniejszonych o wszelkie podatki nałożone zarówno w kraju inwestowania, jak i w kraju, w którym znajduje się siedziba firmy macierzystej. Jednak w przypadku polskich inwestorów najczęściej ankietowanych (44,3%) jako sposób szacowania dochodu w ocenie opłacalności inwestycji zagranicznej wskazało zysk netto kraju lokaty. Na kolejnej pozycji respondenci uplasowali zysk netto w walucie kraju przedsiębiorstwa macierzystego (35,4%). Dopiero na trzecim miejscu znalazły się dwa wskazania – wpływy netto po opodatkowaniu dla oddziału w walucie lokalnej oraz wpływy netto przed opodatkowaniem dla oddziału w walucie lokalnej (po 24%).

Najmniej, bo zaledwie po 6,3%, ankietowanych przedsiębiorstw wskazało na następujące warianty dochodu: część zysku, która ma być wypłacona przedsiębiorstwu macierzystemu, powiększona o opłaty za zarządzanie, wyrażona w walucie przedsiębiorstwa macierzystego z uwzględnieniem zapłaconych w obu krajach podatków; część zysku, która ma być wypłacona przedsiębiorstwu macierzystemu, powiększona o opłaty za zarządzanie i wyrażona w walucie przedsiębiorstwa macierzystego z uwzględnieniem podatków zapłaconych w kraju inwestowania.

⁷ Prezentowane w niniejszym opracowaniu rodzaje dochodów pochodzą z badania przeprowadzonego przez autorów, takich jak: A. Buckley, P. Buckley, P. Langevin, K.L. Tse, wśród największych firm brytyjskich. Zob. [Buckley, Buckley, Langevin, Tse 1996].



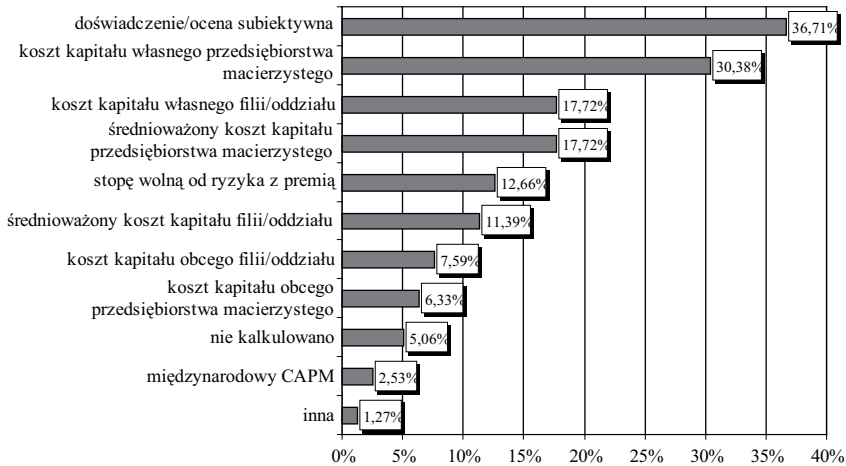
Objaśnienia i uwagi: Odpowiedzi nie sumują się do 100%, ponieważ respondenci mogli wskazać więcej niż jedną odpowiedź.

Rys. 1. Sposób szacowanie dochodów w ocenie opłacalności bezpośrednich inwestycji zagranicznych ($N = 79$)

Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników badań.

Analizując wskazania polskich inwestorów dotyczące stosowanych metod szacowania stopy dyskontowej, można zauważyć pewne nieprawidłowości (rys. 2). Otóż 7,6% badanych podmiotów wskazało, że graniczną stopę zwrotu wyznaczało na podstawie kosztu kapitału obcego filii/oddziału, a 6,3% na podstawie kosztu kapitału obcego przedsiębiorstwa macierzystego (rys. 2). Jest to rozwiązanie niepoprawne metodycznie, a warto zwrócić uwagę, że wyniki badań przeprowadzonych wśród amerykańskich przedsiębiorstw wielonarodowych pozwalają sformułować jeszcze bardziej niepokojące wnioski. Badanie autorstwa Shao i Shao wykazało, że

koszt kapitału obcego był najczęściej stosowaną i jedyną stopą dyskontową u 41% respondentów [Shao, Shao 1993].



Objaśnienia i uwagi: Odpowiedzi nie sumują się do 100%, ponieważ respondenci mogli wskazać więcej niż jedną odpowiedź.

Rys. 2. Sposób szacowania stopy dyskonta w ocenie opłacalności inwestycji zagranicznej ($N = 79$)

Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników badań.

Niestety, najczęściej stosowanym przez polskich inwestorów sposobem wyznaczania stopy dyskonta w ocenie projektów zagranicznych była stopa oparta na subiektywnej ocenie (36,7%) (rys. 2). Wniosek ten znacznie odbiega od wyników badań przeprowadzonych wśród amerykańskich przedsiębiorstw wielonarodowych, gdzie dominuje średnioważony koszt kapitału [Buckley 2002, s. 154]. Wskazania dotyczące subiektywnej oceny stopy dyskontowej charakteryzowały się niskim (5-10%) odsetkiem⁸. W przypadku polskich inwestorów pewnym wytłumaczeniem zaistniałej sytuacji może być fakt, że badaniem zostały objęte także małe i średnie przedsiębiorstwa, które rzadziej niż wielkie korporacje dysponują odpowiednio wykwalifikowanymi specjalistami w zakresie skomplikowanych rachunków związanych z wyznaczaniem stopy dyskonta. Prezentowane wyniki z areny amerykańskiej dotyczą przedsiębiorstw dużych, najczęściej znajdujących się na liście Fortune 500, co może tłumaczyć rzadsze kierowanie się intuicją w wyznaczaniu stopy dyskonta w budżetowaniu międzynarodowym.

⁸ Jedynie w badaniu autorstwa V.B. Bavishiego 30% badanych podmiotów stosowało ocenę subiektywną jako sposób szacowania stopy dyskontowej. Warto jednak zauważyć, że w przytoczonym badaniu respondenci mieli do wyboru tylko dwa wskazania, tj. średnioważony koszt kapitału i doświadczenie/ocenę subiektywną. Zob. [Bavishi 1981].

Tabela 4. Porównanie stosowanych przez polskich inwestorów metod szacowania dochodów z inwestycji i stopy dyskontowej ($N = 57$)

Dochód	Stopa dyskontowa									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1	I CAPM	WACC PM	WACC F/O	KKW PM	KKW F/O	KKO PM	KKO F/O	RRF	Ocena subiek.	inne
2		2		1				2	6	
3				3	1	1	1		5	
4	1	4	1	3	3	1		2	10	
5			1	1	1				6	
6		3	2	3	2	1		2	4	
7				1	1			1	1	
8		2	1		2				1	
9				3	1				2	
10										
11				1						
12								1	2	
13										

Objaśnienia i uwagi: Odpowiedzi nie sumują się do 100%, ponieważ respondenci mogli wskazać więcej niż jedną odpowiedź.

I CAPM – międzynarodowy CAPM (International CAPM), WACC PM – średnioważony koszt kapitału przedsiębiorstwa macierzystego, WACC F/O – średnioważony koszt kapitału filii/oddziału, KKW PM – koszt kapitału własnego przedsiębiorstwa macierzystego, KKW F/O – koszt kapitału własnego filii/oddziału, KKO PM – koszt kapitału obcego przedsiębiorstwa macierzystego, KKO F/M – koszt kapitału obcego filii/oddziału, RRF – stopa wolna od ryzyka z premią, Ocena subiek. – doświadczenie/ocena subiektywna.

Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników badań.

Na drugim miejscu polscy inwestorzy uplasowali koszt kapitału własnego przedsiębiorstwa macierzystego jako podstawę wyznaczania stopy dyskonta (30,4%). Na trzecim znalazł się koszt kapitału własnego filii/oddziału (17,7%). I na tym samym miejscu uplasował się średnioważony koszt kapitału przedsiębiorstwa macierzystego. Natomiast średnioważony koszt kapitału filii/oddziału uzyskał 11,4% wskazań.

Analiza powyższych wykresów wskazuje na dużą różnorodność metod szacowania dochodów oraz stopy dyskontowej stosowanych przez polskich inwestorów. Metodyczna poprawność budżetowania międzynarodowego wymaga odpowiedniego dopasowania tych metod (zob. tab. 3). Tabela 4 prezentuje stosowany przez polskich inwestorów dobór metod szacowania dochodów z inwestycji i przynależnej im stopy dyskontowej.

W tabeli 4 pola zaznaczone szarym kolorem prezentują wskazania badanych podmiotów niezgodne z zasadami budżetowania międzynarodowego. Oznacza to, że 37% wskazanych sposobów doboru metody szacowania dochodów i stopy dyskonta było niepoprawnych metodycznie. Najczęściej nieprawidłowości te dotyczyły braku konsekwencji w wyborze waluty, w której rozliczano dochód (czy była to waluta kraju macierzystego, czy waluta kraju lokaty), oraz podmiotu, dla którego wyznaczano koszt kapitału (czy był to koszt kapitału przedsiębiorstwa macierzystego czy filii/oddziału). Kolejnym problemem przysparzającym kłopotów inwestorom był związek: rodzaj miernika dochodu a rodzaj kosztu kapitału. Inwestorzy rzadko stosują średnioważony koszt kapitału i niestety najczęściej dla dyskontowania dochodu wyznaczonego na bazie zysku netto, a tak wyznaczonemu dochodowi powinna „towarzyszyć” stopa dyskontowa wyznaczona jako koszt kapitału własnego.

Można by przyjąć, że odsetek prawidłowych wskazań (63%) sposobu dopasowania metod szacowania dochodów i stopy dyskonta powinien być oceniony pozytywnie. Jednakże bardziej szczegółowa analiza uzyskanego wyniku budzi pewne wątpliwości. Otóż wśród wskazań uznanych za prawidłowe tylko 23% dokładnie odpowiada zasadom doboru dochodów i stopy dyskonta zalecanym w metodyce budżetowania międzynarodowego, opisanym w tab. 3. Pozostałe prawidłowe wskazania (77%) dotyczyły wykorzystywania takich sposobów wyznaczania stopy dyskontowej, które mają charakter uniwersalny, tj. międzynarodowego CAPM, stopy wolnej od ryzyka z premią czy też stopy wyznaczonej na bazie doświadczenia przez subiektywną ocenę.

5. Wnioski

Ogólna konkluzja płynąca z analizy zaprezentowanych wyników badań nie napawa optymizmem. Wysoki odsetek polskich inwestorów stosuje niepoprawne kryteria oceny efektywności inwestycji zagranicznych. Skłaniają się oni do rozwiązań uproszczonych, a w sytuacji, gdy sięgają po bardziej wyrafinowane narzędzia, ich

prawidłowe zastosowanie przysparza im wielu trudności. Czy może uspokajać nas fakt, że w przedsiębiorstwach wielonarodowych z krajów wyżej rozwiniętych sytuacja wygląda podobnie?

Literatura

- Bavishi V.B., *Capital budgeting practices at multinationals*, „Management Accounting” 1981, August.
- Brigham E.F., Houston J.F., *Podstawy zarządzania finansami. Tom II*, PWE, Warszawa 2005, s. 97.
- Buckley A., Buckley P., Langevin P., Tse K.L., *The financial analysis of foreign investment decisions by large UK-based companies*, „European Journal of Finance” 1996 t. 2, nr 2.
- Buckley A., *Inwestycje zagraniczne. Składniki wartości i ocena*, PWN, Warszawa 2002.
- Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje. Instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- Jaworek M., Szóstek A., *Efektywność bezpośrednich inwestycji zagranicznych polskich przedsiębiorstw*, [w:] *Efektywność źródłem bogactwa narodów*, red. T. Dudycz, w druku.
- Jaworek M., Szóstek A., *Ocena efektywności bezpośrednich inwestycji zagranicznych*, [w:] *Bezpośrednie inwestycje zagraniczne polskich przedsiębiorstw*, red. W. Karaszewski, w druku.
- Jaworek M., Szóstek A., *Ocena efektywności polskich inwestycji zagranicznych – wyniki badań*, [w:] *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, red. B. Bernaś, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 1200, AE, Wrocław 2008.
- Kim S.H., Farragher E.J., Crick T., *Foreign capital budgeting practices used by the US and non-US multinational companies*, „The Engineering Economist” 1984 nr 3.
- Oblak D.J., Helm R.J., *Survey and analysis of capital budgeting methods used by multinationals*, „Financial Management” 1980, Winter.
- Shao L.P., Shao A.T., *Capital budgeting practices employed by European affiliates of US transnational companies*, „Journal of Multinational Financial Management” 1993 nr 1-2.
- Shao L.P., Shao A.T., *Risk analysis and capital budgeting techniques of US multinational enterprises*, „Managerial Finance” 1996 nr 1.
- Stanley M.T., Block S.B., *An empirical study of management and financial variables influencing capital budgeting decisions for multinational companies in the 1980s*, „Management International Review” 1983 nr 3.
- Stonehill A., Natanson L., *Capital budgeting and the multinational corporation*, „California Management Review” 1968.
- Wicks Kelly M.E., Philippatos G.C., *Comparative analysis of the foreign investment evaluation practices by US-based manufacturing multinational companies*, „Journal of International Business Studies” 1982 nr 3.
- Zarzecki D., *Teoria i praktyka metod dochodowych w wycenie przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 1998.

THE APPRAISAL OF EFFECTIVENESS OF POLISH FOREIGN DIRECT INVESTMENTS – CONCLUSIONS ON THE RESEARCH RESULTS

Summary

The purpose of this paper is to present the issues of international budgeting conducted by Polish companies. Evaluation of effectiveness of foreign investments as well as domestic investments consists of estimation of incremental cash flows generated by the project. It must also take into account factors characteristic for international activities. Investors preparing economic evaluation of foreign investment use different financial measures expressed both in local and home currency. In order to follow the methodological correctness, they should estimate discount rate compliant with the chosen method of profit estimation. This paper presents results of research on executing this rule by Polish investors.