

Małgorzata Jaworek, Aneta Szóstek

Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu

OCENA EFEKTYWNOŚCI POLSKICH INWESTYCJI ZAGRANICZNYCH – WYNIKI BADAŃ*

1. Wstęp

Bezpośrednie inwestycje zagraniczne (BIZ) swoim zasięgiem obejmują niemalże cały świat, są w związku z tym niezwykle ciekawym obszarem badań i analiz zarówno dla teoretyków, jak i praktyków. W polskiej i zagranicznej literaturze przedmiotu można znaleźć liczne publikacje poruszające zagadnienia dotyczące teorii, motywów podejmowania tych inwestycji, a także efektów, które generują w krajach lokaty. Jest także sporo prac opisujących metody budżetowania kapitałowego stosowane w amerykańskich czy brytyjskich korporacjach wielonarodowych¹. Brakuje jednak publikacji opisujących metody stosowane przez polskie przedsiębiorstwa podejmujące działalność międzynarodową.

W tym miejscu warto zwrócić uwagę na to, że ocena efektywności inwestycji zagranicznej jest ściśle związana z formą BIZ. Przy inwestycjach typu *greenfield*

* 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 Uniwersytetu Mikołaja Kopernika przez Anetę Szóstek i Małgorzatę Jaworek. Zostało nim objętych 507 przedsiębiorstw zarejestrowanych w Polsce, które podjęły bezpośrednią inwestycję zagraniczną. Przedsiębiorstwa te tworzą zbiorowość generalną. Badanie zostało przeprowadzone przez odpowiednio przygotowanych ankietatorów za pomocą kwestionariusza ankietowego wśród dyrektorów finansowych. Uzyskano łącznie 75 prawidłowo wypełnionych kwestionariuszy, co stanowi zwrotność na poziomie 14,79%. Analizie nie poddano wpływu wielkości przedsiębiorstwa, poziomu dotychczasowego zaangażowania w działalność zagraniczną, czasu działania na rynkach zagranicznych i innych zmiennych na jakość technik stosowanych w ocenie opłacalności inwestycji zagranicznych. Ponadto uzyskane za pomocą kwestionariusza ankietowego informacje opracowano w taki sposób, że za podstawę przyjęto liczbę odpowiedzi udzielonych na dane pytanie. Brak odpowiedzi traktowany był tak, jakby pytanie nie dotyczyło danego respondenta. Taki sposób może wywoływać pewnego rodzaju obawy, jednak ustalenie intencji respondentów, którzy nie udzielili odpowiedzi w danym zakresie, było niemożliwe.

¹ Zob. [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; Shao, Shao 1996, s. 41-57].

ocena opłacalności sprowadza się w zasadzie do oceny, jaką przeprowadza się dla zwykłych projektów inwestycyjnych, przy uwzględnieniu problemów, jakie mogą wystąpić w związku z ich międzynarodowym charakterem. Dokonując oceny takiego przedsięwzięcia, należy wziąć pod uwagę jedynie przyrostowe strumienie pieniężne² dostępne podmiotowi podejmującemu inwestycję. W przypadku inwestycji typu *brownfield*, związanej z przejściem istniejącego zagranicznego przedsiębiorstwa, obok problemów występujących przy inwestycjach podejmowanych od podstaw, należy uwzględnić dodatkowo efekty synergii będące skutkiem przeprowadzonego przedsięwzięcia.

W literaturze przedmiotu jest wiele niejasności co do kolejności kalkulacji zmiennych niezbędnych do oszacowania wartości bieżącej netto ocenianego zagranicznego projektu inwestycyjnego. Obliczając wartość bieżącą netto takiego projektu, można użyć kilka wariantów, jednak wskazuje się, że najlepszą metodą budżetowania kapitałowego jest metoda przedstawiona poniżej. Rozpoczyna się ona od oszacowania nominalnych przepływów pieniężnych netto po opodatkowaniu, wyrażonych w walucie kraju lokaty. Następnie przepływy te przeliczane są na walutę przedsiębiorstwa macierzystego, z uwzględnieniem opodatkowania lokalnego i dotyczącego bezpośrednio firmy macierzystej. Konwersja wymaga określenia przyszłych kursów walutowych dla wszystkich lat na podstawie różnic w inflacji lub skorygowanych, dla wyrażenia odchyłeń od trendu wyznaczonego przez wzajemną relację inflacji w obu krajach³. W następnej kolejności oblicza się wartość bieżącą netto⁴ (*net present value* – NPV) poprzez zdyskontowanie nominalnych strumieni pieniężnych za pomocą właściwej, nominalnej stopy dyskontowej skorygowanej o ryzyko.

2. Metody szacowania dochodów z inwestycji zagranicznej

Teoria w zakresie pomiaru wielkości w budżetowaniu międzynarodowym proponuje użycie strumieni netto dostępnych centrali, pomniejszonych o wszelkie podatki nałożone zarówno w kraju inwestowania, jak i w kraju, w którym znajduje się siedziba przedsiębiorstwa macierzystego [Buckley 2002]. W odniesieniu do

² Przyrostowe przepływy pieniężne odpowiadają zmianie łącznych przepływów pieniężnych przedsiębiorstwa, jaka nastąpiłaby jako bezpośredni efekt akceptacji projektu [Brigham, Houston 2005, s. 97].

³ Przykład przeliczenia strumieni pieniężnych w walucie obcej na walutę krajową znaleźć można w pracy [Czekaj, Dresler 2001, s. 264-267].

⁴ Wartość bieżąca netto jest bardzo użytecznym narzędziem analizy umożliwiającym ukazanie, o ile zwiększy się wartość przedsiębiorstwa w przypadku realizacji projektu inwestycyjnego. Warto dodać, że istnieje bezpośredni związek między NPV i EVA (ekonomiczna wartość dodana – *economic value added*, która jest nadwyżką wartości rynkowej nad jej wartością księgową) – NPV jest równe wartości obecnej przyszłej EVA projektu. Akceptacja projektów z dodatnim NPV powinna przełożyć się na dodatnie EVA i MVA. System motywacyjny, premiujący menedżerów tworzących dodatnią EVA, będzie sprzyjał używaniu metody NPV do podejmowania decyzji inwestycyjnych [Brigham, Houston 2005, s. 65].

przedsiębiorstw, które podjęły inwestycję zagraniczną w krajach, w których nie występują ograniczenia w wymienialności walut, kategoria ta została sklasyfikowana na czwartym miejscu (11% ankietowanych sklasyfikowała to kryterium jako pierwsze, 2% jako drugie).

Nieco inaczej kształtują się preferencje w wyborze metody szacowania dochodów z inwestycji w krajach, w których istnieją problemy z wymienialnością walut. Inwestorzy, którzy podjęli inwestycję zagraniczną w tych krajach, kładli większy nacisk na wpływy wyrażone w walutach przedsiębiorstw macierzystych. Kryterium sklasyfikowane jako pierwsze w tej grupie przedsiębiorstw (17%) wydaje się także najbardziej poprawne z punktu widzenia teorii (tab. 1).

Tabela 1. Metody szacowania wpływów w ocenie efektywności inwestycji zagranicznych

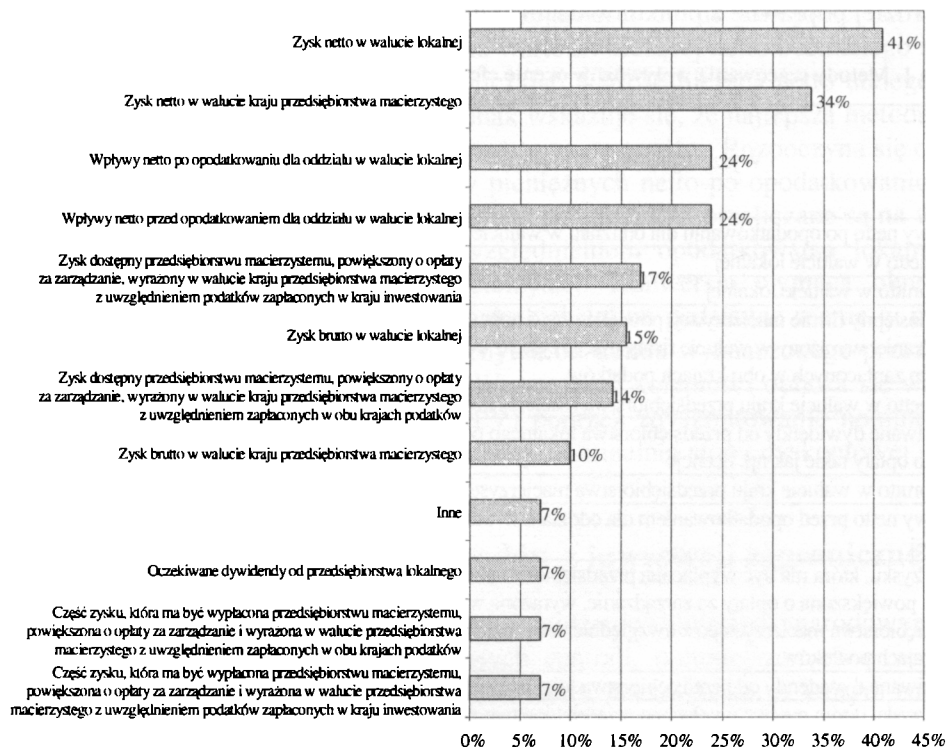
Wyszczególnienie	Kryterium sklasyfikowane jako pierwsze (w %)		Kryterium sklasyfikowane jako drugie (w %)	
	A	B	A	B
Wpływy netto po opodatkowaniu dla oddziału w walucie lokalnej	37	14	9	8
Zysk netto w walucie lokalnej	14	8	15	14
Zysk brutto w walucie lokalnej	13	9	3	3
Zysk dostępny firmie macierzystej, powiększony o opłaty za zarządzanie, wyrażony w walucie firmy macierzystej z uwzględnieniem zapłaconych w obu krajach podatków	11	17	2	-
Zysk netto w walucie kraju przedsiębiorstwa macierzystego	10	5	6	6
Oczekiwanie dywidendy od przedsiębiorstwa lokalnego powiększone o opłaty takie jak np. licencje	8	14	5	8
Zysk brutto w walucie kraju przedsiębiorstwa macierzystego	6	5	8	2
Wpływy netto przed opodatkowaniem dla oddziału w walucie lokalnej	6	3	5	3
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	4	5	2	3
Oczekiwanie dywidendy od przedsiębiorstwa lokalnego	3	5	3	3
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	3	9	3	2
Zysk dostępny przedsiębiorstwu macierzystemu, powiększony o opłaty za zarządzanie, wyrażony w walucie przedsiębiorstwa macierzystego z uwzględnieniem podatków zapłaconych w kraju inwestowania	3	5	3	5
Inne	5	5	4	-

A – Inwestycje w krajach, w których nie występują ograniczenia w wymienialności walut, B – Inwestycje w krajach, w których występują ograniczenia w wymienialności walut.

Odpowiedzi nie sumują się do 100%, ponieważ niektóre przedsiębiorstwa wskazały więcej niż jedną odpowiedź.

Źródło: [Buckley 2002, s. 157, 158].

Analiza wyników badań przeprowadzonych wśród polskich przedsiębiorstw działających na arenie międzynarodowej daje podstawy do wnioskowania o pewnym rozdziewku między zaleceniami teorii a postępowaniem praktyków. Najwięcej ankietowanych wskazało zysk netto kraju lokaty jako sposób szacowania dochodu w ocenie opłacalności inwestycji zagranicznej (41%). Na kolejnym miejscu respondenci uplasowali zysk netto w walucie kraju przedsiębiorstwa macierzystego (34%). Na trzecim miejsce 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%).



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

Rys. 1. Sposób szacowania dochodów w ocenie opłacalności bezpośrednich inwestycji zagranicznych (N = 72)
Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników badań.

Najmniej, bo zaledwie po 7% ankietowanych przedsiębiorstw, wskazało na następujące warianty dochodu: część zysku, która ma być wypłacona przedsiębiorstwu macierzystemu, powiększona o opłaty za zarządzanie, wyrażona w walucie kraju 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 kraju przedsię-

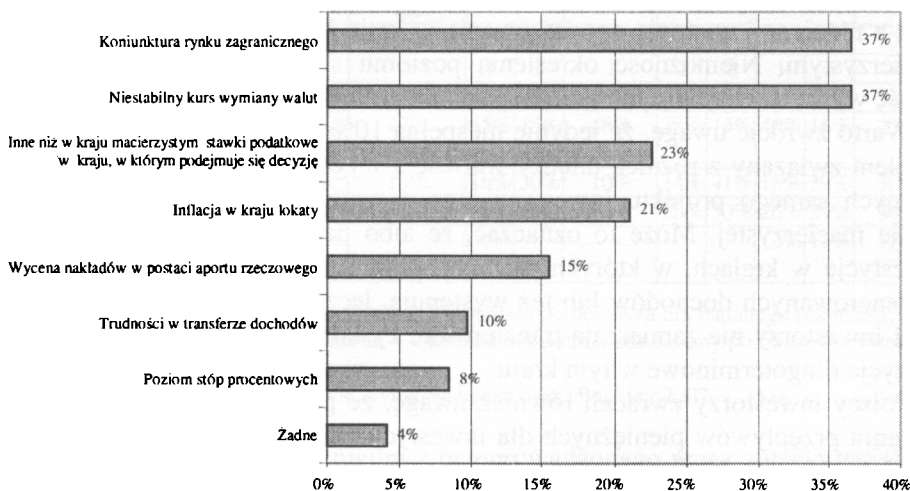
biorstwa macierzystego z uwzględnieniem podatków zapłaconych w kraju inwestowania oraz oczekiwane dywidendy od przedsiębiorstwa lokalnego.

3. Trudności w ocenie efektywności inwestycji zagranicznych

Budżetowanie międzynarodowe pociąga za sobą wiele problemów, które zostały usystematyzowane przez Buckleya w następujący sposób [Buckley 2002, s. 143 i nast.]:

- zachodzi różnica między przepływami samego projektu inwestycyjnego a przepływami dostępnymi firmie macierzystej,
- część nakładów firmy macierzystej ma postać aportu rzeczowego,
- oczekuje się, że kurs wymiany walut będzie stabilny w okresie realizacji inwestycji,
- inne są stawki podatkowe w kraju, w którym podejmuje się inwestycję, a inne w kraju, w którym znajduje się siedziba firmy inwestującej,
- istotną rolę odgrywają opłaty licencyjne i opłaty za zarządzanie,
- nie ma możliwości przekazania firmie macierzystej wszystkich strumieni pieniężnych pochodzących z realizacji projektu⁵.

W omawianym badaniu wymieniony katalog trudności poddano ocenie polskich inwestorów. Uzyskane wyniki zaprezentowano na rys. 2.



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

Rys. 2. Trudności, które odegrały istotną rolę w budżetowaniu inwestycji zagranicznych (N = 71)
Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników badań.

⁵ Szerzej na temat trudności związanych z przygotowaniem preliminarza dla inwestycji zagranicznych autorki piszą w [Jaworek 2007, s. 68-71; Szóstek 2007, s. 89-92].

Niespełna 37% badanych respondentów wskazało, że podczas przygotowywania budżetu inwestycji zagranicznej największe trudności przysparzają im zmiany koniunktury rynku zagranicznego oraz niestabilny kurs wymiany walut.

Zmiany koniunktury mogą być istotnym zagrożeniem dla inwestora, gdyż powstanie nowego podmiotu za granicą często istotnie wpływa na sytuację innych oddziałów funkcjonujących już w ramach inwestującego przedsiębiorstwa. Wpływ ten może ujawniać się np. zmianami wartości sprzedaży tychże oddziałów.

Niestabilny kurs wymiany walut natomiast uniemożliwia przeliczenie przepływów pieniężnych wyliczonych w walucie kraju inwestycji na wartości wyrażone w walucie kraju macierzystego. Nie byłoby problemu, gdyby kursy wymiany walut pozostawały w równowadze ze zmianami inflacji, a wpływy i wydatki z tytułu inwestycji w kolejnych latach podążały za ogólnym poziomem cen w kraju inwestowania. Sytuacja taka jednak może występować jedynie w założeniach, w praktyce nie jest to realne. Ponadto prognozy przyszłych kursów walut oparte są na projekcjach stóp inflacji (15,5% respondentów wskazywało na trudności związane z oszacowaniem stopy inflacji w kraju lokaty), które praktycznie odzwierciedlają przewidywania dotyczące długookresowego trendu. W krótszych okresach kursy walut wahają się w sposób nieregularny na skutek różnych czynników (także działań ochronnych rządów) i dopiero w długim okresie powracają do trendu wyznaczonego przez inflację.

W następnej kolejności respondenci (ok. 23%) wskazywali na trudności związane z różnicami w stopie opodatkowania w kraju lokaty w porównaniu z krajem macierzystym. Niemożność określenia poziomu stóp podatkowych wpływa na jakości wyliczeń dotyczących przepływów pieniężnych projektu w ujęciu netto.

Warto zwrócić uwagę, że jedynie niespełna 10% polskich inwestorów zauważa problem związany z różnicą między wartością wygenerowanych przepływów pieniężnych samego projektu inwestycyjnego a wartością przepływów dostępnych firmie macierzystej. Może to oznaczać, że albo badani inwestorzy podejmowali inwestycje w krajach, w których nie występują ograniczenia dotyczące transferu wygenerowanych dochodów lub też występują, lecz efekt ich jest nieodczuwalny, gdyż inwestorzy nie zamierzają transferować zysków, lecz stale angażują je w inwestycje długoterminowe w tym kraju.

Polscy inwestorzy zwracali również uwagę, że poważną trudnością w prognozowaniu przepływów pieniężnych dla inwestycji realizowanej za granicą jest prognoza sprzedaży w zakresie struktury i wolumenu sprzedaży. Jest to szczególnie dotkliwe we wspomnianym przypadku, gdy realizacja inwestycji powoduje zmiany w sytuacji już istniejących oddziałów.

Równie ciekawe jest spostrzeżenie, że ponad 4% respondentów nie identyfikuje żadnych problemów z budżetowaniem inwestycji zagranicznych.

4. Metody oceny efektywności inwestycji zagranicznych

Wyniki badań przeprowadzonych wśród polskich inwestorów potwierdzają tezę sformułowaną przez Buckleya, że w ostatnich latach wyraźne jest zahamowanie tendencji do wykorzystywania bardziej wyrafinowanych metod oceny efektywności [Buckley 2002, s. 152]. Poczynając od wyników badań Kim, Farraghera i Cricka, przeprowadzonych w 1984 r., można zauważyć malejący odsetek respondentów wskazujących, że wykorzystują oni metody dyskontowe do oceny swoich projektów. W badaniu Shao i Shao [1993] jako podstawowe stosowało te metody w sumie 52% badanych przedsiębiorstw, w badaniu Shao i Shao [1996] – 56%, a w badaniu autorki artykułu – 55% polskich przedsiębiorstw. Można jednak dostrzec większe zainteresowanie respondentów metodami prostymi. W pierwszym badaniu Shao i Shao proste metody oceny projektów stosowało 45%, w drugim – 41%, a w badaniu autorki – aż 64%⁶ (tab. 2).

Tabela 2. Wyniki najważniejszych studiów nad metodami oceny inwestycji w firmach wielonarodowych

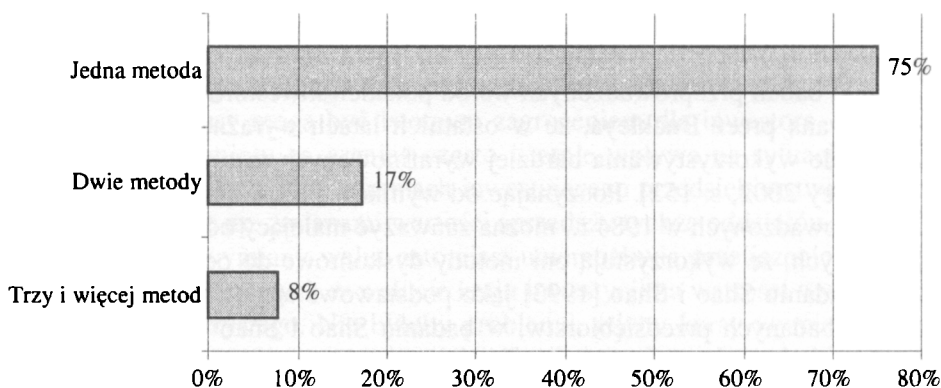
Wyszczególnienie	Autorzy											
	Oblak i Helm		Bavishi	Wicks Kelly i Philippatos	Stanley i Block		Kim, Farragher i Crick	Shao i Shao		Shao i Shao	Jaworek i Szóstek	
Data publikacji	1980		1981	1982	1983		1984	1993		1996	2007	
Metoda	1	2	4	5	1	3	1	1	3	1	3	4
Księgowa stopa zwrotu	14%	33%	63%	31%	11%	15%	15%	17%	6%	15%	5%	30%
Wewnętrzna stopa zwrotu	60%	21%	69%	47%	65%	15%	48%	38%	14%	40%	16%	25%
Wartość obecna netto	14%	36%	40%	13%	16%	30%	10%	14%	41%	16%	39%	30%
Okres zwrotu	10%	62%	76%	22%	5%	38%	21%	28%	30%	26%	29%	34%
Inne metody dyskontowe	2%	12%	10%							2%	10%	12%

1 – metoda podstawowa dla badanego podmiotu; 2 – metoda pomocnicza dla badanego podmiotu; 3 – metoda drugorzędna dla badanego podmiotu; 4 – metoda używana przez badany podmiot; 5 – metoda oceniona jako ważna przez badany podmiot.

Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników badań oraz [Buckley 2002, s. 153].

Przyglądając się dalszym wynikom z przeprowadzonego przez autorki badania, możemy znaleźć argumenty potwierdzające powyższą tezę. Otóż 75% badanych polskich inwestorów, którzy deklarowali, że stosują metody oceny efektywności inwestycji, stosują tylko jedną metodę. Niewiele ponad 17% stosuje dwie metody, pozostali trzy lub więcej (rys. 3).

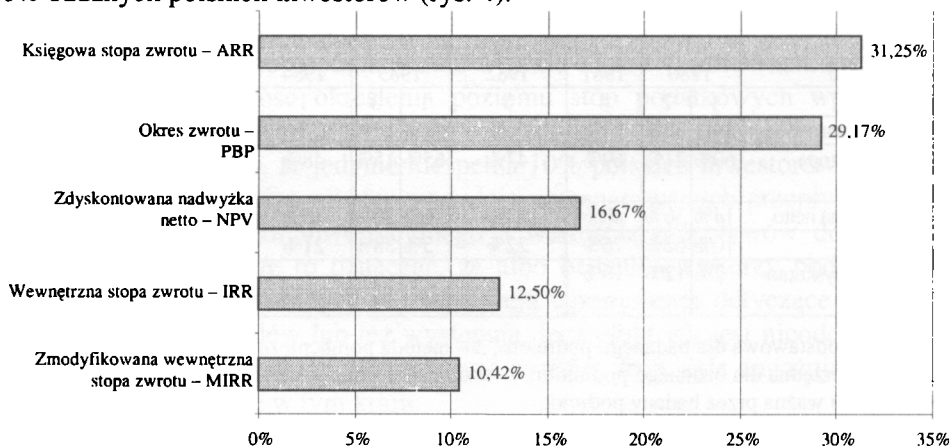
⁶ Warto zwrócić uwagę, że 4,5% badanych polskich inwestorów odpowiedziało, że nie stosuje żadnej metody oceny projektów inwestycyjnych.



Rys. 3. Liczba metod oceny efektywności inwestycji zagranicznych stosowanych przez polskich inwestorów (N = 64)

Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników badania.

Wśród tych respondentów, którzy stosują tylko jedną metodę oceny efektywności inwestycji zagranicznych, aż 31% stosuje w tym celu księgową stopę zwrotu i aż 29% okres zwrotu. Zatem proste metody oceny efektywności stosuje w sumie 60% badanych polskich inwestorów (rys. 4).



Rys. 4. Stosowane przez polskich inwestorów metody oceny inwestycji zagranicznych w przypadku, gdy wykorzystują w tym celu tylko jedną metodę (N = 48)

Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników badań.

Natomiast aż 55% respondentów, którzy odpowiadali, że stosują dwie metody oceny projektów inwestycji zagranicznych, wskazywało, że są to metody dyskontowe, tj. zdyskontowana nadwyżka netto i wewnętrzna stopa zwrotu. Niewiele ponad 27% stosuje jedynie metody proste, tj. księgową stopę zwrotu i okres zwrotu. Pozostali wykorzystują kombinacje mieszane, tzn. jedną metodę prostą i jedną dyskontową.

5. Kalkulacja stopy dyskontowej w ocenie opłacalności inwestycji zagranicznej

W tab. 3 przedstawiono sposoby kalkulacji stopy dyskonta w budżetowaniu międzynarodowym, stosowane przez amerykańskie korporacje międzynarodowe (z wyjątkiem ostatniej kolumny). Na uwagę zasługuje fakt, że znaczny odsetek przedsiębiorstw jako graniczną stopę zwrotu stosuje koszt kapitału obcego. Szczególnie widoczne jest to w badaniach autorstwa L.P. Shao, A.T. Shao, z których wynika, że taką opcję przyjęło 41% respondentów. Podkreślić należy, że jest to kryterium niepoprawne. W badaniach przeprowadzonych w latach wcześniejszych zdecydowanie dominował średnioważony koszt kapitału jako podstawa wyznaczania stopy dyskonta. Trudno wyciągnąć wnioski na temat stosowania przez przedsiębiorstwa kosztu kapitału własnego jako podstawy wyznaczania stopy dyskonta. Wyniki takie znajdują się w dwóch z sześciu prezentowanych badaniach. Wyniki pierwszego z nich wskazują, że 14% przebadanych w 1982 r. korporacji amerykańskich przyjęło koszt kapitału własnego za podstawę wyznaczania stopy dyskonta [Wicks Kelly, Philippatos 1982]. Drugie badanie, przeprowadzone w 1993 r., wskazywało, że wyboru tegoż kryterium dokonało 5% [Shao, Shao 1993].

Tabela 3. Kalkulacja stopy dyskontowej w budżetowaniu międzynarodowym

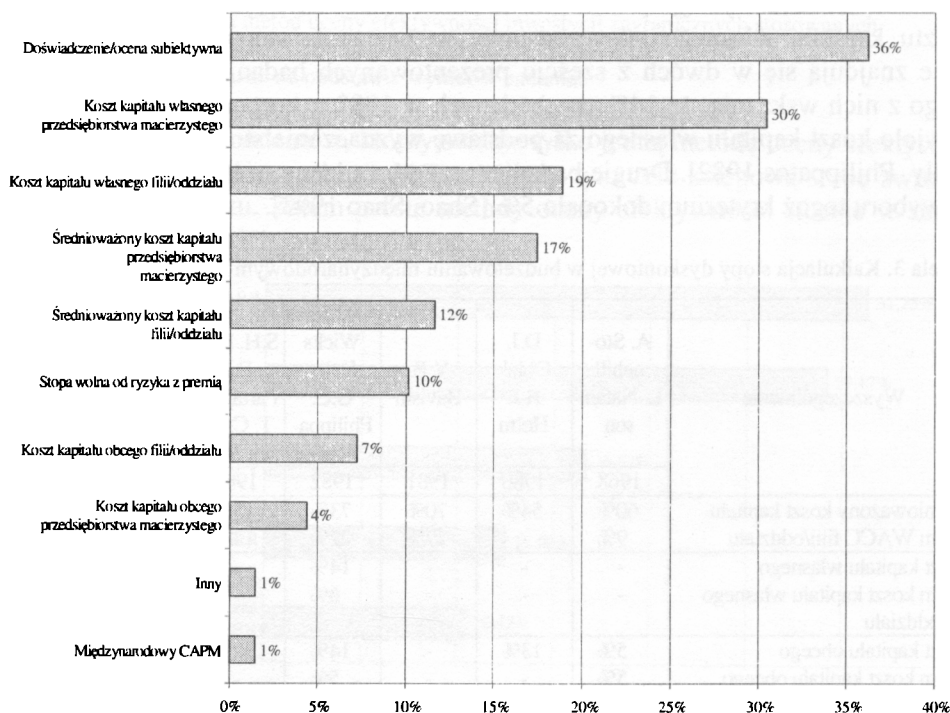
Wyszczególnienie	A. Stonchill L. Natanson	D.J. Oblak R.J. Helm	V.B. Bavishi	M.E. Wicks Kelly G.C. Philippatos	S.H. Kim E.J. Farragher T. Crick	L.P. Shao A.T. Shao	M. Jaworek A. Szóstek
	1968	1980	1981	1982	1984	1993	2007
Średnioważony koszt kapitału w tym WACC filii/oddziału	60% 9%	54% -	70% 27%	73% 22%	45% -	30%	29% 12%
Koszt kapitału własnego w tym koszt kapitału własnego filii/oddziału	- -	- -	- -	14% 6%	- -	5% -	49% 19%
Koszt kapitału obcego w tym koszt kapitału obcego filii/oddziału	5% 5%	13% -	- -	14% 5%	17% -	41% -	11% 7%
Stopa wolna od ryzyka z premią	-	9%	-	-	10%	10%	10%
Doświadczenie/ocena subiektywna	5%	5%	30%	-	10%	9%	36%
Stopa użytego źródła	7%	-	-	-	-	-	-

Znak (-) oznacza, że pytanie nie zostało zadane lub problem nie został poruszony.

Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników badań oraz [Buckley 2002, s. 157, 158].

Nieco odmiennie kształtują się wyniki z badań przeprowadzonych wśród polskich inwestorów (rys. 5). Najczęściej wskazywanym sposobem wyznaczania stopy dyskonta w ocenie projektów zagranicznych było stopa oparta na subiektywnej ocenie (36%).

Pewnym wytłumaczeniem zaistniałej sytuacji może być fakt, że badaniem objęto 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 z listy „Fortune 500”, co może tłumaczyć rzadsze kierowanie się intuicją w wyznaczaniu stopy dyskonta w budżetowaniu międzynarodowym. Na drugim miejscu polscy inwestorzy zagraniczni uplasowali koszt kapitału własnego przedsiębiorstwa macierzystego jako podstawę wyznaczania stopy dyskonta (30%). Na trzecim znalazł się koszt kapitału własnego filii/oddziału (19%). Kolejne miejsca zajął średnioważony koszt kapitału przedsiębiorstwa macierzystego (17%) oraz średnioważony koszt kapitału filii/oddziału (12%).



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

Rys. 5. Sposób szacowania stopy dyskonta w ocenie opłacalności inwestycji zagranicznej (N=69)
Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników badań.

6. Zakończenie

Jedną z dostępnych możliwości lokowania kapitału w gospodarce otwartej są inwestycje zagraniczne. Podobnie jak w przypadku inwestycji lokalnych, wybór wariantów inwestycyjnych powinien być oparty na kryterium teraźniejszej wartości

netto. W przypadku inwestycji zagranicznych pojawiają się dodatkowo trudności metodyczne i praktyczne dotyczące szacowania przepływów pieniężnych związanych z realizowanym przedsięwzięciem. Najczęściej wskazywanymi problemami wśród polskich inwestorów zagranicznych były koniunktura rynku zagranicznego oraz niestabilny kurs wymiany walut.

Warto zwrócić uwagę na to, że prawidłowa ocena inwestycji zagranicznej wymaga zastosowania odpowiedniego dochodu z takiej inwestycji oraz zastosowania właściwej stopy dyskontowej. W wielu przypadkach polscy inwestorzy nie zachowali owej spójności metodycznej, co mogło prowadzić do nieprawidłowej oceny projektu zagranicznego.

Dokonując oceny opłacalności inwestycji zagranicznych, polskie przedsiębiorstwa używały wyłącznie jednej metody, w ramach której dominowały proste mierniki, tj. księgowa stopa zwrotu i okres zwrotu.

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.
- Buckley A., *Inwestycje zagraniczne. Składniki wartości i ocena*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- Czekaj J., Dresler Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- Jaworek M., *Ocena efektywności inwestycji zagranicznej*, [w:] W. Karaszewski (red.), *Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w budowaniu potencjału konkurencyjności przedsiębiorstw i regionów*, UMK, Toruń 2007.
- 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 no 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 no 1-2.
- Shao L.P., Shao A.T., *Risk Analysis and Capital Budgeting Techniques of US Multinational Enterprises*, „Managerial Finance” 1996 no 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 no 3.
- Stonehill A., Natanson L., *Capital Budgeting and the Multinational Corporation*, „California Management Review” 1968.
- Szóstek A., *Ryzyko bezpośrednich inwestycji zagranicznych – wybrane problemy*, [w:] W. Karaszewski (red.), *Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w budowaniu potencjału konkurencyjności przedsiębiorstw i regionów*, UMK, Toruń 2007.
- 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 no 3.

THE APPRAISAL OF POLISH FOREIGN DIRECT INVESTMENT – THE RESEARCH RESULTS

Summary

This paper discusses the issue of the appraisal of foreign direct investment projects undertaken by Polish investors. It deeply analyzes obstacles which Polish investors had to face starting the activity abroad. The article also presents the issues concerning an evaluation of incomes from the foreign investment, a discount rate or an application of measures of the projects effectiveness.