Eugeniusz Najlepszy

Strategie inwestycyjne przedsiębiorstw na rynku międzynarodowym

Celem niniejszego opracowania jest zarysowanie modelu strategii wykorzystywanej przez firmy zagraniczne (lub międzynarodowe) w procesie podejmowania bezpośrednich inwestycji międzynarodowych.

Na podstawie analizy dotychczasowych dyskusji teoretycznych i obserwacji praktycznych doświadczeń firm zagranicznych, działających głównie na terenie Europy Środkowej i Wschodniej spróbujemy dokonać pewnej syntezy wielu różnych czynników determinujących przebieg procesu strategicznego wyboru bezpośrednich inwestycji międzynarodowych. W tym celu, wykorzystamy tzw. eklektyczną teorię firmy międzynarodowej, konfrontując jej ustalenia z analizą ryzyka politycznego oraz z implikacjami dla procesu podejmowania decyzji inwestycyjnych w skali ponadnarodowej. Posłużymy się przy tym głównie metodą diagramów, za pomocą których będziemy starali się określić i wyjaśnić naturę głównych powiązań i relacji pomiędzy uwarunkowaniami i zmiennymi procesu strategicznego działania inwestorów międzynarodowych. Diagramy zostaną uzupełnione opisami i komentarzami interpretujacymi, w jaki sposób i dlaczego te właśnie czynniki determinują proces wyboru inwestycji międzynarodowych w kontekście źródeł przewagi strategicznej potencjalnego inwestora zagranicznego.

1. Model procesu wyboru bezpośrednich inwestycji międzynarodowych

Na podstawie dotychczasowych ustaleń teorii zachowania się inwestorów zagranicznych (firm międzynarodowych) oraz wstępnych obserwacji praktyki działań strategicznych podejmowanych przez przedsiębiorstwa zagraniczne operujące w Polsce oraz w innych krajach Europy Środkowej i Wschodniej można, jak wydaje się, wyodrębnić co najmniej trzy kluczowe warunki ekonomiczne, skłaniające

inwestorów zagranicznych do bezpośredniego inwestowania za granicą (na rynkach zewnętrznych).

Do takich warunków można zaliczyć:

- możliwość osiągnięcia komparatywnej przewagi nad innymi firmami ubiegającymi się o przychylność nabywców w wyniku posiadania specyficznych praw własności (patenty, licencje, *know-how*, programy zarządzania, wzory i znaki handlowe itp.);
- możliwość osiągania specyficznych korzyści w rezultacie wykorzystania lepszej lokalizacji inwestycji międzynarodowej (filii zagranicznej) w porównaniu z innymi, alternatywami inwestycyjnymi (niskie koszty transportu, siły roboczej, infrastruktury gospodarczej itp.);
- możliwość realizacji korzyści z tytułu internalizacji procesów produkcyjnych, kooperacyjnych i dystrybucyjnych w obrębie realizowanej sieci inwestycji międzynarodowych (filii zagranicznych) w różnych krajach świata.

Wszystkie wymienione tutaj warunki można byłoby nazywać również parametrami inwestowania międzynarodowego, ponieważ wywierają one raczej pasywny wpływ na realizację procesu wyboru strategicznego. Nie rozstrzygają one wprost o potrzebie działalności inwestycyjnej za granicą, ale w sposób pozytywny lub negatywny wpływają na przebieg i wynik procesu strategicznego wyboru.

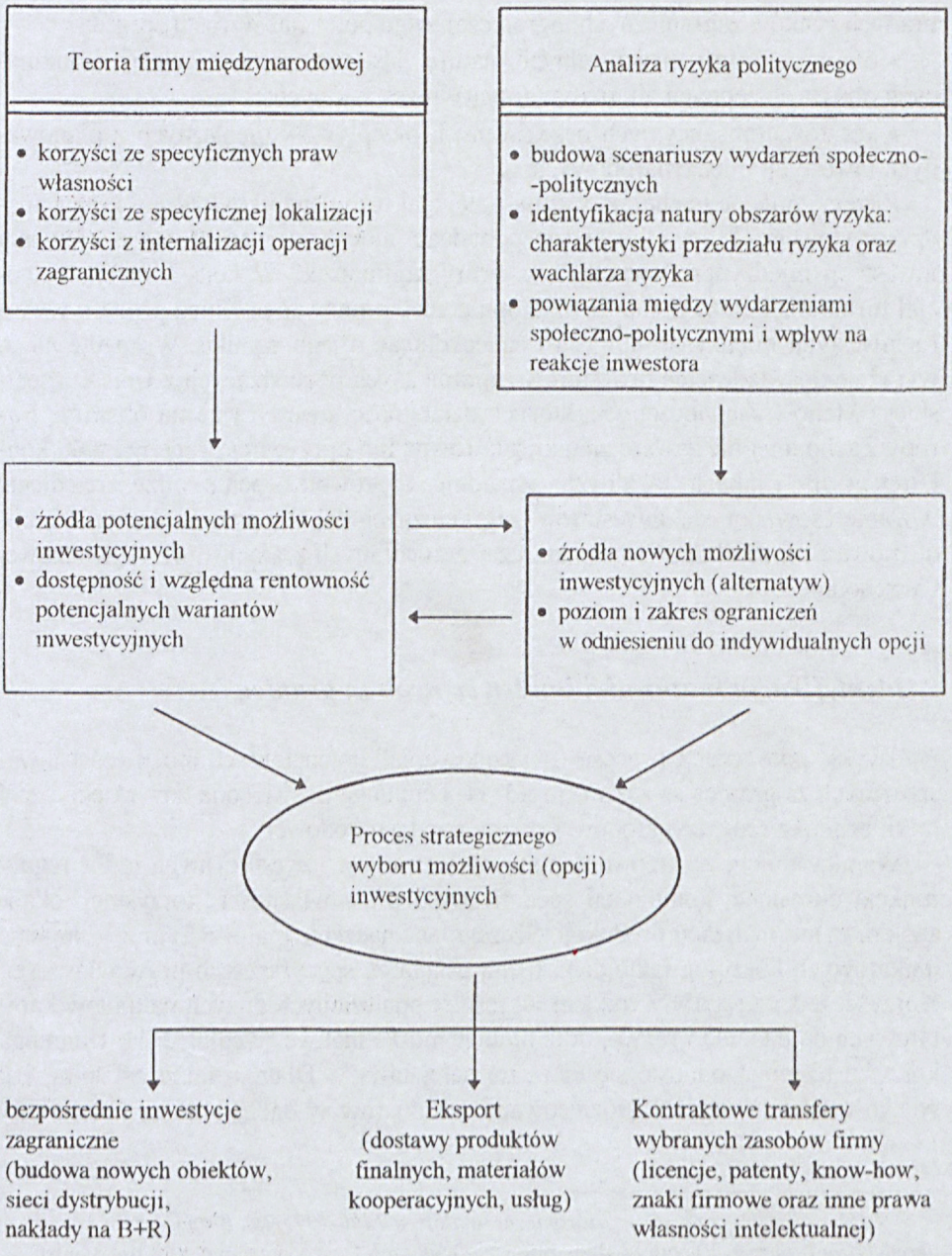
Istotę procesu wyboru inwestycji międzynarodowych w sposób schematyczny ilustruje rys. 1. Ujmuje on ogólny sposób analizy podstawowych uwarunkowań (parametrów) inwestowania oraz zmiennych (celów) procesu wyboru strategicznego.

W przypadku inwestorów zagranicznych skłonność do rozpoczęcia inwestowania jest związana przede wszystkim z możliwościami spełnienia większości tych warunków po uwzględnieniu istotnych ograniczeń, które oddziałują hamująco. Menedżerowie firmy zagranicznej muszą przede wszystkim upewnić się, czy i na ile możliwe warianty inwestycyjne są w stanie sprostać niezbędnym warunkom ekonomicznym i zapewnić pożądane efekty operacyjne w wyniku przewagi strategicznej. Przy braku możliwości wypełnienia tych warunków, firmy międzynarodowe z reguły wstrzymują się od działań aktywizujących proces inwestowania za granicą ze względu na niemożność osiągnięcia korzystnych wyników. Jeśli możliwości osiągnięcia tych warunków są wystarczające (korzyści z praw własności, lokalizacji i internalizacji produkcji) dla danego wariantu inwestycyjnego, firma zagraniczna przystępuje do kolejnego etapu analizy strategicznej – badania ryzyka politycznego.

Ocena ryzyka politycznego obejmuje przede wszystkim takie czynniki, które wyzwalają działanie strategiczne i wpływają pozytywnie na gotowość zapoczątkowania procesu wyboru inwestycji międzynarodowej. Są to przede wszystkim:

- zdolność identyfikacji możliwości inwestycji zagranicznej;
- określenie dopuszczalnych wariantów inwestycyjnych;

- efektywność przygotowanych projektów inwestycyjnych;
- organizacyjno-prawne formy inwestycji zagranicznej.



Rys. 1.1. ***Model strategicznej analizy podstawowych warunków i zmiennych procesu wyboru inwestycji zagranicznych***

Analiza ryzyka politycznego jest zsyntetyzowana wokół trzech podstawowych zmiennych (ograniczeń) procesu strategicznego wyboru, a mianowicie:

- nieantycypowanej akcji rządów jako głównego źródła niedoskonałości wybranych rynków zagranicznych, ograniczającego potencjał wzrostu sprzedaży;
- ograniczeń infrastrukturalnych natury instytucjonalno-prawnej, redukujących obszar dostępnych alternatyw (opcji) inwestycyjnych;
- kosztów transakcyjnych oczekiwanych przepływów pieniężnych z planowanych inwestycji międzynarodowych.

Razem zmienne te charakteryzują potencjał turbulencji środowiska rynku międzynarodowego, który albo będzie pobudzać, albo hamować proces inicjowania inwestycji międzynarodowych przez firmy zagraniczne. W konsekwencji, potencjał turbulencji może w znacznym stopniu zdeterminować przebieg procesu wyboru inwestycji międzynarodowych i zadecydować o jego wyniku. Wskazuje na to wyraźnie doświadczenie inwestorów zagranicznych pochodzących z Unii Europejskiej i Stanów Zjednoczonych, których działalność inwestycyjna na obszarze Europy Zachodniej nie zawsze znajdowała równe lub uprzywilejowane warunki konkurencji na rynkach lokalnych. Znajduje to również pełne odzwierciedlenie w zainteresowaniu się inwestorów zagranicznych lokatami kapitałowymi i podemowaniem działalności gospodarczej w wybranych krajach Europy Środkowej i Wschodniej[1].

2. *Identyfikacja możliwości inwestycyjnych za granicą*

Niezwykle pomocne w procesie „wyszukiwania" potencjalnych możliwości inwestycyjnych za granicą są rozważania J. H. Dunninga poświęcone tzw. eklektycznej teorii produkcji międzynarodowej (firmy międzynarodowej)[2].

Wynika z nich, że kreowanie nowych wariantów inwestycyjnych jest z reguły funkcją określonej kombinacji specyficznych praw własności, korzystnej lokalizacji oraz internalizacji produkcji. Szczególne znaczenie ma przy tym zrozumienie unikatowych korzyści, jakie dana firma osiąga ze specyficznych praw własności. Korzyści te są z reguły wynikiem wcześniej poniesionych dużych nakładów kapitałowych na badania i rozwój oraz funkcje marketingowe. Według J. H. Dunninga korzyści te mogą odnosić się także do całej branży. Dlatego takie czynniki, jak wielkość rynku i stopień zróżnicowania produktów w danej branży, będą miały

[1] Z. Chrupek, *Inwestycje zagraniczne w Polsce 1990-1995*, w: *Bezpośrednie inwestycje i kredyty zagraniczne*. Raport 18 Rady Strategii Społeczno-Gospodarczej przy Radzie Ministrów, Warszawa 1996, s. 28-32.

[2] D. H. Dunning, *Explaining changing patterns of international production: In defence of the eclectie theory*, „Oxford Bulletin of Economics and Statistics" November 1979, s. 265-295.

wpływ na względne korzyści ekonomiczne z tytułu posiadania specyficznych praw własności.

Z kolei ekonomiczne korzyści płynące ze specyficznej lokalizacji produkcji mogą być ujmowane w kategoriach bieżących oszczędności i przyszłych korzyści. Mogą one dotyczyć zarówno odrębnej firmy, danej branży produkcji, jak i całej gospodarki narodowej. Na korzyści potencjalnie płynące z przyszłej lokalizacji firmy za granicą będą składać się:

- korzyści z tytułu kosztów komparatywnych zgodnie z neoklasyczną teorią wymiany międzynarodowej,
- korzyści skali produkcji możliwej do osiągnięcia w wielozakładowej firmie międzynarodowej,
- korzyści płynące z oszczędności celno-podatkowych w rezultacie preferencji udzielanych przez administrację rządową dla wybranych branż.

Korzyści powstające ze specyficznej lokalizacji produkcji (filii zagranicznej przedsiębiorstwa) w danym kraju są często wynikiem prowadzonej przez rząd polityki przemysłowej w celu stworzenia atrakcyjnych warunków inwestowania. Obejmują one z reguły dodatkowe przywileje, ulgi celne i podatkowe, możliwości zatrudnienia menedżerów firmy macierzystej (inwestora zagranicznego), a nawet dostęp do „miękkich" lub subsydiowanych pożyczek lokalnych.

Planowane wejście Polski do Unii Europejskiej, na przykład, już obecnie prowadzi do „otwierania się" gospodarki polskiej dla napływających bezpośrednich inwestycji zagranicznych do branż dotychczas silnie „chronionych" przez administrację rządową. Bieżące i przewidywane w najbliższej przyszłości rozwiązania w sferze infrastruktury prawnej o charakterze liberalizacyjnym przyczyniają się do zwiększenia ekonomicznych korzyści z lokalizacji inwestycji zagranicznych w przedsiębiorstwach lub branżach o znaczeniu strategicznym, dzięki czemu następować może szybkie kumulowanie korzyści w bardzo szerokiej skali. Korzyści z lokalizacji inwestycji zagranicznych w tych branżach mogą być tym większe im słabsza jest tutaj konkurencja lokalnych przedsiębiorstw. Z reguły są to bowiem przedsiębiorstwa o zapóźnionej orientacji rynkowej, które nie posiadają wystarczających rezerw kapitałowych umożliwiających zastosowanie nowych technologii. Nie są one też w stanie dokonać szybkich zmian w strukturze produkcji odpowiednio do wymagań nabywców.

W dalszym etapie strategicznej analizy możliwości ekspansji zagranicznej inwestorzy (firmy międzynarodowej) będą dążyć do sprawdzenia opisanych wyżej warunków w celu identyfikacji dostępnych opcji inwestycyjnych począwszy od bezpośrednich inwestycji, deinwestycji, licencjonowania i wreszcie eksportu. W tym przypadku chodzi więc o uzyskanie takich kluczowych informacji, które umożliwiłyby:

- potwierdzenie, że dostrzegane możliwości wyboru rzeczywiście zapewniają osiągnięcie przewagi w zakresie specyficznych praw własności, lokalizacji i internalizacji produkcji nad konkurencyjnymi firmami;

• ocenę przyszłych kosztów transakcyjnych związanych z urzeczywistnieniem każdej z dostępnych opcji międzynarodowych inwestycji, w porównaniu z kosztami transakcyjnymi operacji wewnętrznych (kraju siedziby inwestora zagranicznego).

Niewątpliwie brak widocznych korzyści z lokalizacji i internalizacji produkcji musi skłaniać inwestorów raczej do wyboru licencjonowania lub innej formy kontraktowego transferu zasobów firmy. Z kolei brak bezpośrednich korzyści z lokalizacji inwestycji (poza oczywiście korzyściami ze specyficznych praw własności i internalizacji) przemawiać będzie za rozwijaniem eksportu. Dopiero zatem potwierdzenie możliwości osiągnięcia wszystkich trzech wyodrębnionych tutaj przewag strategicznych, a zatem korzyści z posiadanych specyficznych praw własności, korzyści ze specyficznej lokalizacji i internalizacji operacji zagranicznych, otwiera drogę do wyboru bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Te same warunki selekcji odnoszą się również do już prowadzonej działalności operacyjnej w filiach zagranicznych należących do inwestora zagranicznego. Rosnące trudności w utrzymaniu lub szybka utrata dotychczas posiadanych przewag w zakresie specyficznych praw własności, lokalizacji i internalizacji będą skłaniały inwestora zagranicznego do szybkiego wycofywania zaangażowanego kapitału (deinwestycji) z istniejących filii zagranicznych.

Inwestycje bezpośrednie oraz kontraktowe formy transferu zasobów mogą dzielić się na wiele subopcji w zależności od struktury własności (struktury kapitałowej) i sposobu „wejścia" na rynki zagraniczne. Subopcje mogą obejmować zakupy „mniejszościowych" pakietów udziałów, różne formy *joint-ventures*, w zależności od preferencji partnera czy wreszcie nabycie 100% pakietu udziałów własnościowych. Udział procentowy inwestora w kapitale spółki zagranicznej na ogół wiązany jest z potrzebą utrzymania efektywnej kontroli nad zarządzanymi aktywami majątkowymi. Nie zawsze inwestor zagraniczny musi dążyć do uzyskania 100% udziału w kapitale danej spółki zagranicznej. Wystarczy bowiem, aby zakupiony przez inwestora zagranicznego pakiet udziałów w spółce zagranicznej pozwalał na osiągnięcie korzyści z tytułu posiadanej przewagi w specyficznych prawach własności, lokalizacji i internalizacji produkcji.

W przypadku subopcji inwestycji zagranicznej związanej ze sposobem „wejścia" na dany rynek zagraniczny, wybór może sprowadzać się albo do budowy całkowicie nowego zakładu produkcyjnego (*greenfield building*), albo do zakupu istotnych części już istniejącego przedsiębiorstwa. Również w tym przypadku wybór jednej z dopuszczalnych subopcji przez inwestora zagranicznego będzie uzależniony od możliwości wykorzystania posiadanych przewag w zakresie specyficznych praw własności, lokalizacji i internalizacji produkcji. Wybór posiadanej subopcji może być jednak istotnie ograniczony na skutek interwencji administracji rządowej w zakresie obowiązującej procedury nabywania przez inwestorów zagranicznych praw majątkowych.

3. Ocena efektywności projektów inwestycji zagranicznych

W kolejnym etapie procesu strategicznego wyboru inwestycji międzynarodowych inwestor musi przystąpić do oceny efektywności ekonomicznej zestawu możliwych wariantów inwestycji zagranicznych wyodrębnionych na podstawie wcześniej przedstawionych kryteriów. Wyłonione zatem warianty (opcje) inwestycji bezpośredniej, deinwestycji (włącznie do likwidacji aktywów zagranicznych), licencjonowania oraz intensyfikacji eksportu zostaną przekształcone w odpowiednie projekty inwestycyjne podlegające bezwzględnie regułom weryfikacji ekonomicznej.

W literaturze amerykańskiej można znaleźć bardzo dokładne wskazania metodologiczne dotyczące sposobu weryfikacji takich projektów inwestycji zagranicznych. Najbardziej typowe podejście do selekcji projektów inwestycji bezpośrednich i licencjonowania produkcji proponuje F. Contrator[3]. Propozycje te dotyczą w szczególności sposobu rachunku oczekiwanej nadwyżki strumieni pieniężnych generowanych przez każdy z wariantowych projektów. Wyróżnia się przy tym następujące elementy przepływów pieniężnych związanych z każdą z rozważanych opcji inwestycji zagranicznej:

1) przepływy pieniężne (T_1) wynikające z fizycznego transferu technologii za granicę, obejmujące koszty technologii, a także związane z tym wydatki administracyjne, marketingowe, opłaty prawne, koszty podróży i delegacje;

2) przepływy pieniężne (T_2) związane z płatnościami dywidend, opłat licencyjnych, a także marż handlowych uzgodnionych w ramach umów menedżerskich i licencyjnych – naliczanych na wyroby/usługi kooperacyjne;

3) przepływy pieniężne (R) związane z przychodami ze sprzedaży produktów/usług otrzymywanych w wyniku transferowanej technologii przez inwestora zagranicznego na obszar wybranych rynków lokalnych;

4) przepływy pieniężne (K_1) wynikające z ponoszonych przez inwestora zagranicznego kosztów produkcyjnych (operacyjnych), administracyjnych (ogólnozakładowych), marketingu i sprzedaży w kraju goszczącym;

5) przepływy pieniężne (K_2) związane z kosztami utraconych korzyści (kosztami wariantowymi) w rezultacie przyjętej opcji inwestycyjnej za granicą (utrata określonego segmentu rynku, rezygnacja z dotychczasowych kontrahentów lub tradycyjnych źródeł zaopatrzenia itp.).

Z powyższego schematu klasyfikacji przepływów pieniężnych wynika, że zyski brutto możliwe do wygenerowania w wyniku transferu technologii za granicę powstają jedynie w przypadku, gdy oczekiwane przepływy pieniężne (R) przewyższają pod względem wartości antycypowane przepływy pieniężne (K_1) w kraju

[3] F. Contractor, *Choosing between direct investment and licensing: Theoretical considerations and empirical tests*. „Journal of International Business Studies" Winter 1984, s. 167-188.

goszczącym inwestora zagranicznego, tj. (R–K_1). Oczekuje się przy tym, że dla opcji inwestycji bezpośredniej realizowanej w filii zagranicznej, wartość przepływów (R) musi być wyższa, natomiast dla opcji licencjonowania produkcji (licencjobiorcy krajowego), wartość przepływów (K_1) musi być niższa. Ogólnie biorąc, teoria sugeruje, aby planowane zyski brutto filii zagranicznej (R–K_1) w rezultacie transferowanej technologii z firmy macierzystej przewyższały zyski brutto antycypowane przez licencjobiorcę krajowego (lokalnego). Tylko wtedy bowiem filia zagraniczna może w pełni pokryć płatności należnych dywidend oraz innych zobowiązań finansowych na rzecz firmy macierzystej (inwestora).

Wymagany przyrost wartości przepływów pieniężnych (nadwyżka finansowa) z efektywnej inwestycji międzynarodowej dla inwestującej za granicą firmy macierzystej musi wynieść zatem (T_2–T_1–K_2) i powinien być maksymalizowany dla każdego z analizowanych tutaj projektów inwestycji zagranicznych.

Bardziej rozbudowany schemat klasyfikacji strumieni pieniężnych, oceny projektów inwestycji międzynarodowych podaje D. Lessard, który ponadto włącza do rachunku przepływów dodatkowe strumienie finansowe, jak na przykład „miękkie" pożyczki długoterminowe, wpływy ze subsydiów oraz oszczędności podatkowych. Kryterium selekcyjne stanowi w tym przypadku maksymalizacja wartości zaktualizowanej netto (*NPV*), uwzględniająca dodatkowe strumienie pieniężne powstające w rezultacie bezpośredniej inwestycji zagranicznej. W rezultacie standardowa formuła *NPV* zostaje odpowiednio przystosowana do nowych warunków inwestowania poprzez wprowadzenie nowych elementów przepływów pieniężnych korygujących rynkową wartość projektowanej inwestycji zagranicznej. Skorygowany model rachunku wyboru inwestycji zagranicznej wyraża następujące równanie:[4]

Skumulowana wartość przepływów pieniężnych po aktualizacji (*NPV*) = − Wartość zaktualizowana nakładów inwestycyjnych (*PVJ*) + Wartość zaktualizowana przepływów operacyjnych netto (*PVCF*) + Wartość zaktualizowana oszczędności podatkowych z amortyzacji ($PVTS_d$) + Wartość zaktualizowana subsydiów finansowych (PVS_f)

+ Wartość zaktualizowana przyrostu zdolności kredytowej firmy (*PVDC*) + Wartość zaktualizowana dodatkowych wypłat (*PVAR*) + Wartość zaktualizowana niezamortyzowanych aktywów produkcyjnych (*PVRP*)

[4] D. Lessard, *Evaluating international projects: An adjusted present value approach*, chapter 6. Capital Budgeting under Conditions of Uncertainty. Martinus Nijhof Publishing, Boston, Mass. 1981. s. 32-61.

W powyższym modelu przepływów każdy z jego elementów składowych podlega odrębnemu dyskontowaniu według indywidualnej stopy procentowej odzwierciedlającej właściwe ryzyko systematyczne. Do rozwiązania problemu adekwatnej stopy dyskontowej najczęściej proponuje się wykorzystanie modelu wyceny rynku kapitałowego (*CAPM*). Inwestor zagraniczny musi jednak zadecydować, które z zagranicznych rynków kapitałowych w największym stopniu korespondują z ryzykiem systematycznym odnoszącym się do wybranego segmentu przepływów pieniężnych z zamierzonej inwestycji zagranicznej[5].

4. Opcje wzrostu a ocena projektów inwestycyjnych

Nawet jednak najbardziej staranne podejście do oceny projektów inwestycyjnych na bazie rozbudowanego schematu zaktualizowanych przepływów pieniężnych (*APV*) nie wyczerpuje całej złożoności strategicznego wyboru inwestycji międzynarodowych. W tym modelu bowiem nie można uwzględnić już ewentualnej zmiany decyzji o wyborze danej inwestycji w związku z nowymi informacjami napływającymi z rynku, a które mogą znacząco wpłynąć na wartość projektu inwestycyjnego. Dlatego niektórzy teoretycy finansów (A. C. Shapiro) proponują dodatkowo jeszcze rozszerzyć pole strategicznego wyboru inwestycji o analizę tzw. opcji wzrostu[6]. Opcje takie mogą stworzyć, chociaż nie muszą, w bliżej nieokreślonej przyszłości szansę dynamicznego rozwoju dla danego projektu inwestycyjnego (w celu wzrostu produkcji i podniesienia wielkości sprzedaży) na wybranych rynkach zagranicznych. Opcję inwestycyjną z punktu widzenia inwestora stanowić będzie, na przykład, rozbudowa już istniejącej filii zagranicznej, zamknięcie tej filii, a następnie ponowne jej otwarcie z chwilą, gdy warunki rynkowe okażą się bardziej sprzyjające, czy wreszcie definitywna likwidacja tej filii. Każda z tych opcji będzie wpływać na efektywność projektu inwestycji międzynarodowej, a tym samym na wartość inwestycji międzynarodowej.

Inwestor, dysponując oddziałem zlokalizowanym poza granicami kraju – siedziby, wzmacnia równocześnie swoją przyszłą pozycję na rynku zagranicznym (lokalnym), który może wchłonąć w całości większość produkcji firmy międzynarodowej w późniejszym okresie. Możliwość wykorzystania tej pozycji rynkowej zależeć będzie od unikatowości transferowych technologii oraz zdolności przystosowania produktów/usług do potrzeb lokalnych odbiorców (nowe odmiany wyro-

[5] Chodzi o estymację β – jako kowariancję pomiędzy oczekiwaną stopą zwrotu inwestycji z korespondującą stopą procentową portfela kapitałowego na międzynarodowym rynku kapitałowym.

[6] A. C. Shapiro, *Multinational financial management*, Fourth edition, Allyn and Bacon, Boston. 1993, s. 469-473.

bów, doskonalsze wzory lub nieznane innowacje produktowe). W każdym jednak przypadku skuteczna polityka operacyjna filii zagranicznej będzie funkcją rezultatów, które nie mogą być jeszcze znane na początku projektu inwestycyjnego.

Przypuszczać należy, że wiele już podejmowanych i aktualnie rozważanych projektów inwestycji bezpośrednich w Europie Środkowej i Wschodniej jest przez międzynarodowych inwestorów traktowana właśnie jako opcje wzrostu. Jedni z nich uznają je jako efektywne sposoby na szybkie zdobycie potencjalnie ogromnego rynku zbytu. Inni postrzegają kraje Europy Środkowej i Wschodniej jako obszar słabo rozwinięty gospodarczo, o znacznych zasobach dobrze wyedukowanej i wykwalifikowanej siły roboczej ale nisko opłacanej. Dlatego traktują inwestycje bezpośrednie na tym obszarze jako „kuchenne drzwi" wiodące do znaczącej obniżki kosztów produkcji i wzrostu marży zysku w obrotach między filiami zagranicznymi a przedsiębiorstwem macierzystym. W tych warunkach firmy międzynarodowe inwestujące na tych rynkach kupują po prostu opcje wzrostu, które „wypłacają się" jeśli tylko w dostrzegalnej przyszłości nastąpi oczekiwany boom rynkowy i/lub wydatnie zwiększy się wydajność lokalnej siły roboczej w rezultacie zastosowania transferowanej technologii zagranicznej oraz wzrostu motywacji do pracy. Nieuwzględnienie korzyści wypływających ze spożytkowania specyficznych praw własności oraz potencjalnych oszczędności związanych z unikatową przewagą w zakresie internalizacji procesu produkcji oraz pod względem lokalizacji działalności filii zagranicznej, prowadzić może do niedoszacowania wartości projektów inwestycji zagranicznych opierających się na tradycyjnej analizie zdyskontowanych przypływów pieniężnych (*DCF*).

Niedoszacowanie projektów inwestycji międzynarodowych na bazie standardowej analizy przepływów pieniężnych stanowić może szczególnie ostry problem w procesie strategicznego wyboru inwestycji bezpośrednich. Wiele bowiem takich strategicznie ważnych inwestycji jak sieć dystrybucji, marka wyrobu firmy, automatyzacja produkcji lub badania i rozwój (BiR), oferuje w istocie wiele opcji wzrostu i stanowi pierwsze ogniwo w całym łańcuchu decyzji inwestycyjnych firm międzynarodowych.

Ocena projektu inwestycji międzynarodowej na podstawie wyników analizy opcji wzrostu pod względem metodologicznym przypomina model finansowy opcji kupna (*call*). W modelu tym inwestor, który nabył opcję kupna zyskuje, jeśli cena opcji inwestycyjnej pójdzie w górę, a traci, jeśli cena spadnie w momencie jej realizacji.

Rozważając wybór opcji wzrostu, dopuszczamy przede wszystkim możliwość wystąpienia sytuacji rynkowej, która zakłada wycofanie się z realizowanego przedsięwzięcia (lub eksploatacji skutkującej inwestycji). Oznacza to, że będziemy uwzględniać przynajmniej dwie ceny produkcji, których wysokość zostanie oszacowana z prawdopodobieństwami, których dzisiaj dokładnie nie znamy. Dla celów kalkulacji nie są one jednak potrzebne bowiem istnieje prosty model matematyczny umożliwiający ich wyszacowanie w sposób abstrakcyjny.

Dla ilustracji metody oceny wartości projektu inwestycji bezpośredniej załóżmy, że inwestor zagraniczny rozważa opcję inwestycyjną polegającą na uruchomieniu nowej linii produkcyjnej X w filii zagranicznej. Planowane nakłady inwestycyjne wynoszą PLN 1 000 000, co umożliwia w roku eksploatacyjnym dostarczyć na rynek lokalny 100 000 jednostek wyrobów przy średnim jednostkowym koszcie produkcji PLN 210. Zakładając, że cena sprzedaży jednostki wyrobu w ciągu roku utrzyma się na poziomie PLN 220, oczekiwany zysk jednostkowy brutto wyniesie PLN 10. A zatem, planowany strumień przepływów pieniężnych (przed opodatkowaniem) w kwocie PLN 1 000 000 (PLN 10 × 100 000) będzie niewystarczający, aby przy wymaganym 14% koszcie kapitału mógł inwestorowi zwrócić się początkowy nakład inwestycyjny. W tym przypadku bowiem wartość *NPV* wyniesie

$$NPV = -\text{PLN}\,1\,000\,000 + \frac{\text{PLN}\,1\,000\,000}{1{,}14} = -122\,807\ \text{PLN},$$

co sugeruje odrzucenie projektu inwestycyjnego. Podejście takie jednakże nie jest racjonalne, gdy uwzględni się opcję nieuruchomienia linii produkcyjnej, która jest nierentowna przy prognozowanym poziomie ceny sprzedaży. W modelu wyboru opcji wzrostu zakładamy, że mogą wystąpić przynajmniej dwa poziomy cen sprzedaży wyrobów: pierwszy szacowany na PLN 250 i drugi – szacowany na PLN 200. Inwestor zagraniczny podejmie decyzje o uruchomieniu linii produkcyjnej tylko wtedy, gdy jednostkowa cena zbytu wyniesie PLN 250, ponieważ przy oczekiwanej stopie zwrotu 14% może zagwarantować sobie wymaganą rentowność produkcji. Schemat analizy finansowej decyzji inwestycyjnej na podstawie wyceny opcji wzrostu jest przedstawiony na rys. 2.

Matematyczne prawdopodobieństwo pierwszej ceny, w sposób abstrakcyjny wyznaczono następująco:

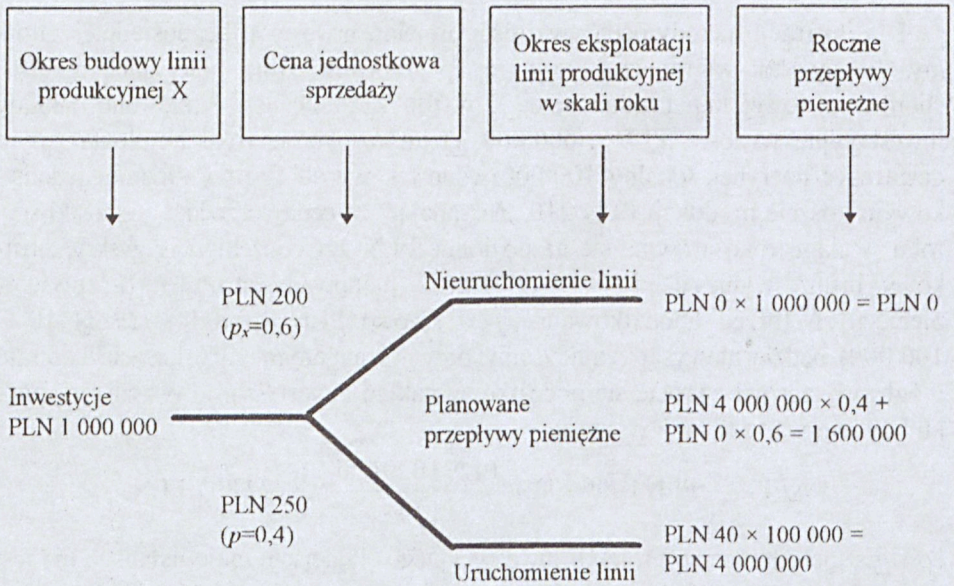
$$p_x \rightarrow (220–200)/(250–200) = 0{,}4.$$

A zatem, prawdopodobieństwo drugiej ceny jest tylko dopełnieniem pierwszego.

Uwzględniając opcję nieuruchomienia linii produkcyjnej w procesie strategicznego wyboru otrzymujemy zatem dodatnią wartość *NPV* dla projektu inwestycji zagranicznej.

$$\begin{cases} NPV\ linii\ produkcji \\ zagranicznej\ X \end{cases} = -\text{PLN}\,1\,000\,000 + \frac{\text{PLN}\,1\,600\,000}{1{,}14} = \text{PLN}\,403\,509$$

Włączenie do oceny projektu inwestycyjnego rozważanej przez inwestora zagranicznego opcji nieuruchomienia linii produkcyjnej *X* – jeśli cena zbytu spadnie poniżej średniego kosztu wytworzenia – wskazuje na celowość podjęcia inwestycji zagranicznej, ponieważ wartość zaktualizowana netto (*NPV*) dla tej inwestycji osiąga wartość dodatnią w kwocie PLN 403 509.



Rys. 2. ***Schemat analizy opcji inwestycyjnej budowy linii produkcyjnej X w filii zagranicznej***

Przy ocenie wartości opcji inwestycyjnej należy rozważyć jeszcze dodatkowe ważne okoliczności, które mogą istotnie wpłynąć na decyzje związane z realizacją wybranego projektu inwestycyjnego. Inwestorzy muszą zwrócić uwagę w szczególności na:

1. Możliwość ewentualnego odroczenia terminu realizacji projektu inwestycyjnego. Opóźnienie inwestycji zagranicznej daje firmie inwestycyjnej czas potrzebny na weryfikację prognoz dotyczących przyszłych wydarzeń i uniknięcie kosztownych błędów związanych z przeszacowaniem/niedoszacowaniem potencjału lokalnego rynku. Dłuższy odstęp czasu pomiędzy przyjęciem projektu inwestycyjnego a jego realizacją zwiększa nadzieje na bardziej pozytywny obrót przyszłych wydarzeń, które mogą w dramatyczny sposób odmienić losy projektu inwestycyjnego. Oznaczać to może radykalne przekwalifikowanie projektu inwestycyjnego (zamiast negatywnej wartości *NPV* projekt uzyskuje pozytywną wartość *NPV*).

2. Ryzyko projektu inwestycyjnego. Ryzyko z reguły korzystnie wpływa na wartość opcji inwestycyjnej. Jest to związane ze zjawiskiem tzw. asymetrii zysków i strat. Chodzi o to, że wysokie zyski są realizowane wtedy, gdy inwestycja charakteryzuje się wysoką wartością *NPV*, podczas gdy straty zostają ograniczone przez opcję zakładającą wstrzymanie eksploatacji projektu, jeśli nie jest w stanie zapewnić pozytywnej wartości *NPV*. Im bardziej ryzykowny jest projekt inwestycyjny tym większą daje szansę na osiągnięcie wysokich zysków, z którymi nie koresponduje wielkość potencjalnych strat.

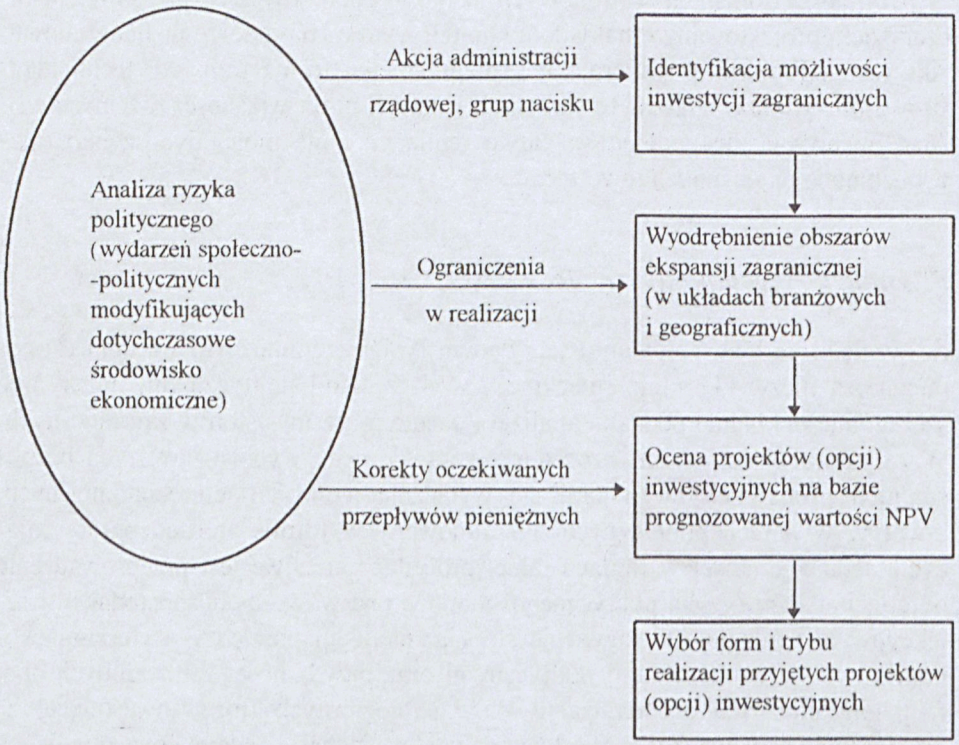
3. Poziom stóp procentowych. Wysokie nominalne stopy procentowe panujące na niektórych rynkach zagranicznych na ogół przyczyniają się do zwiększenia wartości projektu inwestycji zagranicznej w kontekście opcji wzrostu. Chociaż bowiem wysoka stopa dyskontowa obniża wartość zaktualizowaną netto projektowanych przepływów, to jednocześnie redukuje także wartość zaktualizowaną wydatków inwestycyjnych niezbędnych dla realizacji opcji inwestycyjnej.

4. Charakter własności opcji inwestycyjnej. Wyłączne prawo do realizacji projektu inwestycji zagranicznej jest znacznie wyżej cenione aniżeli jakakolwiek forma współwłasności. Dopuszczenie do współudziału w realizacji opcji inwestycyjnej stwarza bowiem często groźbę niekontrolowanej replikacji inwestycji bezpośredniej przez konkurentów i prowadzi do obniżki wpływów ze sprzedaży. W przypadku firm międzynarodowych jednakże opcje inwestycyjne powstają raczej dzięki projektowanym nakładom kapitałowym o charakterze niematerialnym. Aktywa zagraniczne przybierają w tym przypadku formę transferu technologii, *know-how*, wiedzy, znaków towarowych i innych praw własności przemysłowej. A te inwestycje nie poddają się łatwo replikacji i nie mogą być szybko upowszechnione przez innych inwestorów.

5. Analiza ryzyka politycznego

Ze względu na fakt, że panujące na danym rynku zagranicznym warunki ekonomiczne są niezwykle silnie splecione z wydarzeniami politycznymi, muszą być szczególnie dokładnie poddane analizie i ocenie przez inwestorów zagranicznych. W zarysowanej dotychczas procedurze strategicznego wyboru inwestycji bezpośrednich proces selekcji opierał się wyłącznie na kryteriach ekonomicznych, a wpływ wydarzeń politycznych był ujmowany w formie założeń ograniczających. Jednakże nawet w ramach takiej procedury możliwe jest przeprowadzenie odrębnej analizy ryzyka politycznego. Stanowi ona wówczas bezpośredni filtr selekcyjny pozwalający na ujawienie stopnia interakcji pomiędzy kryteriami ekonomicznymi a wydarzeniami politycznymi oraz przydatności zamierzonych operacji zagranicznych dla realizacji celów strategicznych firmy inwestującej za granicą. Podstawowa trudność takiej analizy leży jednak w słabej konceptualizacji powiązań między oceną zmian politycznych a identyfikacją wydarzeń, z którymi prawdopodobnie może zderzyć się firma inwestująca na rynkach zagranicznych. Pomimo tego, według analityków finansowych reprezentujących inwestorów zagranicznych, lepiej jest podjąć nawet „ułomną" próbę kwantyfikacji wpływu politycznych wydarzeń na decyzje inwestycyjne firmy, aniżeli całkowicie zignorować ocenę biegu przyszłych zmian politycznych lub też „peryferyjnie" potraktować ten problem w procesie strategicznego wyboru.

Schemat analizy wpływu ryzyka politycznego na decyzje o podjęciu inwestycji zagranicznych, uwzględniającej interakcyjny proces wyboru różnych form inwestycji bezpośrednich przedstawia rys. 3. Analiza ryzyka politycznego obejmuje tutaj wszystkie kolejne etapy procesu wyboru strategicznego w obszarze możliwych wariantów ekspansji zagranicznej. Jeśli weźmiemy zatem pod uwagę perspektywę krajów Europy Środkowej i Wschodniej, na pierwszym etapie badania możliwości bezpośrednich inwestycji zagranicznych, analiza ryzyka politycznego może ułatwić identyfikację różnych źródeł deformacji rynku, w utrzymaniu których zaangażowana jest administracja rządowa, a także określone grupy nacisku z kół związkowych i przemysłowych tych krajów.



Rys. 3. ***Analiza wpływu ryzyka politycznego na wybór inwestycji zagranicznych***

Niezwykle ważną informację, w drugim etapie analizy stanowić będzie rozpoznanie narodowych preferencji rządowych w każdym z badanych krajów w odniesieniu do sposobu traktowania osób zagranicznych i lokalnej strategii wyko-

rzystywania kapitału zagranicznego (w celu absorpcji inwestycji zagranicznych)[7]. Chodzi w szczególności o ustalenie, czy i na co oraz w jakim zakresie kapitały inwestorów zagranicznych będą w każdym z krajów Europy Środkowej i Wschodniej potrzebne. Od zbadania narodowej strategii wobec inwestorów zagranicznych i inwestycji zagranicznych zależeć będzie ocena politycznej wykonalności bezpośrednich inwestycji zagranicznych, licencjonowania lub eksportu. Nawet bowiem wtedy, gdy inwestor zagraniczny dysponuje wszystkimi rodzajami przewag w zakresie praw własności, lokalizacji i internalizacji produkcji, ich wykorzystanie w formie inwestycji bezpośrednich może być niewykonalne. Powodem tego może być potencjał interwencji politycznej rządu, generujący ograniczenie korzyści płynących z inwestycji bezpośrednich. W rezultacie preferowaną przez inwestora formą ekspansji zagranicznej musi być wtedy licencjonowanie produkcji lub eksport. Podobnie oczekiwane korzyści z lokalizacji inwestycji zagranicznej mogą być całkowicie zredukowane w przyszłości z uwagi na wysoką nieprzewidywalność rządowej polityki kraju goszczącego w obszarze polityki antymonopolowej. Konsekwencje tego rodzaju politycznej interwencji mogą powodować nawet znaczny wzrost rynkowych kosztów transakcyjnych w obrotach pomiędzy oddziałami zlokalizowanymi za granicą a macierzystą firmą inwestora, co ostatecznie zagrozić może planowanej ekspansji zagranicznej. Innym przykładem będzie „wymuszone" podjęcie bezpośrednich inwestycji zagranicznych zamiast rozwoju eksportu przez rosnący stopień protekcji handlowej, gdyż tylko taka forma ekspansji może zapewnić inwestorowi dostęp do rynku lokalnego. Nie powstaje to jednakże bez wpływu na koszty transakcyjne i wysokość oczekiwanej przez inwestora stopy zysku. Wiąże się to bowiem z organizowaniem w istocie mało efektywnego procesu produkcji w ramach planowanej filii zagranicznej (występują tutaj jedynie korzyści internalizacji).

Ocena ryzyka politycznego może być wreszcie uwzględniona w rachunku wartości zaktualizowanej netto (*NPV*) dla badanych projektów inwestycyjnych. Ponieważ ryzyko polityczne z natury na charakter niesystematyczny, może być zidentyfikowane i w odpowiednim stopniu odzwierciedlone w prognozach przepływów pieniężnych (głównie poprzez koszty związane z ubezpieczeniem ryzyka).

Główną jednakże słabością zarysowanego wyżej podejścia do analizy wpływu ryzyka politycznego na decyzje inwestycyjne są ograniczone możliwości bardziej szczegółowego rozpoznania istotnych, a prawdopodobnych, implikacji ekonomiczno-finansowych dla planowanych operacji zagranicznych. Powoduje to, że większość ustaleń i wskazówek uzyskiwanych w procedurze kwalifikacyjnej inwestycji zagranicznej ma charakter zbyt ogólnikowy, schematyczny i raczej intu-

[7] Na przykład rząd Węgier wskazuje, że celem takich inwestycji ma być dominujący udział kapitału zagranicznego w procesie prywatyzacji.

icyjny. Opiera się przy tym na dotychczas zdobytej wiedzy i doświadczeniu, odzwierciedla zatem percepcję charakterystyczną dla zachowania ostrożnego menedżera.

Summary

Eugeniusz Najlepszy

Investment strategies of enterprises on the international market

Basing on the theory of international production and on some experiences of enterprises which take up foreign direct investments, the author tries to outline a hypothetical process of strategic selection of foreign investments in enterprises increasing the scope of their economic activities. Special attention is paid to those factors of the strategic process of selection which most significantly influence the decisions connected with locating production outside the country.

The author points out that one should look for motivation which makes enterprises undertake foreign investments in the conditions on both the domestic and the foreign markets, particularly in ineffective and poorly internally differentiated markets. Imperfection of the competition on major part of home markets particularly strongly reveals the values of the strategy of an enterprise which invests abroad and adjust itself to such conditions, exploiting all advantages it has due to its specific rights of ownership, possibility of location and internalisation of production despite visible and nonanticipated threats.

The analysis of the process of strategic selection of foreign investments covers several qualitative factors and market phenomena which generally do not appear in a standard evaluation of the effectiveness of investment projects. Therefore, the author points out some circumstances and additional problems which can broaden traditionally applied approach to the assessment of economic-financial investment, namely:

- broadening the scheme of classification of cash flows from the viewpoint of a foreign investor (investing firm) and from the viepoint of the located foreign investment (foreign subsidiary);
- taking into account the growth in cash flows which results from the fact that such items as „soft" loans, extra nonoperational inflows, tax savings have been included in the account;
- considering investment options which modify the value of investment projects concluded on the basis of traditional account of updated net cash flows (NPV).

The analysis of political risk, whose result may definitely decide about the purposefulness of the realisation of the preferred investment project, is a particularly important element in the process of strategic selection of foreign investments. Therefore, a separate procedure of political risk analysis was considered. Conclusions drawn from this analysis can be considered both as decision making limitations and as a parallel influence on the successive stages of the process of investment selection carried out on the basis of economic advantages assessment.