

Elżbieta Duliniec

Kierunki rozwoju zarządzania finansami w przedsiębiorstwach międzynarodowych

International Journal of Management and Economics 21, 58-69

2007

Artykuł został zdigitalizowany i opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

Aleksandra Duliniec
Katedra Rynków Kapitałowych

Kierunki rozwoju zarządzania finansami w przedsiębiorstwach międzynarodowych

Wprowadzenie

Procesy zachodzące w gospodarce światowej wywierają istotny wpływ na działalność przedsiębiorstw i niejako wyznaczają kierunki rozwoju zarządzania finansowego. W dobie globalizacji mamy do czynienia z integrowaniem się działalności podmiotów na różnych poziomach: gospodarek, gałęzi, rynków i przedsiębiorstw, a powstające między tymi podmiotami wzajemne powiązania mają charakter międzynarodowy¹. Globalizacja dotyczy zarówno rynków finansowych, jak i przedsiębiorstw, które coraz częściej inwestują i pozyskują kapitał poza granicami kraju macierzystego.

Ekspansja przedsiębiorstw, w szczególności dużych korporacji, ma wymiar międzynarodowy, a w wielu przypadkach globalny. Prowadzą one działalność operacyjną i inwestycyjną na wielu rynkach, często obejmując swoim zasięgiem niemal cały świat. Tworzy się sieć powiązanych ze sobą podmiotów z różnych krajów. Coraz większy udział w wymianie międzynarodowej mają transakcje wewnętrzne – zawierane pomiędzy podmiotami powiązanymi, wchodzącymi w skład danej korporacji transnarodowej (międzynarodowej). Wpływa to niewątpliwie na kształtowanie się przepływów pieniężnych między tymi podmiotami oraz poziom wypracowywanych przez nie dochodów, a także na stosowane w ramach korporacji międzynarodowej metody finansowania i zarządzania płynnością.

Globalizacja działalności przedsiębiorstw umożliwia dywersyfikację w skali międzynarodowej zarówno portfela inwestycyjnego, jak i źródeł finansowania tych inwestycji, a co za tym idzie – dywersyfikację ryzyka. Sprzyja to redukcji ryzyka i obniżaniu się kosztu kapitału finansującego działalność przedsiębiorstw międzynarodowych.

W efekcie procesów globalizacyjnych i postępu technologicznego nastąpił też dynamiczny rozwój rynków finansowych, przejawiający się nie tylko zwiększeniem płynności wielu rynków, ale także wzrostem różnorodności oferowanych na tych rynkach instrumentów finansowych, w tym przede wszystkim instrumentów pochodnych². Zarządzający finansami w przedsiębiorstwach zyskują dostęp do coraz to nowszych, często wysoce innowacyjnych instrumentów finansowych, a koszty finansowania na płynnych rynkach ulegają obniżeniu. Dochodzi również do integrowania się narodowych rynków kapitałowych, w szczególności rynków rozwiniętych. Wzmacnia to tendencje

do wyrównywania się stóp zwrotu z inwestycji o zbliżonym poziomie ryzyka, dokonywanych w różnych krajach, przy obserwowanej coraz większej swobodzie przepływów kapitałowych w skali międzynarodowej.

Do najważniejszych kierunków rozwoju zarządzania finansowego w przedsiębiorstwach międzynarodowych należy zaliczyć:

- wypracowywanie specyficznych metod zarządzania przepływami pieniężnymi wewnątrz korporacji międzynarodowych
- doskonalenie metod wyceny zagranicznych projektów inwestycyjnych
- upowszechnianie się nowych metod i instrumentów zarządzania ryzykiem związanego z działalnością przedsiębiorstw w skali międzynarodowej.

Tendencje te zostaną krótko scharakteryzowane w kolejnych częściach opracowania.

Zarządzanie przepływami pieniężnymi wewnątrz korporacji międzynarodowej

Powstanie i rozwój korporacji międzynarodowych, które pozyskują surowce, kapitał i zasoby pracy, wytwarzają dobra i usługi zarówno w kraju siedziby głównej, jak i poza jego granicami, a także mają swoje filie, oddziały i spółki zależne w wielu krajach, zwiększyło możliwości przedsiębiorstw wchodzących w skład korporacji w zakresie wyboru źródeł finansowania w skali międzynarodowej. Przedsiębiorstwa te mają nie tylko łatwiejszy dostęp do źródeł finansowania na różnych rynkach finansowych w krajach, na których działa dana korporacja międzynarodowa oraz do zróżnicowanych form i instrumentów finansowania. Korzystają one ponadto z tzw. finansowania wewnątrz korporacyjnego, czyli wzajemnego finansowania się przedsiębiorstw powiązanych kapitałowo, wchodzących w skład tej samej korporacji międzynarodowej³. Pozwala to nie tylko na uzupełnienie często bardzo ograniczonych zasobów kapitałowych rynku lokalnego, ale w wielu przypadkach także na obniżenie kosztu pozyskiwanego kapitału. Dostęp do kapitału niezbędnego do finansowania potrzeb rozwojowych przedsiębiorstwa może stanowić istotne źródło jego przewagi konkurencyjnej.

Zarządzanie źródłami finansowania w ramach korporacji międzynarodowej obejmuje przede wszystkim wybór form, metod i instrumentów zewnętrznego finansowania przedsiębiorstwa, tj. finansowania kapitałem własnym poprzez obejmowanie akcji lub udziałów przez podmioty powiązane oraz finansowania kapitałem obcym.

Bezpośredni transfer kapitału związany z wzajemnym inwestowaniem w akcje lub udziały przez podmioty powiązane działające w różnych krajach, o zróżnicowanych systemach prawnopodatkowych i walutowo-finansowych może wiązać się z wieloma niedogodnościami i dodatkowymi kosztami. Również transfer dochodów z tych inwestycji może podlegać restrykcjom dewizowym i wysokim obciążeniom podatkowym. Niewątpliwie wpływa to na wysokość wypracowywanych zysków i ich podział w przedsiębior-

stwach powiązanych w ramach korporacji międzynarodowej. Z jednej strony, może to wymuszać reinwestowanie zysków i powiększanie w ten sposób kapitału własnego ze źródeł wewnętrznych danej spółki. Z drugiej strony, mają miejsce działania umożliwiające transfer dochodów nie drogą wypłat dywidend, ale przez odpowiednie kształtowanie płatności z tytułu transakcji zawieranych pomiędzy podmiotami powiązаныmi. Dotyczy to nie tylko wymiany towarowej, ale przede wszystkim umów dotyczących świadczenia usług (w tym usług menedżerskich), umów licencyjnych dotyczących udostępniania wartości niematerialnych i prawnych, umów najmu, dzierżawy i leasingu oraz transakcji finansowych (np. udzielania pożyczek podmiotowi powiązanemu).

Władze podatkowe kraju, w którym ma siedzibę przedsiębiorstwo powiązane z podmiotami zagranicznymi, kontrolują poziom cen wewnętrznych w transakcjach pomiędzy tymi, tak aby przez ich zawyżanie lub zaniżanie nie dochodziło do transferu dochodów do kraju o niższych obciążeniach podatkowych. Na podatniku ciąży obowiązek przygotowania dokumentacji cen transferowych. Ceny te nie podlegają działaniu mechanizmu rynkowego i mogą odbiegać od cen w transakcjach porównywalnych, zawieranych pomiędzy podmiotami niepowiązаныmi. Jeżeli znalezienie transakcji porównywalnej nie jest możliwe, podatnik musi dostarczyć władzom podatkowym informacje umożliwiające dokonanie analizy funkcjonalnej transakcji zawieranej z podmiotem powiązanym. Ważne jest precyzyjne określenie funkcji, jakie mają pełnić podmioty uczestniczące w transakcji, z uwzględnieniem wykorzystywanych przez nie aktywów oraz podejmowanego ryzyka. Powinna być także określona metoda, według której ustalana jest cena przedmiotu transakcji oraz wszystkie przewidywane koszty i korzyści, wynikające z danej transakcji dla podatnika.

Ze względu na zwiększającą się skalę transakcji zawieranych przez podmioty powiązane obserwuje się ciągłe doskonalenie metod wyceny przedmiotu transakcji wewnętrznych. Do tradycyjnych metod ustalania cen transakcyjnych zalicza się: metodę porównywalnej ceny niekontrolowanej, metodę ceny odsprzedaży oraz metodę umiarkowanej („rozsądnej”) marży. W sytuacji transakcji o charakterze bardzo zindywidualizowanym, w szczególności dotyczących udostępniania wartości niematerialnych i prawnych, takich jak na przykład marka, świadczenia usług menedżerskich czy też w przypadkach porozumień o podziale wspólnych kosztów, które są ponoszone przez całą korporację, konieczne jest wykorzystanie innych sposobów kalkulacji cen wewnętrznych. Są to metody zysku transakcyjnego, do których zalicza się metodę podziału zysku lub metodę marży transakcyjnej netto⁴.

Coraz powszechniejsze stają się zawieranie tzw. uprzednich porozumień cenowych (APA – *advanced pricing agreement*) pomiędzy podatnikiem a organami podatkowymi, w których ustala się metodę wyceny transakcji pomiędzy podmiotami powiązаныmi. Zastosowanie uzgodnionej wcześniej metody kalkulacji ma obronić podatnika przed sankcjami związanymi z zarzutami ze strony władz podatkowych o stosowanie niedozwolonego transferu dochodów za granicę.

Zaciąganie/udzielanie pożyczek pomiędzy podmiotami powiązаныmi kapitałowo to również transakcje wewnętrzne, które także podlegają szczególnej dokumentacji podatkowej. Pożyczki wewnątrz korporacyjne cechuje bowiem najczęściej większa elastyczność w zakresie kształtowania ich oprocentowania i okresów wymagalności, niż to ma miejsce dla zadłużenia zaciąganego na rynku finansowym. Koszty (oprocentowanie) pożyczek wewnątrz korporacyjnych – wyższe lub niższe od rynkowych – mogą być wykorzystywane do transferu dochodów pomiędzy podmiotami powiązаныmi, podobnie jak to ma miejsce przy cenach transferowych.

Z pożyczkami uzyskanymi od udziałowca wiąże się jeszcze jeden ważny problem związany z kształtowaniem struktury kapitału w przedsiębiorstwie. Dług wobec udziałowca nie powinien zastępować wyposażenia przedsiębiorstwa w kapitał własny, czyli powodować niedostatecznej – tzw. cienkiej – kapitalizacji. Przepisy ograniczające możliwość zaliczania odsetek wypłacanych udziałowcowi z tytułu udzielonej przez niego pożyczki do kosztów uzyskania przychodów mają zapobiegać niedostatecznej kapitalizacji.

Podmioty powiązane mogą się wzajemnie finansować nie tylko bezpośrednio, ale również poprzez wykorzystanie różnych specyficznych form finansowania pośredniego, które m.in. pozwalają na ominięcie przepisów narzucających dodatkowe wymogi dokumentacyjne związane z transakcjami wewnętrznymi i cenami transferowymi oraz przepisy o niedostatecznej kapitalizacji. Do form finansowania pośredniego zaliczane są pożyczki równoległe i pożyczki fasadowe⁵. Transfer kapitału pomiędzy podmiotami powiązаныmi odbywa się wówczas za pośrednictwem niezależnej instytucji finansowej lub innego niepowiązanego przedsiębiorstwa. Wykorzystanie tych specjalnych instrumentów finansowych nie tylko zmniejsza zakres kontroli ze strony władz podatkowych, ale także sprzyja ograniczaniu transferów kapitałowych pomiędzy krajami. W szczególności dotyczy to pożyczek równoległych. Ich mechanizm jest nieco zbliżony do konstrukcji kapitałowych swapów walutowych, gdyż opiera się na umowie o zamianie funduszy walutowych⁶.

Istotne znaczenie w zarządzaniu finansowym w ramach korporacji międzynarodowej ma nie tylko sama wycena wartości transakcji zawieranych pomiędzy podmiotami powiązаныmi, ale także tryb oraz moment dokonywania wzajemnych rozliczeń, od których zależy płynność finansowa podmiotów wchodzących w skład korporacji. Koordynacja rozliczeń wewnątrz korporacyjnych przez specjalnie powołane do tego celu centrum rozliczeniowo-finansowe (*netting center*) pozwala m.in. na kompensowanie części wzajemnych rozliczeń i redukowanie w ten sposób liczby oraz wielkości dokonywanych transferów środków pieniężnych. Zarządzanie płynnością jest też możliwe przez opóźnianie lub przyspieszanie (*lagging & leading*) płatności z tytułu zawartych transakcji pomiędzy podmiotami powiązаныmi. Takie działania pozwalają na „przerzucanie” w miarę potrzeb nadwyżek środków pieniężnych wypracowywanych przez jedno podmioty do innych, mających problemy z utrzymaniem płynności. Daje to dodatkowe

możliwości wzajemnego krótkoterminowego finansowania podmiotów powiązanych w ramach korporacji międzynarodowej.

Zarządzanie płynnością przedsiębiorstw wchodzących w skład korporacji międzynarodowej przez specjalnie do tego powołane centrum rozliczeniowe umożliwia obniżenie w skali korporacji stanu wolnych środków pieniężnych w posiadaniu podmiotów powiązanych przy jednoczesnym ograniczeniu ryzyka utraty płynności tych podmiotów. Zmniejsza to z jednej strony koszty finansowania przedsiębiorstw związane z utrzymywaniem nadwyżek środków pieniężnych, z drugiej zaś strony wzrastają wówczas zazwyczaj dochody z lokowania wolnych środków pieniężnych w krótkoterminowe aktywa finansowe. Możliwe bowiem staje się wspólne inwestowanie nadwyżek wygospodarowanych przez przedsiębiorstwa w ramach korporacji. Inwestowanie wspólnej, a przez to znacznej kwotowo, puli środków pieniężnych nie tylko obniża koszty transakcyjne, ale umożliwia także realizację wysokich stóp zwrotu z lokat dostępnych wyłącznie dla dużych inwestorów.

Wycena zagranicznych projektów inwestycyjnych

W ostatniej dekadzie szczególnie żywo dyskutowany zarówno przez teoretyków, jak i praktyków jest problem uwzględniania w wycenie projektów inwestycyjnych niepewności związanej z prowadzoną działalnością oraz elastyczności projektu w zależności od kształtowania się przyszłych warunków na danym rynku. Tradycyjne metody dyskontowe wyceniają wartość poszczególnych wariantów inwestycyjnych, abstrahując do problemu niepewności. Bieżąca wartość netto (*NPV*) jest sumą zdyskontowanych przepływów pieniężnych związanych z danym projektem, przy stopie dyskontowej równej kosztowi kapitału finansującego to przedsięwzięcie i uwzględniającego podejmowane ryzyko. Zakłada się, że wybrany – opłacalny – projekt inwestycyjny będzie realizowany zgodnie z planem. W praktyce, przy dynamicznie zmieniających się warunkach prowadzenia działalności gospodarczej i niepewności w tym zakresie, inwestor powinien elastycznie kształtować realizację projektów – odpowiednio rozszerzając lub ograniczając ich skalę – albo też przy bardzo niesprzyjających warunkach wycofać się z projektu. Możliwość podjęcia takich działań można określić jako opcje rzeczywiste związane z projektem. Opcja to prawo, ale nie obowiązek podjęcia w wyznaczonym okresie określonego działania o identyfikowalnym koszcie. Wartość opcji rzeczywistej powinna być uwzględniona w wycenie projektu inwestycyjnego. Jej wartość może przesądzić o realizacji projektu, dla którego bieżąca wartość netto (*NPV*) jest ujemna i który w sytuacji wzięcia pod uwagę tylko tradycyjnych metod wyceny inwestycji projekt byłby odrzucony.

Wykorzystanie w analizie i wycenie projektu inwestycyjnego opcji rzeczywistych (*real options*) pozwala udoskonalać proces przygotowania i realizacji inwestycji, zakładając możliwość elastycznego kształtowania podejmowanego projektu. Bieżąca wartość netto dla projektu bazowego ($NPV_{\text{podstawowa}}$) jest powiększana o wartości opcji rzeczywistej

($V_{\text{opcji rzeczywistej}}$)⁷. Otrzymuje się wówczas skorygowaną bieżącą wartość netto ($NPV_{\text{skorygowana}}$), która uwzględni elastyczność projektu, czyli:

$$NPV_{\text{skorygowana}} = NPV_{\text{podstawowa}} + V_{\text{opcji rzeczywistej}}$$

Koncepcja opcji rzeczywistych, zwanych też opcjami rzeczowymi, to nie tylko narzędzie analityczne wykorzystywane w wycenie projektów inwestycyjnych, ale także sposób myślenia inwestora o projektach oraz metoda organizowania procesu identyfikacji i wykorzystania możliwości strategicznych, związanych z tymi projektami⁸. Problem ten w dużej mierze dotyczy zagranicznych projektów inwestycyjnych i strategii angażowania się przedsiębiorstwa w działalność w skali międzynarodowej.

Przedsiębiorstwo/korporacja międzynarodowa ma do dyspozycji różne formy ekspansji zagranicznej, a przede wszystkim:

- eksport towarów
- sprzedaż licencji na wykorzystanie technologii lub praw do użytkowania aktywów niematerialnych, takich jak np. marka
- bezpośrednie inwestycje zagraniczne, realizowane przez przystąpienie do *joint venture*, przejęcie zagranicznego przedsiębiorstwa lub budowę projektu od podstaw.

Wybór najodpowiedniejszej z punktu widzenia interesów przedsiębiorstwa drogi wejścia na rynki zagraniczne wymaga wyceny nie tylko podstawowych wariantów decyzyjnych, ale również opcji rzeczywistych, jakie towarzyszą poszczególnym strategiom ekspansji w skali międzynarodowej. Przedsiębiorstwo międzynarodowe musi bowiem przede wszystkim podjąć decyzję co do skali zaangażowania na rynku zagranicznym oraz o tym, czy swoją pozycję zamierza budować stopniowo w zależności od rozwoju sytuacji na danym rynku, czy też inwestycja ma mieć od razu skalę docelową.

Do najważniejszych rodzajów opcji rzeczywistych towarzyszących inwestycjom zagranicznym należy zaliczyć:

- opcję rozszerzenia skali inwestycji (*option to expand*)
- opcja zmiany charakteru inwestycji – zmiany branży, technologii, produktu (*option to switch*)
- opcję wycofania się z inwestycji (*option to abandon*)
- opcje opóźnienia realizacji inwestycji (*option to delay*).

Początkowo wykorzystanie koncepcji opcji rzeczywistych do analizy projektów inwestycyjnych, w tym również o charakterze międzynarodowym, było związane z wyceną projektów dotyczących eksploatacji złóż zasobów naturalnych, np. pól naftowych. Rozważano m.in. opcje opóźnienia realizacji inwestycji, w zależności od sytuacji na danym rynku surowcowym. Z czasem podejście opcyjne staje się coraz powszechniejsze. Wydaje się, że w szczególności transakcje fuzji i przejęć przedsiębiorstw realizowane w skali międzynarodowej powinny być rozważane z uwzględnieniem towarzyszących im opcji rzeczywistych.

Podejście opcyjne do oceny projektu inwestycyjnego wymaga analizy tzw. drzewa decyzyjnego (DTA – *decision tree analysis*), czyli identyfikacji alternatywnych wariantów decyzyjnych (czyli opcji rzeczywistych) związanych z realizacją projektu. Wynikiem takiej analizy są nie tylko możliwe scenariusze rozwoju/modyfikacji projektu, ale także określenie głównych obszarów niepewności w zakresie planowanego przedsięwzięcia. Analiza drzewa decyzyjnego wymusza elastyczność w zakresie kształtowania projektu w zależności od rozwoju sytuacji rynkowej.

Istotnym ograniczeniem szerokiego wykorzystania opcji rzeczywistych w praktyce jest brak stosunkowo prostych metod prawidłowej wyceny wartości tych opcji. Stosowane obecnie metody wyceny opcji rzeczywistych (ROV – *real options valuation*) oparte są na standardowych modelach teoretycznych dotyczących wyceny opcji finansowych, takich jak: model dwumianowy (*binomial model*)⁹ lub model Blacka-Scholesa-Mertona¹⁰.

Wiedza na temat tych teoretycznych modeli wśród praktyków zajmujących się wyceną projektów inwestycyjnych nie jest powszechna, co stanowi niewątpliwie barierę w ich wykorzystaniu. Poza tym do tej pory nie udało się jednoznacznie rozstrzygnąć wątpliwości, czy modele stworzone na potrzeby wyceny opcji finansowych można wykorzystywać w wycenie opcji rzeczywistych. Dotyczy to w szczególności modelu Blacka-Scholesa-Mertona. Wątpliwości te wynikają z porównania istoty opcji finansowych i opcji rzeczywistych. Kluczową różnicą jest charakterystyka instrumentu bazowego. W opcjach finansowych instrumentem bazowym są aktywa finansowe (akcje, waluty), które są przedmiotem wyceny rynkowej, zaś w opcjach rzeczywistych instrumentem podstawowym są aktywa rzeczowe (projekt inwestycyjny), których wartość jest w dużej mierze uzależniona od decyzji podejmowanych przez inwestora. Wpływa to niewątpliwie na różnice w kształtowaniu się parametrów zmienności instrumentu bazowego, które odgrywają istotną rolę w modelach wyceny opcji. Również złożoność projektu inwestycyjnego i opcji rzeczywistych powoduje, że modele wyceny stosunkowo prostych opcji finansowych nie zawsze mogą być zastosowane. Wszystkie te wymienione wyżej ograniczenia i wątpliwości nie powinny być jednak argumentem za odrzuceniem koncepcji opcji rzeczowych z procedury wyceny projektów inwestycyjnych, a jedynie stanowić bodziec do poszukiwania nowych, a stosunkowo prostych w zastosowaniu metod wyceny.

Wycena opcji rzeczywistych związanych z projektem inwestycyjnym uzupełnia, a nie zastępuje tradycyjnej dyskontowej metody oceny inwestycji. Kalkulacja bieżącej wartości netto (*NPV*) wymaga nie tylko sporządzenia prognozy oczekiwanych przepływów pieniężnych związanych z projektem inwestycyjnym, ale również oszacowania kosztu kapitału finansującego inwestycję, wyznaczającego poziom stopy dyskontowej. Koszt kapitału jest definiowany jako oczekiwana przez inwestora stopa zwrotu z inwestycji uwzględniająca podejmowane ryzyko. Dla projektu zagranicznego ryzyko inwestycji jest kształtowane nie tylko przez ryzyko branży i ryzyko samego projektu, ale również przez ryzyko kraju, w jakim będzie realizowane przedsięwzięcie. Sposób uwzględniania premii

za ryzyko kraju i wybór metody szacowania kosztu kapitału jest uzależniony od stopnia zintegrowania rynków kapitałowych kraju inwestora i kraju lokalizacji inwestycji¹¹.

Do wyznaczania kosztu kapitału własnego wykorzystywany jest najczęściej model wyceny aktywów kapitałowych (*CAPM – capital assets pricing model*). Jeżeli rynki kapitałowe poszczególnych krajów nie są zintegrowane, to oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji zagranicznej powinna uwzględniać ryzyko kraju lokalizacji inwestycji. Do podstawowego modelu wyceny aktywów kapitałowych wprowadza się wówczas specjalny współczynnik (*country beta*), który jest wystandaryzowaną miarą ryzyka inwestowania w danym kraju w porównaniu z ryzykiem kraju, z którego pochodzi inwestor¹². Koryguje on współczynnik beta projektu inwestycyjnego, który jest istotnym parametrem modelu *CAPM*.

Jeżeli inwestor działa w obszarze zintegrowanych rynków kapitałowych, co jest przejawem postępującego procesu globalizacji, to znika wówczas konieczność szacowania premii za ryzyko kraju inwestowania. Na zintegrowanych rynkach kapitałowych dochodzi bowiem do wyrównywania się stóp zwrotu z przedsięwzięć realizowanych w różnych krajach. Przedsiębiorstwo podejmujące inwestycje na tworzącym się rynku globalnym bierze pod uwagę zdwersyfikowane w skali międzynarodowej ryzyko inwestycyjne. Ryzyko inwestycji i oczekiwana stopa zwrotu (koszt kapitału) są wówczas uzależnione jedynie od rodzaju i specyfiki samego projektu, a nie od miejsca jego realizacji. Do szacowania kosztu kapitału wykorzystuje się tzw. globalny model wyceny aktywów kapitałowych (*global CAPM*)¹³.

Wybór właściwej metody szacowania kosztu kapitału własnego finansującego inwestycję zagraniczną jest bardzo istotnym elementem wyceny projektu zagranicznego. Przeszacowanie lub niedoszacowanie kosztu kapitału pociąga za sobą zawyżenie lub zaniżenie stopy dyskontowej, co może prowadzić do podjęcia błędnej decyzji inwestycyjnej. Obecnie prowadzone badania teoretyczne i empiryczne są ukierunkowane m.in. na doskonalenie metod kalkulacji kosztu kapitału finansującego zagraniczne inwestycje podejmowane w różnych krajach, o różnym stopniu zintegrowania z gospodarką globalną.

Zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwach międzynarodowych

Trzecim ważnym kierunkiem rozwoju zarządzania finansowego w przedsiębiorstwach międzynarodowych jest coraz szersze zastosowanie instrumentów pochodnych do zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym, ryzykiem stopy procentowej czy ryzykiem kredytowym. Jest to niewątpliwie efektem dynamicznego rozwoju rynku instrumentów pochodnych nie tylko pod względem skali i płynności obrotu, ale również różnorodności oferowanych instrumentów. Daje to przedsiębiorstwom znacznie większe możliwości konstruowania złożonych strategii zabezpieczających przed ryzykiem, ściśle dopasowanych do ich potrzeb. Do występujących od dawna walutowych

czy procentowych kontraktów terminowych, opcyjnych czy swapów, dołączyły coraz szerzej wykorzystywane obecnie kredytowe instrumenty pochodne.

Przedsiębiorstwa międzynarodowe nie tylko inwestują i prowadzą działalność w różnych krajach, ale także pozyskują źródła finansowania na różnych rynkach. Dywersyfikacja źródeł finansowania w skali międzynarodowej sprzyja obniżaniu kosztów finansowania, nie eliminuje jednak ryzyka kursu walutowego czy ryzyka stopy procentowej. Pozyskiwanie kapitału na rynkach zagranicznych lub międzynarodowym rynku finansowym daje możliwość znalezienia kredytów o niższej niż w kraju stopie oprocentowania czy korzystniejszych w porównaniu z rynkiem krajowym warunków emisji papierów wartościowych. Ekspozycja na ryzyko kursu walutowego czy ryzyko stopy procentowej, która powstaje przy korzystaniu z zagranicznych źródeł finansowania, może być jednak odpowiednio zabezpieczona przy wykorzystaniu dostępnych instrumentów pochodnych.

Od niedawna na rozwiniętych rynkach finansowych zaczęły pojawiać się także zupełnie nowe – innowacyjne instrumenty, umożliwiające zintegrowane zarządzanie ryzykiem i kapitałem w przedsiębiorstwie. Są to tzw. alternatywne formy transferu i finansowania ryzyka (ART – *alternative risk transfer*)¹⁴. Należą do nich m.in. instrumenty finansowania warunkowego.

Działanie w warunkach ryzyka wymaga nie tylko poszukiwania różnych form, metod i instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem, ale także możliwości pozyskania kapitału na pokrycie skutków ryzyka, przed którym nie dało się w pełni zabezpieczyć. Instrumenty finansowania warunkowego łączą w sobie cechy typowych instrumentów służących do pozyskiwania kapitału oraz instrumentów pochodnych, zabezpieczających przed ryzykiem. Są to bowiem opcje na kapitał oraz instrumenty kapitałowe z wbudowaną opcją¹⁵. Wykonanie posiadanej przez przedsiębiorstwo opcji jest uwarunkowane zaistnieniem zdarzeń, które powodują straty i spadek wartości przedsiębiorstwa. Dzięki tym instrumentom przedsiębiorstwo zyskuje dostęp do tzw. kapitału warunkowego (*contingent capital*).

Instrumenty finansowania warunkowego mogą być wykorzystywane do zarządzania ryzykiem asymetrycznym, czyli mogącym być dla przedsiębiorstwa wyłącznie źródłem strat i przyczyną zapotrzebowania na dodatkowy kapitał, który pokryje zaistniałe straty. Ryzyko jest w tym przypadku utożsamiane z zagrożeniem, że wyniki przedsiębiorstwa będą gorsze od oczekiwanych.

Pojawienie się instrumentów finansowania warunkowego i innych alternatywnych form transferu ryzyka jest przejawem integrowania się różnych segmentów rynku finansowego oraz postępującej konwergencji rynku kapitałowego, rynku instrumentów pochodnych i rynku ubezpieczeń. Zaciera się podział na podmioty dostarczające przedsiębiorstwom kapitału i podmioty ubezpieczające – przejmujące ryzyko. Przez wykorzystanie tych innowacyjnych instrumentów finansowych przedsiębiorstwa zyskują jednocześnie dostęp do kapitału warunkowego oraz zabezpieczenie przed ryzykiem.

Następuje transfer całości lub części określonego rodzaju ryzyka na dostawcy kapitału warunkowego bilansowego lub pozabilansowego, który finansuje skutki ryzyka – powstałe szkody lub straty.

Zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwie, a w szczególności zintegrowanie go z zarządzaniem kapitałem, wymaga od zarządzających nie tylko dobrej znajomości wszystkich dostępnych na rynku tradycyjnych i alternatywnych instrumentów zabezpieczających przez ryzykiem. Niezbędna jest także umiejętność przeprowadzenia wnikliwej analizy zalet i wad różnych form finansowania bilansowego i pozabilansowego, w tym analizy porównawczej kosztu nabycia opcji na kapitał bilansowy, kosztu wbudowania opcji w kapitał bilansowy oraz kosztu zakupu polisy ubezpieczeniowej lub nabycia instrumentu pochodnego.

Skuteczne korzystanie ze złożonych instrumentów pochodnych oraz innowacyjnych (alternatywnych) instrumentów transferu ryzyka jest możliwe przede wszystkim w dużych przedsiębiorstwach, które mają rozbudowane piony finansowe lub w korporacjach międzynarodowych, dysponujących specjalnymi centrami finansowymi. Zatrudniają one zazwyczaj wysoko wykwalifikowanych menedżerów i analityków finansowych, którzy w przeprowadzanych transakcjach nie tylko wykorzystują różnorodne instrumenty, jakie oferują rynki finansowe, ale często także są inicjatorami różnych innowacyjnych rozwiązań w zakresie zarządzania finansowego.

Podsumowanie

Przedsiębiorstwa międzynarodowe, a w szczególności duże korporacje, charakteryzuje zazwyczaj znaczna dywersyfikacja w skali międzynarodowej zarówno prowadzonej działalności, jak i źródeł jej finansowania. Tworzą one rozbudowane sieci powiązanych ze sobą podmiotów pochodzących z różnych krajów. Realizacja celów korporacji międzynarodowej – osiągnięcie oczekiwanych wskaźników rentowości i zapewnienie możliwości zrównoważonego rozwoju – wymagają sprawnego zarządzania finansowego nie tylko na poziomie całej korporacji, ale i w poszczególnych podmiotach, wchodzących w jej skład. Korporacje międzynarodowe są miejscem, gdzie podlegają praktycznej weryfikacji nowe koncepcje teoretyczne w zakresie zarządzania finansami międzynarodowymi. Z kolei problemy, z jakimi mają do czynienia zarządzający przepływami pieniężnymi oraz transferami kapitału w skali międzynarodowej, stają się w wielu przypadkach impulsem do poszukiwania nowych rozwiązań (metod, form i instrumentów finansowych), wyznaczając w ten sposób kierunki rozwoju zarządzania finansowego.

Przypisy

- ¹ Szerzej o procesach globalizacji: A. Zorska, *Ku globalizacji? Przemiany w korporacjach transnarodowych i gospodarce światowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 13–21.
- ² O kierunkach rozwoju rynków finansowych na świecie jest mowa m.in. w: A. Sławiński, *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa 2006, s. 25–28.
- ³ O finansowaniu wewnątrz korporacyjnym piszą m.in. R. Click i J. Coval w: *Theory and Practice of International Financial Management*, Prentice Hall, Upper Saddle River 2002, s. 139–152.
- ⁴ Szerzej metodologia cen transferowych jest opisana w: *Ceny transferowe. Skuteczne zarządzanie ryzykiem podatkowym*, Deloitte, Biblioteka Prawna „Rzeczpospolitej” 2006, s. 32–40.
- ⁵ Szersze omówienie tych form finansowania znajduje się w: A. Dulinić, *Specyfika finansowania przedsiębiorstw w ramach korporacji międzynarodowej*, „Bank i Kredyt” 2004, nr 5, s. 38–39.
- ⁶ Por. E. Najlepszy, *Zarządzanie finansami międzynarodowymi*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2000, s. 184–189.
- ⁷ T. Copeland, V. Antikarov, *Real Options: Meeting the Georgetown Challenge*, „Journal of Applied Corporate Finance” 2005, No 2, s. 33.
- ⁸ A. Triantis, A. Borison, *Real Options: State of The Practice*, „Journal of Applied Corporate Finance” 2001, No 2, s. 10.
- ⁹ R. McDonald, *The Role of Real Options in Capital Budgeting: Theory and Practice*, „Journal of Applied Corporate Finance” 2006, No 2, s. 28–39.
- ¹⁰ A. Damodaran, *The Promise of Real Options*, „Journal of Applied Corporate Finance” 2000, No 2, s. 29–43.
- ¹¹ Por. A. Dulinić, *Globalizacja rynków kapitałowych a koszt kapitału w inwestycjach zagranicznych*, w: red. W. Pluta, *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. O. Langego we Wrocławiu, nr 1042/2004, t. 1, s. 181–189.
- ¹² Szerzej na temat szacowania współczynników beta dla kraju lokalizacji inwestycji zagranicznej m.in. w: A. Shapiro, *Multinational Financial Management*, Prentice Hall, Upper Saddle River 1996, s. 576–579.
- ¹³ R. Stulz, *Globalization, Corporate Finance and the Cost of Capital*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1999, No 3, s. 12–13.
- ¹⁴ C. Culp, *The Revolution in Corporate Risk Management: A Decade of Innovation In Process and Products*, „Journal of Applied Corporate Finance” 2002, No 4, s. 8–26.
- ¹⁵ Szerzej na temat tych instrumentów w: A. Dulinić, *Instrumenty finansowania warunkowego*, w: *Przekształcenia rynku finansowego Polsce, część II – Problemy zarządzania finansami przedsiębiorstw*, red. P. Karpuś, J. Węclawski, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2005, s. 161–170.

* * *

Directions of finance management development of international enterprises (Summary)

The expansion of enterprises particularly in regard to large corporations is of an international scale, and in many cases even global one. They carry out operational and investment activity on many markets often covering with their range almost all world. There emerges a network of intertwined entities from different countries. The increasingly large role in international exchange play internal transactions – concluded between the entities comprising a given transnational corporation. There is no doubt that it influences shaping of monetary flows between these entities and the level of their income, as well as the methods of financing and managing financial liquidity used within the range of international corporation.

Globalization of the enterprises' activity enables diversification of both: investment stock, as well as the sources of investments financing, therefore – diversification of risk. It facilitates risk reduction and reduction of cost of capital financing activity of international enterprises.

The effect of globalization processes and technological progress is dynamic development of financial markets. Finance managers in enterprises are gaining access to successive new, often highly innovative financial instruments, while costs of financing are decreasing on the liquid markets. There is also observed integration of national capital markets.

Among the most important directions in the development of financial management in international enterprises should be included:

- working out specific methods of management internal monetary flows of international corporations,
- improvement of methods of evaluation of foreign investment projects,
- universalization of new methods and instruments of management of risk related to the enterprises' activity on the international scale.

These tendencies have been characterised by the Author in the article.