

FINANSE

WE WSPÓŁCZESNYCH PROCESACH KREOWANIA WARTOŚCI

Wiesława Caputa
Danuta Sz wajca (red.)



 CEDEWU.PL

WYDAWNICTWA FACHOWE

Recenzenci: Prof. dr hab. Alfreda Zachorowska
Dr hab. Jan Ostoj

Wydanie publikacji dofinansowane przez Politechnikę Śląską w Gliwicach.

© Copyright do wydania polskiego CeDeWu Sp. z o.o.

Wszelkie prawa zastrzeżone.

Zabronione jest kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakimkolwiek celu oraz postaci bez pisemnej zgody autorów i wydawcy.

Projekt okładki: Agnieszka Natalia Bury

DTP: CeDeWu Sp. z o.o.

Wydanie I, Warszawa 2008

ISBN 978-83-7556-130-2

EAN 9788375561302

Wydanie I elektroniczne, Warszawa 2015

ISBN 978-83-7941-215-0

Wydawca: CeDeWu Sp. z o.o.

00-680 Warszawa, ul. Żurawia 47/49

e-mail: cedewu@cedewu.pl

Studio DTP: (4822) 396 15 06

Redakcja wydawnictwa: (4822) 396 15 03

Fax: (4822) 827 38 89

Sekretariat zarządu: (4822) 374 90 20, 374 90 22

Księgarnia Ekonomiczna

00-680 Warszawa, ul. Żurawia 47

Tel.: (4822) 396 15 00...01

Fax: (4822) 827 38 89

Ekonomiczna Księgarnia Internetowa

www.cedewu.pl

www.4books.pl

Spis treści

Wprowadzenie	9
--------------------	---

Część I

Rynek finansowy i jego instrumenty w obliczu globalizacji

1. Globalizacja rynków finansowych jako zewnętrzne źródło finansowania krajów rozwijających się – <i>Eric Ambukita</i>	13
1.1. Istota globalizacji rynku finansowego	13
1.2. Czynniki globalizacji rynków finansowych	15
1.3. Globalizacja finansowa a zewnętrzne źródła finansowania rozwoju krajów rozwijających się	16
Bibliografia	21
2. Czynniki wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstw podejmujących międzynarodową ekspansję – <i>Alina Gorczyńska</i>	23
2.1. Międzynarodowa ekspansja przedsiębiorstw jako przejaw działalności przedsiębiorstw w warunkach gospodarki globalnej	23
2.2. Czynniki wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstw	24
2.3. Czynniki wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstw podejmujących ekspansję produktową, zasobową oraz kapitałową	26
2.4. Czynniki wzrostu wartości rynkowej LPP na skutek podjętej międzynarodowej ekspansji	28
Bibliografia	33
3. Wpływ polityki pieniężnej na koniunkturę gospodarczą w Polsce w latach 1992-2006 – <i>Mariusz Zieliński</i>	35
3.1. Cele polityki pieniężnej	35
3.2. Wpływ polityki pieniężnej na decyzje przedsiębiorstw	36
3.3. Polityka pieniężna a koniunktura gospodarcza w Polsce w latach 1992-2006 ...	38
Bibliografia	43

4. Nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw a zmiany struktury produkcji gospodarki polskiej – Joanna Rydarowska-Kurzbauer	45
4.1. Zmiany struktury gospodarczej a inwestycje przedsiębiorstw	45
4.2. Dynamika oraz niektóre kierunki zmian struktury PKB w latach 1990-2006 ...	46
4.3. Dynamika i główne kierunki inwestowania polskich przedsiębiorstw w latach 1990-2006.	49
Bibliografia	57
5. Przejawy wzrostu efektywności w fuzjach i przejęciach w Polsce – Izabela Jonek-Kowalska	59
5.1. Fuzje i przejęcia – aspekty teoretyczne	59
5.2. Fuzje i przejęcia w Polsce i na świecie	61
5.3. Ocena efektywności fuzji i przejęć w Polsce z wykorzystaniem EVA	65
Bibliografia	70

Część II

Inwestycje i ryzyko w działalności gospodarczej

1. Decyzje inwestycyjne podmiotów gospodarczych jako element zarządzania finansami w erze informacji – Aneta Michalak	73
1.1. Rola decyzji inwestycyjnych we współczesnym zarządzaniu finansami podmiotów gospodarczych	73
1.2. Decyzje inwestycyjne w cyklu rozwojowym przedsięwzięcia inwestycyjnego ...	74
1.3. Zakres decyzji inwestycyjnych i ich rola w zarządzaniu inwestycjami.	76
1.4. Rodzaje decyzji inwestycyjnych	78
1.5. Ryzyko decyzji inwestycyjnych	79
Bibliografia	80
2. Dylematy zarządzania finansami przedsiębiorstwa w dobie innowacji – Grażyna Storoniak-Palczak.	83
2.1. Działalność przedsiębiorstwa w uwikłaniu ryzyka.	83
2.2. Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa jako proces informacyjno-decyzyjny ..	85
2.2.1. Informacja na usługach racjonalności metodologicznej decyzji finansowych	86
2.2.2. Praktyki sterowania potencjałem informacyjnym a racjonalność rzeczowa i efektywność decyzji finansowych	88

3. Strategie inwestycyjne w obliczu spadku ceny instrumentu finansowego	
– <i>Milena Kabza, Rafał Wójcikowski</i>	95
3.1. Opcje jako instrument pozwalający na zabezpieczenie się przed dużą zmiennością notowań lub panującą <i>bessą</i>	95
3.2. Strategie inwestycyjne w czasie spadku ceny instrumentu bazowego	96
3.3. Przykłady zastosowania wybranych strategii opcyjnych przy dużej zmienności cen na rynku	99
Bibliografia	102
4. Strategie zarządzania ryzykiem – <i>Arkadiusz Wawiernia</i>	103
4.1. Strategia a cel działalności przedsiębiorstwa	103
4.2. Strategia a ryzyko	104
4.3. Strategie zarządzania ryzykiem	106
Bibliografia	110
5. Ryzyko kredytowe w działalności banków komercyjnych	
– <i>Alfreda Zachorowska, Agnieszka Wójcik-Mazur</i>	111
5.1. Ryzyko a niepewność w życiu gospodarczym	111
5.2. Istota i znaczenie ryzyka kredytowego w działalności banków komercyjnych	112
5.3. Istota zarządzania ryzykiem kredytowym	114
Bibliografia	119
Część III	
Problemy wyceny wartości przedsiębiorstwa	
1. Wycena, źródła wartości a cel działania przedsiębiorstwa – <i>Alina Gorczyńska</i>	123
1.1. Istota wyceny wartości przedsiębiorstwa	123
1.2. Niejednoznaczność wyceny z punktu widzenia źródeł wartości przedsiębiorstwa	124
1.3. Zasoby jako źródła wartości przedsiębiorstwa	125
1.4. Metody wyceny z punktu widzenia realizacji celu przez przedsiębiorstwo	128
Bibliografia	131
2. Migracja wartości w ujęciu faz życia przedsiębiorstwa – <i>Anna Pyka</i>	133
2.1. Sformułowanie celu przedsiębiorstwa	133
2.2. Ekonomiczna wartość dodana w formule rynkowej wartości dodanej	134

2.3. Czynniki kształtujące rynkową wartość dodaną a fazy cyklu życia	135
2.4. Wpływ źródeł ryzyka na tworzenie wartości w fazowym ujęciu życia przedsiębiorstwa	137
Bibliografia	142
3. Wartość bilansowa, wartość podatkowa a wartość rynkowa przedsiębiorstwa – analiza porównawcza – <i>Rafał Wójcikowski, Agnieszka Wencel, Urszula Wójcikowska</i>.	145
3.1. Podatek dochodowy odroczony i jego wpływ na wartość bilansową przedsiębiorstwa	145
3.2. Wartość podatkowa przedsiębiorstwa	149
3.3. Opis materiału statystycznego	151
3.4. Metodologia badań	152
Bibliografia	157
4. Wpływ struktury kapitału na wycenę spółek giełdowych – <i>Artur Paździor</i>	159
4.1. Źródła finansowania działalności przedsiębiorstwa.	159
4.2. Teorie struktury kapitału	160
4.3. Struktura kapitału a wartość rynkowa wybranych spółek z indeksu WIG20 . . .	163
Bibliografia	166

Część IV

Finansowe aspekty zarządzania aktywami niematerialnymi

1. Kapitał intelektualny a wartość firmy – <i>Ewa Jabłońska-Kośmider</i>	169
1.1. Wartości niematerialne jako zasoby ekonomiczne	169
1.2. Struktura kapitału intelektualnego	171
1.3. Mierzenie kapitału intelektualnego	173
Bibliografia	175
2. Wybrane metody pomiaru kapitału intelektualnego – <i>Wiesława Caputa</i>	177
2.1. Potencjał konkurencyjności przedsiębiorstwa w erze informacji.	177
2.2. Kapitał intelektualny jako pochodna kompetencji przedsiębiorstwa	179
2.3. Pomiar i raportowanie kapitału intelektualnego	180
Bibliografia	188

3. Wykorzystanie narzędzi finansowych BEP i ROI w zarządzaniu zasobami marketingowymi – możliwości i ograniczenia – <i>Danuta Sz wajca</i>	191
3.1. Obszary zastosowania narzędzi finansowych w sferze marketingu	191
3.2. Pojęcie i rodzaje zasobów marketingowych.	192
3.3. Zakres wykorzystania prognozy rentowności	194
3.4. Wykorzystanie stopy zwrotu z inwestycji.	198
Bibliografia	203
4. Drzewo wartości w procesie kreowania kapitału klienta – <i>Wiesława Caputa</i> . . .	205
4.1. Kapitał klientów jako źródło wartości przedsiębiorstwa	205
4.2. Komponenty kapitału klienta.	207
4.3. Drzewo wartości w strategii kreowania kapitału klienta	211
Bibliografia	215
5. System motywacyjny jako czynnik wzrostu efektywności zasobów ludzkich – <i>Wiesław Janik</i>	217
5.1. Cele stawiane przed systemami motywacyjnymi	217
5.2. Kierunki zmian w systemie motywacyjnym przedsiębiorstw	221
Bibliografia	225
Część V	
System informacyjny rachunkowości w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw	
1. Uwarunkowania dla rozwoju międzynarodowego charakteru rachunkowości – <i>Maria Smejda</i>	229
1.1. Natura rachunkowości wobec wyzwań światowych procesów globalizacji	229
1.2. Determinanty rozwoju międzynarodowej rachunkowości	232
1.3. Sprawozdawczość finansowa w kontekście międzynarodowych różnic w rachunkowości	233
Bibliografia	237
2. Rachunkowość w procesie zarządzania wartością przedsiębiorstwa – <i>Wiesława Caputa</i>	239
2.1. Maksymalizacja wartości jako cel działalności przedsiębiorstwa.	239
2.2. Kluczowe determinanty wartości przedsiębiorstwa.	240

2.3. Rachunkowość w procesie zarządzania wartością przedsiębiorstwa	244
Bibliografia	249
3. Jakość rachunku kosztów a wartość informacyjna sprawozdań finansowych	
– <i>Bogna Sawicka</i>	251
3.1. Rachunek kosztów jako element rachunkowości	251
3.2. Okres amortyzacji środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych	252
3.3. Wycena produkcji niezakończonyj a jakość rachunku kosztów	253
3.4. Metody rozliczania pośrednich kosztów produkcji podstawowej a jakość rachunku kosztów	254
3.5. Sposób rozliczania kosztów produkcji pomocniczej a jakość rachunku kosztów	255
Bibliografia	258
4. O komparystyce finansowej (analizie finansowej, wskaźnikowej, porównawczej)	
– <i>Beniamin Włoszczowski</i>	259
4.1. Pojęcie analizy finansowej	259
4.2. Komparystyka finansowa i porównywalność	260
4.3. Brak porównywalności w ocenie płynności firmy	261
4.4. Postulat rezygnacji z tradycyjnych wskaźników płynności	262
4.5. Propozycja skonstruowania nowych wskaźników	263
4.6. Koncepcja rozwiązania problemu wskaźników jedno- i dwudniowych	265
Bibliografia	267
5. Dźwignia finansowa a elastyczność rentowności brutto kapitałów własnych	
– <i>Wojciech Sibilski</i>	269
5.1. Dźwignia finansowa i czynniki ją determinujące	269
5.2. Stopień dźwigni finansowej – dyskusja i pojęcia uzupełniające	273
5.3. Stopień strukturalny rentowności brutto kapitałów własnych oraz dźwigni finansowej	277
Bibliografia	279
6. Reakcje przedsiębiorstw na opodatkowanie – <i>Mariusz Zieliński</i>	281
6.1. Obciążenia podatkowe i paropodatkowe przedsiębiorstw	281
6.2. Fiskalizm a reakcja przedsiębiorstw	284
Bibliografia	289

Wprowadzenie

Zmieniające się uwarunkowania działalności podmiotów gospodarczych, związane z postępującą globalizacją, nasileniem konkurencji i rosnącymi oczekiwaniami inwestorów, wyznaczyły nową perspektywę w postrzeganiu kluczowego celu funkcjonowania przedsiębiorstwa – perspektywę właściciela akcjonariusza. Konsekwencją tego jest konieczność podporządkowania wszystkich działań i procesów zachodzących w przedsiębiorstwie kreowaniu jego wartości.

Orientacja na wzrost wartości rynkowej przedsiębiorstw wyzwoliła silną presję na poszukiwanie źródeł wartości dodanej. W erze informacji kreowanie wartości odbywa się przede wszystkim dzięki zasobom niematerialnym. Odzwierciedleniem tego faktu jest coraz większy udział kapitału intelektualnego i tworzących go aktywów niematerialnych w wartości rynkowej przedsiębiorstw, jak również wyższa rynkowa wycena firm opartych na zasobach wiedzy w stosunku do firm bazujących na tradycyjnych zasobach materialnych i finansowych.

Pomimo tak dużego znaczenia aktywów intelektualnych w tworzeniu wartości przedsiębiorstwa, aktywa te nie znajdują odbicia w tradycyjnych systemach informacyjnych, czego konsekwencją jest ograniczona możliwość zarządzania nimi. Jeżeli zatem celem zarządzania finansowego jest kreowanie wartości przedsiębiorstwa, musi ono koncentrować się nie na zarządzaniu tradycyjnymi aktywami, lecz zarządzaniu wiedzą i rozwijaniu umiejętności w zakresie gromadzenia i wykorzystania kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa. Oznacza to w szczególności konieczność: identyfikacji i wyceny kluczowych zasobów niematerialnych kreujących wartość przedsiębiorstwa, zbudowanie struktury wiążącej aktywa niematerialne i materialne z procesem tworzenia wartości, stworzenia systemu informacji dla zarządzania i monitorowania aktywów niematerialnych czy opracowania elastycznych procedur planowania, budżetowania i kontroli.

Chociaż od wielu lat podejmuje się próby pomiaru kapitału intelektualnego i jego składowych, do tej pory nie wypracowano jednolitego i powszechnie akceptowanego systemu. Ta luka informacyjna jest źródłem wielu problemów związanych m.in. z nieobiektywną wyceną rynkową firm, co prowadzi do zakłóceń na rynkach kapitałowych, czy też z niewłaściwą alokacją inwestycji, zarówno w skali mikro jak i makro. Kwestiom tym poświęcono niniejsze opracowanie.

CZĘŚĆ I

***RYNEK FINANSOWY
I JEGO INSTRUMENTY
W OBLICZU GLOBALIZACJI***

Globalizacja rynków finansowych jako zewnętrzne źródło finansowania krajów rozwijających się

Eric Ambukita

1.1. Istota globalizacji rynku finansowego

W literaturze przedmiotu istnieje wiele definicji globalizacji. Na przykład według J. Rymarczyka „Globalizacja jest to wyższy etap umiędzynarodowienia polegający na traktowaniu świata jako jednego rynku, co jest związane z niezwykle dużym wzrostem rozmiarów i intensywności powiązań pomiędzy krajami świata, opartych na przepływach kapitału, technologii, towarów, usług i ludzi”¹. Natomiast w niektórych opracowaniach Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW): „Globalizacja jest rozumiana jako proces pogłębiania powiązań ekonomicznych między krajami i regionami świata, wynikający z rosnącej swobody i szybkości zawierania i realizacji transakcji międzynarodowych oraz dokonywania transgranicznych przepływów dóbr, usług (szczególnie finansowych) i czynników produkcji (kapitału, informacji, wiedzy i pracy), któremu towarzyszą rozwój i upowszechnianie instytucji oraz mechanizmów charakterystycznych dla rozwiniętej gospodarki rynkowej”².

Według OECD globalizacja to „proces, w trakcie którego krajowe rynki produktów, kapitału i pracy stają się coraz bardziej zintegrowane ponad granicami”³. Według innej definicji „proces transgranicznej integracji finansowej oznacza otwarcie krajowych rynków i instytucji finansowych dla graczy zagranicznych, jak też zezwolenie lokalnym uczestnikom rynku na inwestowanie za granicą”⁴. Istnieją różne definicje dotyczące globalizacji, natomiast w literaturze przedmiotu przyjmuje się dość powszechnie, że jedną z głównych cech współczesnej fazy procesu globalizacji jest zwiększenie międzynarodowej mobilności kapitału, jak i innych czynników wytwórczych, w tym pracy i wiedzy. W warunkach globalizacji wzrasta także znaczenie mobilności kapitału, co powoduje, iż przewagi we względnych kosztach wytwarzania i oparta na nich spe-

globalizacja tracą sens, podobnie jak podział na produkcję krajową i zagraniczną. Jak wspomniano wyżej, postępowi globalizacji sprzyja liberalizacja warunków przepływów czynników wytwórczych między krajami. Następuje ona zarówno w skali poszczególnych krajów, jak i w skali całego świata.

Globalizacja finansowa jest na ogół utożsamiana z globalizacją rynków kapitałowych. W niektórych pracach teoretycznych i empirycznych poświęconych globalizacji i jej elementom składowym, w tym globalizacji w zakresie handlu, a także finansów, utożsamia się pojęcia globalizacji oraz integracji i otwartości gospodarczej.

Globalizacja rynków finansowych polega na funkcjonalnym powiązaniu i silnym zespoleniu narodowych rynków walutowych, pieniężnych i kredytowych w jeden, globalny rynek finansowy⁵. Podstawowym czynnikiem, który sprzyja narastaniu powiązań tych rynków jest liberalizacja międzynarodowych przepływów kapitałowych. Oznacza ona znoszenie restrykcji i administracyjnych reguł w transakcjach finansowych pomiędzy rezydentami i nierezydentami. Dzięki temu, następuje łatwiejszy przepływ kapitałów pomiędzy poszczególnymi rynkami oraz coraz więcej podmiotów ma możliwość uczestniczenia w tego typu transakcjach. Kapitał jest najbardziej płynnym wśród czynników produkcji. Według wielu teorii makroekonomicznych (np. Model Solowa-Swana) to jeden z czynników wzrostu gospodarczego, dlatego poszczególne kraje konkurują między sobą w przyciąganiu go.

Globalizacja rynków finansowych jest częścią szerszego zjawiska, którym jest globalizacja gospodarek narodowych. Intensywny wzrost międzynarodowej wymiany towarów i usług, który postępuje od początku lat 60. ubiegłego wieku, pociągnął za sobą zwiększenie przepływów kapitałowych. Proces globalizacji na rynkach finansowych rozpoczął się po upadku systemu walutowego Bretton Woods. Wyrazne przyspieszenie globalizacji rynków finansowych nastąpiło w latach 80. i 90. XX wieku oraz w początkach nowego stulecia, tj. w okresie głębokiej liberalizacji obrotów kapitałowych, dominacji systemu płynnych kursów walutowych, burzliwego rozwoju rynków i instrumentów finansowych oraz gwałtownej rewolucji informatycznej i telekomunikacyjnej. Od 1973 r. handel międzynarodowy rósł średnio w tempie 11% rocznie (z 22% PKB w 1973 r. do ponad 40% PKB w 2002 r.), natomiast przepływy kapitałowe wzrosły z 7% światowego PKB w 1973 r. do ponad 20% PKB w 2002 r.⁶

Współczesne międzynarodowe strumienie kapitałowe różnią się jednak znacznie od obrotów kapitałowych z czasów standardu waluty złotej. Według autorów raportu Komisji Europejskiej, większą rolę odgrywają obecnie krótkookresowe ruchy kapitału między krajami rozwiniętymi, służące osłonie i dystrybucji ryzyka, niż długoterminowe lokowanie oszczędności przez kraje o bogatych zasobach kapitałowych w krajach słabo rozwiniętych, potrzebujących kapitału na cele rozwojowe. Drugą charakterystyczną cechą współczesnych obrotów kapitałowych jest rosnący udział bezpośrednich inwestycji zagranicznych realizowanych głównie przez międzynarodowe korporacje⁷.

Badania ekspertów międzynarodowych organizacji wykazały, że zarówno globalizacji finansowej, jak i integracji regionalnej, oprócz korzyści towarzyszą także koszty i ryzyko. Dzieje się tak dlatego, że globalizacja rynków finansowych może, w pewnych warunkach, zwiększać podatność kraju na kryzysy finansowe i gospodarcze. Zarażenie kryzysem z zewnątrz i odwrócenie kierunku przepływów kapitałowych może prowadzić do spadku poziomu cen aktywów finansowych, spadku aktywności gospodarczej, upadku wielu przedsiębiorstw krajowych, a także kryzysu bankowego, ograniczenia wzrostu produkcji i zatrudnienia, co powoduje obniżenie tempa wzrostu gospodarczego. Przykładem może być obecny kryzys finansowy w USA, narastający od 14 września 2008 r., gdzie mamy do czynienia z niespotykanym dotąd zjawiskiem, ponieważ dotknął on samego serca systemu finansowego, a nie jego peryferii. Niektóre części świata są nim objęte mniej lub bardziej, ale spowolnienie jest powszechne. Dotyczy to całej gospodarki światowej – także Chin i krajów Europy.

1.2. Czynniki globalizacji rynków finansowych

Do najważniejszych czynników, które prowadzą do globalizacji rynków finansowych należy zaliczyć m.in.:

- liberalizację krajowych rynków finansowych i związaną z tym rosnącą konkurencją między instytucjami finansowymi,
- postęp technologiczny w dziedzinie informatyki i telekomunikacji,
- szybszy przepływ informacji oraz standaryzację informacji,
- globalizację gospodarek krajowych w różnych wymiarach (handel, instytucje, struktura własności, kapitał, wiedza),
- postęp globalnej konwergencji dochodów i technologii wspomagany, zwłaszcza w krajach rozwijających się, przez wzrost obrotów handlowych i kapitałowych, połączonych z szybkim rozwojem kapitału ludzkiego,
- bezprecedensowe pogłębienie się integracji w sferze handlu i rynków kapitałowych.

Liberalizacja krajowych rynków finansowych wyeliminowała ograniczenia w funkcjonowaniu zarówno krajowych, jak i zagranicznych podmiotów finansowych. Zmianie uległy regulacje dotyczące zakresu usług wykonywanych przez banki i inne instytucje finansowe. Stworzono ramy prawne umożliwiające zwiększenie aktywności niebankowych instytucji finansowych (fundusze emerytalne, firmy ubezpieczeniowe itp.) Wreszcie zmniejszono lub wyeliminowano ograniczenia w dostępie nierezydentów do krajowych rynków finansowych. Natomiast czynnikiem o największym znaczeniu – z punktu widzenia globalizacji rynków finansowych – była liberalizacja przepływów kapitałowych. Obejmowała ona przede wszystkim likwidowanie ograniczeń uniemożliwiających swobodny przepływ kapitału pomiędzy krajami. Liberalizacja

przepływów kapitałowych i rynków finansowych w niektórych krajach realizowana była zgodnie z programami stabilizacyjnymi zalecanymi przez Bank Światowy i Międzynarodowy Fundusz Walutowy.

Postęp technologiczny w dziedzinie informatyki i telekomunikacji przyspieszył globalną realokację produkcji, wynikającą z dążenia do obniżki kosztów. W szczególności dynamiczny rozwój Internetu i systemów baz danych w bardzo istotny sposób wpłynął na globalizację rynków finansowych. Nowoczesne technologie zwiększyły zdolność kreowania i wprowadzania na rynek nowych, tańszych produktów i usług finansowych. Zwiększenie mocy obliczeniowych umożliwiło wycenę skomplikowanych instrumentów finansowych – opcji, swapów, obligacji zamiennych. Przyczyniło się to do szybkiego rozwoju rynku instrumentów pochodnych. Rozwój technologii informatycznych i telekomunikacyjnych ułatwił szybkie pozyskiwanie i przetwarzanie informacji niezbędnych do działania na rynku finansowym. Informacja wykorzystywana na rynkach finansowych stała się takim samym towarem jak wiele innych.

[Rozwój nowoczesnej infrastruktury rynku finansowego obejmował również zmiany regulacyjne (np. prawo upadłościowe) oraz powstanie nowoczesnych systemów transakcyjnych, płatności, rozliczeń, zarządzania ryzykiem i specjalistycznych serwisów informacyjnych – Reuters, Bloomberg. Giełdy papierów wartościowych oraz brokerzy stworzyli nowoczesne platformy handlu, które umożliwiają szybkie kojarzenie składanych ofert, zawieranie transakcji i pełną automatyzację procesów związanych z potwierdzeniem i rozliczeniem tych transakcji. Rozwój infrastruktury likwidował bariery dalszej globalizacji rynków. Na przykład, czynnikiem krępującym rozwój rynku walutowego w latach 90. było ryzyko rozliczeniowe. W odpowiedzi na to, najbardziej aktywne na rynku walutowym banki stworzyły nowy system rozliczeniowy CLS funkcjonujący na zasadzie *payment versus payment*. Nowy, ponadnarodowy system, znacznie ograniczył ryzyko kredytowe i płynności w operacjach wymiany walut, a przez to pozwolił na zwiększenie aktywności banków na rynku walutowym. Aktualnie w CLS Banku rozlicznych jest 15 walut. System obniżył także koszty banków, gdyż pozwolił zmniejszyć ilość instrukcji płatniczych i wartość środków transferowanych w lokalnych systemach płatniczych.]

1.3. Globalizacja finansowa a zewnętrzne źródła finansowania rozwoju krajów rozwijających się

Przepływy kapitału w skali międzynarodowej odznaczały się w poszczególnych okresach pewnymi charakterystycznymi cechami. W latach 1870-1914 dominującym źródłem kapitałów była Wielka Brytania, większość z nich kierowano do krajów bardziej rozwiniętych, takich jak USA, Kanada, Australia. Przekazywanie bowiem kapitałów do krajów biednych nie gwarantowało osiągnięcia wysokiej stopy zysku⁸. Po II wojnie

światowej w latach 50. i 60. znaczna część pożyczek na cele rozwojowe pochodziła od wierzycieli oficjalnych. Były one udzielane m.in. przez MFW i Bank Światowy (BS).

Ponadto, podstawowym źródłem trwałego wzrostu i rozwoju gospodarczego każdego kraju powinny być jego siły wewnętrzne. W krajach słabo rozwiniętych możliwości rozwoju tkwiące w wewnętrznych siłach tych krajów są obecnie znikome. Brak jest więc możliwości szybkiego rozwoju wyłącznie w oparciu o własne siły. Ponadto, – wynikające z niskiego poziomu rozwoju gospodarczego widmo „epidemii śmierci głodowej” jest dla wielu z tych krajów realne i stosunkowo bliskie. W celu zapobieżenia tej sytuacji niezbędne jest użycie zasobów zewnętrznych jako dodatkowego źródła zasilającego w procesie przyspieszonego wzrostu gospodarczego. Zewnętrzne źródła finansowania umożliwiają krajom rozwijającym się inwestowanie większe, niż byłoby to możliwe przy wykorzystaniu tylko ich wewnętrznych oszczędności, które są zbyt małe w stosunku do potrzeb wynikających z realizacji programów rozwojowych.

W teorii ekonomii przyjmuje się założenie, że kapitał zagraniczny ma stanowić tylko uzupełnienie krajowej akumulacji, a nie być głównym źródłem finansowania inwestycji. Natomiast w praktyce gospodarczej większości krajów rozwijających się zdarzało się, że bardzo ambitne rządowe programy inwestycyjne były realizowane przede wszystkim ze źródeł zewnętrznych. Inwestycje te dotyczyły przede wszystkim infrastruktury, a więc wymagały olbrzymich nakładów i długiego okresu realizacji. Korzystanie przez kraje rozwijające się z zewnętrznych środków finansowania zarówno przyspiesza ich rozwój, jak i prowadzi do ponoszenia przez nie względnych strat. Wpływ na przyspieszenie rozwoju mógłby być jednak większy, a towarzyszące napływowi zasobów zewnętrznych straty względnie mniejsze, gdyby zmieniono zasady, na jakich one napływają oraz warunki, w jakich są one wykorzystywane.

[Swoboda dostępu do zagranicznych źródeł finansowania jest korzystna dla krajów rozwijających się, które dzięki temu mogą inwestować w rozwój swojej gospodarki więcej, niż umożliwiłyby to wewnętrzne oszczędności. Różnica pomiędzy wydatkami inwestycyjnym a oszczędnościami krajowymi jest miarą pożyczonych środków z zagranicy. Brak równowagi pomiędzy krajowymi oszczędnościami a inwestycjami wyraża się rosnącym deficytem obrotów bieżących. Jednakże coraz częściej wyrażanym ostatnio poglądem jest utożsamianie wysokiej nierównowagi zewnętrznej z napływem kapitału zagranicznego. Jest to argumentowane w ten sposób, że napływ kapitału zagranicznego, poprzez zwiększenie podaży dewiz na rynku walutowym wywołuje tendencję w kierunku aprecjacji krajowej waluty, co prowadzi do pogorszenia konkurencyjności krajowych eksporterów, a co za tym idzie prowadzi do pogłębienia deficytu obrotów bieżących (np. w 2007 r. z powodu aprecjacji złotego Polska poniosła straty rządu 12 mld zł, co spowodowało, że w przeliczeniu na złote wartość rezerw dewizowych zmniejszyła się).]

Napływy zagranicznego kapitału przybierały różne formy w różnych okresach historycznych. Do końca lat 80. kapitał portfelowy był praktycznie niedostępny dla krajów rozwijających się, gdyż nie było warunków prawnych, politycznych i ekonomicznych dla jego napływu. Dopiero zażegnanie kryzysu zadłużeniowego lat 80. i popra-

wa perspektyw wzrostu, w połączeniu z deregulacją i liberalizacją gospodarek, stworzyły stosowne warunki. Znaczenie poszczególnych źródeł i formy napływu kapitału pożyczkowego zmieniały się w czasie, ale wszystkie są nadal wykorzystywane przez kraje rozwijające się (patrz tabela 1.1, która zawiera zestawienie wielkości napływu netto kapitału⁹ długoterminowego do krajów rozwijających się z podziałem na źródła oficjalne i prywatne).

Tabela 1.1. Napływ netto kapitału długoterminowego do krajów rozwijających się w latach 1982-2005 (w mld USD)

Lata	1982	1985	1988	1991	1994	1997	2000	2003	2004	2005
Oficjalny	36,3	35,1	37,5	61,7	46,2	35	33,7	29	36,2	22,2
Prywatny	54,7	26,7	38,6	51	156	284	194	217	327	421
Razem	91	61,8	76,1	112,7	202,2	319	227,7	246	363,2	443,2

Źródło: Opracowane własne na podstawie danych World Bank, *Global Development Finance 2006*, Washington D.C., 2006 (wersja elektroniczna CD-ROM).

W badanym okresie można wyróżnić cztery podokresy występujących na przemian wzrostów i spadków napływu kapitału zagranicznego: 1982-1989, 1990-1997, 1998-2002 i od 2003 do dziś. Okresy te obrazują wzrosty i spadki napływu kapitału do krajów rozwijających się. Przed pierwszym okresem (1970-1982) nastąpił wzrost płynności w międzynarodowym systemie bankowym. W okresie tym dopływ netto kapitału ze źródeł prywatnych wzrósł z 5 mld do 55 mld USD, czyli 11-krotnie i został zahamowany wybuchem kryzysu zadłużeniowego w krajach Ameryki Łacińskiej w 1982 r. Kryzys ten spowodował ograniczenie napływu netto kapitału prywatnego do wysokości średnio 32 mld USD rocznie w okresie 1983-1989. Natomiast w latach 1990-1997 nastąpił wzrost prywatnej aktywności kredytowej, a dopływ netto kapitału prywatnego wzrósł 7-krotnie (z 42 mld USD do 284 mld USD). Wzrost ten został tym razem zahamowany wybuchem kryzysu finansowego w krajach azjatyckich (1997-1998), który rozpoczął się w Tajlandii w połowie 1997 r. W drugiej połowie 1997 r. przez pięć krajów Azji Południowo-Wschodniej, a także przez inne kraje rozwijające się (m.in. Brazylię, Argentynę, Turcję) przeszła wielka fala odpływu prywatnego kapitału zagranicznego, który w latach 90. intensywnie do nich napływał. Sytuacja ta poprawiła się w 2003 r. i do dziś obserwujemy tendencję wzrostu napływu kapitału ze źródeł prywatnych, który w 2005 r. osiągnął 421 mld USD. Ponadto, w badanym okresie, w przepływie kapitału prywatnego do krajów rozwijających się zaszły istotne zmiany (patrz tabela 1.2). Przed 1982 r. (w latach 1970-1982) głównym źródłem zewnętrznego finansowania były kredyty banków komercyjnych, które łącznie z kredytami handlowymi stanowiły napływ kapitału prywatnego. Pierwsze zmiany w strukturze napływu kapitału prywatnego przyniósł kryzys zadłużeniowy lat 80. Banki komercyjne, najbardziej dotknięte niewypłacalnością dużej liczby krajów rozwijających się, ograniczyły udzielanie nowych kredytów. W efekcie udział kredytów bankowych w latach 1983-1989 obniżył się.

Tabela 1.2. Napływ netto długoterminowego kapitału prywatnego do krajów rozwijających się w latach 1982- 2005 (w mld USD)

Lata	1982	1985	1988	1991	1994	1997	2000	2003	2004	2005
BIZ	11,6	11,8	18,1	31,9	86,9	169	169	162	211	238
Akcje	0	0	0,7	5,8	27,9	30,6	14,1	25,2	37,6	61,4
Obligacje	4,9	3,7	3,2	8,3	28,5	38,4	20,5	26,4	43	61,7
Kredyty bankowe	28,7	5,1	9,3	1,6	8,1	44	-5,2	9,8	39,4	67,4
Kredyty handlowe	9,5	6,1	7,3	3,6	4,8	2,7	-3,8	-5,9	-4,6	-6,7
Razem	54,7	26,7	38,6	51,2	156	284	194	217	327	421

Źródło: Opracowane własne na podstawie danych World Bank, *Global Development Finance 2006*, Washington D.C., 2006 (wersja elektroniczna CD-ROM).

Na podstawie danych zawartych w tabeli 1.2 można stwierdzić, że napływ kapitału zagranicznego do krajów rozwijających się w formie BIZ wzrastał w latach 90. BIZ stanowiły wtedy dominujące źródło finansowania rozwoju krajów rozwijających się i są nim do dziś. Jeżeli chodzi o obligacje, ich udział w latach 1990-1997 wzrósł do 15%, natomiast w tym samym okresie udział kredytów bankowych spadł do 8%. Następną zmianą w przepływie środków finansowych, polegała na pojawieniu się na początku lat 90. inwestycji pośrednich (potocznie nazywanych portfelowymi), występujących w formie kapitału akcyjnego i nastawionych na szybki zysk. W latach 1990-1997 napływ netto kapitału akcyjnego wynosił średnio 19 mld USD rocznie, po czym w latach 1998-2002 spadł do 9 mld USD rocznie (5%), by odrodzić się na wyższym poziomie 41 mld USD rocznie w latach 2003-2005. Powodem zmniejszenia się dopływu kapitału portfelowego w formie akcji i obligacji w latach 1998-2002 oraz zahamowania dopływu prywatnych kredytów bankowych i kredytów handlowych były kryzysy finansowe w krajach wschodzących gospodarek.

Wyżej opisane przemiany zachodzące na międzynarodowym rynku finansowym wywołują nowe zjawiska w zewnętrznym finansowaniu krajów rozwijających się. Dotyczą one przede wszystkim zmian w skali, formie oraz strukturze napływających z zagranicy kapitałów. Tabela 1.3 przedstawia saldo kapitału zagranicznego w krajach rozwijających się. Skala napływu kapitału w latach 90. była zróżnicowana. Największy napływ kapitału miał miejsce w latach 1995-1998 i wynosił średniorocznie około 300 mld USD, co było wielkością przeszło 7-krotnie wyższą niż w okresie wybuchu kryzysu zadłużeniowego. Natomiast w latach 1998-2000 napływ kapitału obniżył się znacznie, do poziomu około 220 mld USD. Stało się tak za sprawą przede wszystkim kryzysu azjatyckiego, który miał miejsce w latach 1997-1998 i podważył zaufanie inwestorów zagranicznych do krajów rozwijających się.

Napływ kapitału w relacji do PNB i eksportu w latach 90. był wyższy niż we wcześniejszej dekadzie, natomiast w porównaniu z okresem poprzedzającym wybuch kryzysu zadłużeniowego, przewaga ta miała miejsce jedynie w latach 1995-97. Jednakże nie wszystkie kraje rozwijające się odniosły sukces w przyciąganiu zagranicznych inwestorów w latach 90. Największa część kapitałów w tym okresie trafiła do Azji

Tabela 1.3. Saldo kapitału zagranicznego w krajach rozwijających się

Lata	1978-1981	1982-1989	1990-1993	1995-1997	1998-2000
Kapitał długoterminowy w mld USD	53,5	34,6	89,7	261,0	244,5
Kapitał krótkoterminowy w mld USD	22,6	5,4	24,7	41,2	-21,0
Kapitał ogółem w mld USD	76,1	40,0	114,4	302,2	223,5
Udziały kapitału ogółem w eksporcie	17,5	6,8	12,8	18,0	11,7
Udziały kapitału ogółem w PNB	3,8	1,4	2,8	5,0	3,7

Źródło: E. Fernandez-Arias, P. Montiel, *The surge in Capital Inflows to Developing countries: An Analytical Overview*, „The World Bank Economic Review”, 1996, nr 1, s. 52; *Global Development Finance*, World Bank, Washington D.C., 2001.

Wschodniej i Ameryki Łacińskiej, podczas gdy kraje afrykańskie korzystały głównie z oficjalnej pomocy rozwojowej. Napływ kapitału zagranicznego do kraju przyjmującego może wywoływać negatywne skutki, z kolei negatywne skutki globalizacji rynków finansowych prowadzą do kryzysu finansowego w gospodarce światowej. Doświadczenia z dotychczasowych kryzysów pokazują, że łączne straty krajów powstałe w wyniku tych załamań są tak duże, że często są wyższe od uzyskanych wcześniej korzyści przejawiających się wzrostem stopy życiowej.

Globalizacja rynków finansowych, handlu, produkcji i usług, podobnie jak i innych sfer funkcjonowania współczesnych gospodarek, w tym również w krajach rozwijających się, jest wielką szansą dla światowej gospodarki. Dzięki temu procesowi kraje rozwijające się mogą się modernizować i rosnąć znacznie szybciej niż poprzednio. Zagraniczne środki finansowania rozwoju krajów rozwijających się, z jednej strony – uzupełniają lukę dewizową bezpośrednio dostarczając lub oszczędzając dewizy, natomiast z drugiej strony – lukę tę zwiększają poprzez transfer zysków i dywidend oraz przez obciążenie oprocentowaniem od zaciągniętych kredytów. W tej sytuacji kraje rozwijające się powinny podjąć działania przynoszące korzyści i niwelujące względne straty wynikające z napływu zasobów zewnętrznych.

Przypisy

- ¹ Rymarczyk J., *Internacjonalizacja i globalizacja przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2004, s. 19.
- ² Kotyński J. (red.), *Globalizacja i integracja europejska. Szanse i zagrożenia dla polskiej gospodarki*, PWE, Warszawa 2005, s. 7.
- ³ OECD, *Economic Outlook. Vol. 71*, June 2007, Charter III: Making the Most of Globalisation, s. 2.
- ⁴ Garcia-Herrero A., Ph. Wooldridge, *Global and regional financial integration: Progress in emerging markets*, [In:] *International banking and financial market developments*, Bank for International Settlements BIS Quarterly Review, September 2007, s. 58.
- ⁵ Zabielski K., *Finanse międzynarodowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 250.
- ⁶ *Raport – UNCTAD 2003*.
- ⁷ Denis C., Kieran Mc Morrow and Werner Roger, *European Economy*, Economic Papers No. 254, July 2006, s. 23-24.
- ⁸ M. Gulcz, *Kraje rozwijające się a zewnętrzne źródki finansowania rozwoju*, PWN, Warszawa 1988, s. 9.
- ⁹ Napływ netto kapitału obejmuje kredyty długoterminowe (pomniejszone o spłacone raty kapitałowe), zagraniczne inwestycje bezpośrednie, inwestycje portfelowe i granty.

Bibliografia



- Albertini J.M., Silem A., *Comprendre les théories économiques, 2. Petit guide des grands courants*, Editions du Seuil, Paris 1987.
- Denis C., Kieran Mc Morrow and Werner Roger, *European Economy*, Economic Papers, No. 254, July 2006.
- Fernandez-Arias E., Montiel P., *The surge in Capital Inflows to Developing countries: An Analytical Overview*, „The World Bank Economic Review” 1996, nr 1, s. 52; *Global Development Finance*, World Bank, Washington D.C., 2001.
- Garcia-Herrero A., Wooldridge Ph., *Global and regional financial integration: Progress in emerging markets*.
- M. Gulcz, Kraje rozwijające się a zewnętrzne środki finansowania rozwoju, PWN, Warszawa 1988. In: *International banking and financial market developments*, Bank for International Settlements BIS Quarterly Review, September 2007.
- Kotyński J. (red.), *Globalizacja i integracja europejska. Szanse i zagrożenia dla polskiej gospodarki*, PWE, Warszawa 2005.
- Małecki W., *Globalizacja rynków finansowych – implikacje dla Polski*, Wydawnictwo Wizja Press & IT, Warszawa 2007.
- OECD, *Economic Outlook*, Vol. 71, June 2007, Charter III: Making the Most of Globalisation.
- Rymarczyk J., *Internacjonalizacja i globalizacja przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2004.
- Zabielski K., *Finanse międzynarodowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.

Czynniki wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstw podejmujących międzynarodową ekspansję

Alina Gorczyńska

2.1. Międzynarodowa ekspansja przedsiębiorstw jako przejaw działalności przedsiębiorstw w warunkach gospodarki globalnej

.....

Współczesna gospodarka przybiera charakter gospodarki globalnej. Jednym z jej przejawów jest umiędzynarodowienie działalności przedsiębiorstw. Na wzrost podejmowanych działań związanych z ekspansją zagraniczną miały z pewnością wpływ zmiany warunków otoczenia. Liberalizacja handlu międzynarodowego i przepływu kapitału zniwelowały, a w niektórych regionach zlikwidowały bariery swobodnego przemieszczania dóbr i usług oraz kapitału. Ponadto, rozwój technik informatycznych oraz środków transportu umożliwił fizyczne przemieszczanie się czynników produkcji. Przedsiębiorstwa, wykorzystując szanse, jakie im stwarza gospodarka globalna, rozszerzają swoją działalność na rynki zagraniczne, realizując w ten sposób swój cel nadrzędny.

Poprzez międzynarodową ekspansję rozumie się każdy rodzaj działalności gospodarczej podejmowany przez przedsiębiorstwo za granicą¹. Należy jednak zaznaczyć, iż międzynarodowa ekspansja nie może być jednorazowym działaniem, lecz procesem wyznaczanym przez horyzont ekspansji. Międzynarodową ekspansję przedsiębiorstwo realizuje przy wykorzystaniu różnych form². Najczęściej literatura jako formy międzynarodowej ekspansji wymienia: eksport/import, kontrakty na poddostawy, kontrakty na inwestycje pod klucz, kontrakty menedżerskie, licencjonowanie, franchising, inne formy aliansów strategicznych (niekapitałowych) oraz *joint venture*, a także samodzielne prowadzenie działalności gospodarczej za granicą w formie filii bądź oddziałów³. Rozpatrując formy międzynarodowej ekspansji, można zauważyć, iż w każ-

dej z form uczestniczą dwie strony: strona aktywna jako „dawca” produktu/zasobów/kapitału oraz strona pasywną jako ich „biorca”. Przedsiębiorstwo ekspansywne to takie, które podejmuje działania zorientowane na uzyskanie przewagi konkurencyjnej⁴. Natomiast, aby mogło tę przewagę uzyskać, musi w swych działaniach wyprzedzać konkurentów. To zaś z kolei wymaga, aby antycypowało zmiany zachodzące w otoczeniu i wykorzystywało je to budowy dystansu wobec innych przedsiębiorstw na rynku. Zatem przedsiębiorstwo realizujące międzynarodową ekspansję należy identyfikować jako stronę aktywną, a więc jako eksportera, sprzedawcę wyrobów lub usług objętych kontraktem, licencjodawcę, franchisingodawcę, podmiot tworzący *joint venture* za granicą bądź budujący nową jednostkę za granicą lub przejmujący przedsiębiorstwo tam funkcjonujące.

Międzynarodowa ekspansja, jak każde działania rynkowe, jest nakierowana na realizację celu. Współcześnie jako cel nadrzędny przedsiębiorstwa uznaje się maksymalizację wartości rynkowej⁵. Gospodarka globalna, poprzez złagodzenia, a wręcz zredukowanie barier w przepływie produktów, zasobów i kapitału, daje nowe możliwości podwyższania wartości. Natomiast podejmując decyzje nakierowane na maksymalizację wartości rynkowej, należy zidentyfikować czynniki, które stymulują wzrost/spadek tej wartości oraz określić, w jaki sposób podjęte działania mogą wpływać na ich wielkość.

2.2. Czynniki wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstw

Próbując określić czynniki wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstwa, należy określić pojęcie wartości rynkowej oraz dokonać jej kwantyfikacji.

Wartość rynkowa przedsiębiorstwa w ekonomii jest określana jako wynik kompromisu wartości wymiennej i wartości użytkowej przedsiębiorstwa, zweryfikowany przez racjonalnie postępujących uczestników rynku, czyli popyt i podaż⁶. Natomiast w celu kwantyfikacji wartości rynkowej przedsiębiorstwa dokonuje się jej wyceny. Przyjmując jako cel ekspansji wzrost wartości rynkowej, do kwantyfikacji tego celu wydają się być odpowiednie dochodowe metody wyceny. Metody dochodowe bowiem jako podstawę wyceny wartości rynkowej przedsiębiorstwa przyjmują zdolność rekombinowanych zasobów do generowania dochodu. W ujęciu dochodowym nie liczy się bowiem ilość i wartość zasobów, ale efektywność ich wykorzystania. Natomiast, im wyższy dochód będą wypracowywały rekombinowane zasoby, tym wyższa będzie wartość przedsiębiorstwa i w tym większym stopniu będzie następowała realizacja celu.

Metody dochodowe do wyceny wartości wykorzystują dochód ekonomiczny, który może być różnie definiowany⁷. Wśród grupy metod dochodowych na uwagę zasługuje metoda oparta na ekonomicznej wartości dodanej (EVA). Według tej metody, wartość rynkowa przedsiębiorstwa to suma zainwestowanego kapitału i tzw. premii (MVA)⁸. Jeśli rynkowa wartość dodana będzie dodatnia ($MVA > 0$), wówczas można

mówić o wzroście wartości przedsiębiorstwa, natomiast, jeśli rynkowa wartość przyjmie wartość ujemną ($MVA < 0$), wówczas mówi się o destrukcji wartości przedsiębiorstwa. Aby wystąpił efekt w postaci zwiększenia rynkowej wartości dodanej, przedsiębiorstwo musi na przestrzeni lat generować ekonomiczną wartość dodaną EVA, której strumień po zdyskontowaniu przyjmie wartość dodatnią.

Metoda wyceny oparta na sumie zdyskontowanych ekonomicznych wartości dodanych (EVA), co do wiarygodności szacowania wartości przedsiębiorstwa jest porównywalna do innych dochodowych metod wyceny, np. metody opartej na zdyskontowanych strumieniach pieniężnych (DCF)⁹. Jednakże przewagą tej metody jest to, iż formuła EVA daje nie tylko możliwość określenia wzrostu wartości rynkowej zakładając długi okres funkcjonowania przedsiębiorstwa, ale pozwala także na ocenę wyników przedsiębiorstwa (wzrostu wartości rynkowej) za dany okres (np. roku)¹⁰. Metoda ta ma jeszcze jedną zaletę. Otóż, ekonomiczną wartość dodaną (EVA) można dekomponować, dzięki czemu da się określić czynniki, które wpływają na wartość przedsiębiorstwa. Zatem ekonomiczna wartość dodana (EVA) daje pogląd przyczynowo-skutkowy na czynniki kształtujące wartość i pośrednio pozwala śledzić drogę wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Wzór na ekonomiczną wartość dodaną (EVA_t) kształtuje się następująco:

$$EVA_t = NOPAT_t - IC_{t-1} \times WACC_t$$

gdzie:

$NOPAT_t$ (*Netto Operation Profit after Tax*) – zysk operacyjny netto po opodatkowaniu,
 $WACC_t$ (*Weight Avarage Cost of Capital*) – koszt kapitału, obliczany jako średnia ważona kosztu kapitału obcego oraz kosztu kapitału własnego przedsiębiorstwa,

IC_{t-1} – kapitał zainwestowany.

Jak wynika ze wzoru, czynnikami decydującymi o wysokości ekonomicznej wartości dodanej (EVA) są wielkość zysku operacyjnego po opodatkowaniu (NOPAT), średnioważony koszt kapitału (WACC) oraz wielkość zainwestowanego kapitału (IC). NOPAT to zysk operacyjny (EBIT) po opodatkowaniu, a EBIT stanowi różnicę pomiędzy przychodami operacyjnymi i kosztami operacyjnymi¹¹. Średnioważony koszt kapitału (WACC) odzwierciedla średnią ważoną kosztu kapitału własnego oraz kosztu kapitału obcego przedsiębiorstwa¹². Natomiast zainwestowany kapitał (IC) to kapitał własny i zobowiązania, od których płacone są odsetki¹³.

Wzrost wartości rynkowej przedsiębiorstwa w danym okresie (np. jednego roku) mierzony ekonomiczną wartością dodaną EVA będzie miał miejsce w sytuacjach, gdy różnica między wielkością NOPAT a kosztem kapitału (liczonym jako iloraz zainwestowanego kapitału IC oraz średnioważonego kosztu kapitału WACC) będzie dodatnia.

2.3. Czynniki wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstw podejmujących ekspansję produktową, zasobową oraz kapitałową

Międzynarodowa ekspansja, jak zostało przedstawione, przebiega przy wykorzystaniu form ekspansji. Biorąc pod uwagę przedmiot ekspansji, można wyróżnić formy ekspansji produktowej, zasobowej i kapitałowej. Klasyfikacja ta pozwala na prześledzenie czynników wzrostu wartości rynkowej poszczególnych form.

Ekspansja produktowa obejmuje transakcje sprzedaży odnoszące się do produktów rzeczowych oraz usług. Obejmuje następujące formy ekspansji: eksport, kontrakty na poddostawy, kontrakty na inwestycje pod klucz oraz kontrakty menedżerskie¹⁴. W przypadku ekspansji produktowej, czynnikami decydującymi o wzroście wartości rynkowej są NOPAT, zainwestowany kapitał oraz średnioważony koszt kapitału (WACC). Na wzrost wartości rynkowej wpływ ma rosnący NOPAT. Jego podwyższenie następuje przede wszystkim na skutek wzrostu przychodów przedsiębiorstwa ze sprzedaży dóbr (eksport) bądź też usług (kontrakty)¹⁵. Poprzez dostęp do zagranicznych rynków zbytu następuje bowiem pozyskanie nowych odbiorców, którzy z czasem stają się nabywcami produktów/usług. Zwiększenie NOPAT może być także efektem niższych kosztów. W przypadku eksportu oraz świadczonych w ramach kontraktów usług, obniżenie kosztów może nastąpić w wyniku korzyści skali, prowadzącej do obniżenia kosztu jednostkowego i rozłożenia kosztów stałych na większą produkcję (w kraju i za granicą). Należy jednak pamiętać, iż ekspansja produktowa, oprócz zwiększonych przychodów i ewentualnych korzyści skali, generuje dodatkowe koszty operacyjne. Oprócz kosztów związanych z zwiększoną produkcją i sprzedażą produktów, ponoszone są koszty związane z wykorzystaniem dodatkowych zasobów w celu realizacji transakcji zagranicznych, np. nowych środków transportu, zdobywaniem potrzebnej informacji rynkowej dotyczącej otoczenia zagranicznego, jak i dopasowania produktu do wymagań odbiorcy zagranicznego itd.

Drugim czynnikiem wpływającym na ekonomiczną wartość dodaną jest zainwestowany kapitał (IC). Międzynarodowa ekspansja produktowa wiąże się z koniecznością ponoszenia dodatkowych kosztów, które wymagają finansowania. Zazwyczaj kapitał na ten cel jest pozyskiwany z emisji akcji, obligacji i kredytów inwestycyjnych. Trzecim czynnikiem wpływającym na wielkość EVA jest średnioważony koszt kapitału (WACC). W przypadku międzynarodowej ekspansji produktowej zmiana WACC wynika ze zmian oczekiwanej stopu zwrotu z kapitału zainwestowanego przez właścicieli. Jest to związane z ryzykiem, jakie ulega zmianie (zazwyczaj wzrasta) na skutek podjęcia sprzedaży poza granicami. Ponadto, średnioważony koszt kapitału (WACC) ulega zmianie w sytuacji pozyskania dodatkowego kapitału obcego w celu finansowania działalności zagranicznej.

Formy ekspansji zasobowej obejmują działania, w ramach których następuje użyczenie bądź sprzedaż zasobów. Należy do nich licencjonowanie, polegające na trans-

ferze poza granice kraju, objętych patentem lub ochroną wzoru praw do częściowego lub całkowitego korzystania w celach zarobkowych¹⁶. Jako formę ekspansji zasobowej należy również wymienić franchising, jako uregulowany na podstawie umowy określonego systemu sprzedaży¹⁷. Do form ekspansji zasobowej zalicza się także inne formy aliansów strategicznych (niekapitałowych)¹⁸. Identyfikując czynniki wzrostu wartości rynkowej mierzonej ekonomiczną wartością dodaną (EVA), jako najważniejszy należy wymienić NOPAT. W formach ekspansji zasobowej, wyższe wyniki NOPAT osiąga się głównie poprzez przychody operacyjne, wynikające z opłat z tytułu „użyczonych” zasobów, które przybierają różną postać. W przypadku licencjonowania, źródłami wzrostu wartości rynkowej, są opłaty licencyjne (jednorazowa opłata za udzielenie licencji oraz opłaty od każdej sprzedanej sztuki produktu będącego przedmiotem licencji), natomiast we franchisingu – opłaty franchisingowe (opłata wstępna w fazie rozpoczęcia działalności przez nowe przedsiębiorstwo oraz opłaty bieżące mające charakter cykliczny i z reguły stanowiące określony procent od obrotu lub zysku franchisobiorcy). W przypadku licencjonowania oraz franchisingu, z reguły nie ma potrzeby angażowania dodatkowego kapitału, stąd też wielkość zainwestowanego (IC) i średnioważonego kosztu kapitału (WACC) nie ulegają zmianom¹⁹.

Ekspansja kapitałowa, jak nazwa wskazuje, polega na zaangażowaniu kapitału. Strony uczestniczące mogą dokonać wspólnego wkładu kapitałowego, w wyniku czego powstaje wspólne przedsięwzięcie (*joint venture*). Forma ekspansji kapitałowej może mieć również formę samodzielnie prowadzonej działalności za granicą. Może zostać ona utworzona poprzez przejście przez jedną ze stron drugiej strony, wówczas strona przejmująca staje się wyłącznym właścicielem strony przejętej. Może też jedna ze stron, dzięki wykorzystaniu kapitału, stworzyć (wybudować od nowa) filię własnego przedsiębiorstwa. W tym przypadku, również jest właścicielem nowo utworzonego przedsiębiorstwa.

W ramach ekspansji kapitałowej, czynniki wzrostu wartości rynkowej są najszerze. Jeśli chodzi o wysokość NOPAT, to decydują o tym przychody i koszty operacyjne oraz stopa podatkowa. Poprzez transfer kapitału za granicę i rozpoczęcie działalności, przedsiębiorstwo uzyskuje dostęp do nowych rynków zbytu, co wpływa na zwiększenie przychodów ze sprzedaży produktów za granicą. W przypadku prowadzenia samodzielnej działalności za granicą możliwe jest produkcja po niższych kosztach niż w kraju. Te niższe koszty operacyjne mogą wynikać z dostępu do tańszych zasobów, np. zasobów siły roboczej, surowców. Niższe koszty to również efekt łatwiejszego dostępu do złożonych zasobów, np. zaawansowanych technologii, których transfer do kraju wiązałby się z wysokimi opłatami. Na wybór samodzielnie działającej jednostki za granicą może mieć również wpływ redukcja kosztów ekspansji. Na przykład można uniknąć niektórych kosztów transakcyjnych, choćby kosztów negocjacji z partnerami, które występują, np. przy licencjonowaniu, franchisingu, *joint venture* oraz niektórych kosztów monitorowania i nadzoru nad niezależnymi partnerami. O wielkości NOPAT decyduje również wysokość stopy podatkowej. W przypadku prowadzenia działalności za granicą, istnieje możliwość rozli-

czania się w oparciu o system podatkowy kraju goszczącego²⁰. W przypadku niższych obciążeń podatkowych, następuje „zatrzymanie” zysku operacyjnego. Bardzo ważną kwestią, która wpływa na wielkość NOPAT, jest możliwość wykorzystania cen transferowych do rozliczeń pomiędzy filiami bądź oddziałami a macierzystą jednostką. Ustalając odpowiednio niższe (lub wyższe zyski) ceny transferowe na wyroby i usługi eksportowane przez sieć swoich filii zagranicznych, przedsiębiorstwo dokonujące ekspansji poprzez tworzenie samodzielnie działających jednostek zagranicznych, w istocie, zawyża (lub zaniża) wielkość swoich faktycznych obrotów oraz dochodów, a tym samym może płacić odpowiednio niższe podatki lub opłaty celne i w rezultacie generować wyższy NOPAT²¹.

Jeśli chodzi o zmiany w pozostałych czynnikach wpływających na wzrost wartości rynkowej przedsiębiorstwa, to w przypadku ekspansji kapitałowej ma miejsce zmiana (wzrost) wielkości zainwestowanego kapitału (IC). Do stworzenia filii bądź oddziału zagranicznego przedsiębiorstwo angażuje bowiem dodatkowy kapitał bądź to własny (np. zysk zatrzymany, emisja akcji), bądź obcy (np. kredyty inwestycyjne). Ponadto, w przypadku przedsiębiorstw podejmujących samodzielną działalność zagraniczną, istnieje możliwość pozyskania kapitału z kraju goszczącego. Dostęp do tego kapitału może okazać się łatwiejszy i tańszy²². W rezultacie, zarówno w wyniku zaangażowania dodatkowego i tańszego kapitału, następuje zmiana wielkości zaangażowanego kapitału (IC) oraz wysokości średnioważonego kapitału (WACC)²³. Ponadto, wartość WACC może ulec zmianom na skutek zmian oceny ryzyka przez inwestorów związanego z podjęciem międzynarodowej ekspansji. Ryzyko niepowodzenia inwestycji na rynku międzynarodowym z reguły jest bardziej prawdopodobne niż w kraju.

2.4. Czynniki wzrostu wartości rynkowej LPP na skutek podjętej międzynarodowej ekspansji

LPP SA jest przedsiębiorstwem, które zajmuje się projektowaniem i dystrybucją odzieży w Polsce i krajach Europy Środkowej i Wschodniej. Specyfika LPP polega na łączeniu działalności projektowej, dystrybucyjnej i marketingowej²⁴. LPP we własnym zakresie dokonuje badań rynku oraz zajmuje się projektowaniem kolekcji odzieżowych i opakowań. Projekty opracowywane są w centrali firmy w Gdańsku. Tam też dobierane są odpowiednie dla danego wyrobu materiały, dodatki oraz określony sposób pakowania i transportu. Produkcja wyrobów (szycie) zlecana jest fabrykom na zewnątrz. Większość podwykonawców LPP ma swoje siedziby w Chinach, gdzie spółka posiada własne biuro handlowe (Szanghaj), z którego kontroluje proces produkcyjny²⁵. Produkcja jest również realizowana w Polsce, w Indiach i Turcji²⁶.

LPP dostarcza na rynek szeroki asortyment odzieży reprezentującej najnowsze trendy w modzie światowej. Najpopularniejsze grupy asortymentowe w ofercie skle-

pów to m.in.: kurtki, koszule, swetry, sukienki, spódnice, spodnie, jeans, bielizna i wyroby konfekcyjne. Oferta jest skierowana do różnych grup klientów, dla których stworzono odrębne marki i sieci sklepów. Firma wprowadza na rynek odzież pod następującymi markami: *Reserved*, *Cropp*, *Promo Stars*, *Henderson*. Najbardziej rozbudowana oferta dotyczy marki *Reserved*, która skierowana jest do osób modnych i atrakcyjnych, w wieku 17-27 lat oraz marki *Cropp* (stosunkowo nowej), która skierowana jest do osób w wieku 13-20 lat, poszukujących nowości i zawsze będących „na czasie”.

LPP prowadzi międzynarodową ekspansję przy wykorzystaniu franchisingu. Jednakże początki działalności były zupełnie inne. Pierwotnie przedsiębiorstwo koncentrowało się na hurtowych kanałach dystrybucji (hiper- i supermarkety, hurtownie). Dopiero z czasem, podjęło decyzję o budowie nowego kanału dystrybucyjnego, którym miały być firmowe salony z odzieżą, działające na zasadzie sieci franchisingowej. Sprzedaż miała odbywać się w przestronnych salonach usytuowanych w popularnych centrach handlowych, urządzonych według tego samego klucza. Decyzja dotycząca stworzenia sieci franchisingowej związana była ze stworzeniem marki *Reserved* i rozbudową salonów z odzieżą tejże marki.

Początkowo sieć salonów była tworzona w Polsce. Pod koniec 2002 roku było ich 40²⁷. Po sukcesach z marką *Reserved* na polskim rynku odzieżowym, LPP podjęło decyzję o otwarciu pierwszego salonu za granicami kraju. W lutym 2002 roku LPP otworzyło salon w Tallinie²⁸. Wraz z upływem czasu, LPP otwierało kolejne salony, przy czym coraz częściej podkreślało wagę otwierania salonów za granicą i tym samym, międzynarodowej ekspansji. W marcu 2004 roku LPP wprowadziło nową markę *Cropp*. Powstał wówczas pierwszy salon *Croptown*, w którym były sprzedawane ubrania i akcesoria skierowane do osób w wieku 13-20 lat, poszukujących nowości. *Cropp* szybko stał się drugą, po *Reserved*, wiodącą marką. Sprzedaż produktów marki *Cropp* szybko rosła. Po sukcesie krajowym, na początku 2005 roku, marka została wprowadzona na rynki zagraniczne, gdzie sprzedaż również rozwija się dynamicznie²⁹.

Międzynarodowa ekspansja przebiegając głównie drogą franchisingu, znalazła swe odzwierciedlenie we wzroście wartości rynkowej mierzonej ekonomiczną wartością dodaną EVA. Warto zatem prześledzić, jak międzynarodowa ekspansja wpłynęła na czynniki kształtujące ekonomiczną wartość dodaną (EVA): NOPAT, wielkość zainwestowanego kapitału (IC) oraz średnioważony koszt kapitału (WACC), a w konsekwencji na wartości EVA.

NOPAT, czyli zysk operacyjny netto po opodatkowaniu, wyznaczono zgodnie z podejściem operacyjnym (zysk operacyjny pomniejszony o podatek gotówkowy oraz uwzględniono korekty³⁰). Wartości NOPAT w latach 2001-2006 przedstawia tabela 2.1.

Tabela 2.1. NOPAT dla LPP w latach 2001-2006 (w tys. zł)

Rok	2001	2002	2003	2004	2005	2006
NOPAT	11 724	20 693	32 055	47 121	47 447	52 336

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych, www.lpp.com.pl