

Jerzy Róžański
Dorota Starzyńska

Rozdział 13

Inwestycje w małych i średnich przedsiębiorstwach

Istota inwestycji w MSP

Metody oceny opłacalności inwestycji w MSP

Bezpośrednie inwestycje zagraniczne MSP

Wprowadzenie	425
13.1. Pojęcie i klasyfikacja inwestycji w małych i średnich przedsiębiorstwach	426
13.2. Cykl życia projektów inwestycyjnych w małych i średnich przedsiębiorstwach	431
13.3. Czynniki kształtujące decyzje inwestycyjne w małych i średnich przedsiębiorstwach	434
13.4. Metody oceny opłacalności inwestycji w małych i średnich przedsiębiorstwach	438
13.5. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne małych i średnich przedsiębiorstw	445
Ćwiczenia	448
Bibliografia	450

Wprowadzenie

Warunkiem zapewnienia odpowiedniej pozycji oraz ekspansji rynkowej przedsiębiorstwa jest umiejętność podejmowania optymalnych decyzji dotyczących jego rozwoju i źródeł jego finansowania. Trafność decyzji inwestycyjnych wpływa na perspektywiczną konkurencyjność przedsiębiorstwa i zwiększa możliwości generowania zysków [Sierpińska, Jachna 2007, s. 457]. Inwestycje w przedsiębiorstwie mogą mieć charakter budowy nowego magazynu, unowocześnienia parku maszynowego, lokowania nadwyżek finansowych w papiery wartościowe, a także zmian wielkości produkcji czy obniżki kosztów. Inwestycje stanowią znaczną część działalności przedsiębiorstwa. Jednak nie wszystkie spółki mają do nich równomierny dostęp. Małe i średnie przedsiębiorstwa to specyficzny sektor rynku, który posiada ograniczone możliwości inwestycyjne ze względu na niski stopień oddziaływania na otoczenie zewnętrzne. Niejednokrotnie może to spowodować trudności w kontynuowaniu działalności gospodarczej. Trudności te nazywane są barierami i w znacznym stopniu wpływają na decyzje inwestycyjne MSP.

Celem rozdziału jest przedstawienie rodzajów inwestycji, jakie mogą być podejmowane w małych i średnich przedsiębiorstwach, wraz z metodami oceny ich opłacalności. Stają się one niezbędne w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych. Treści zawarte w rozdziale dotyczą następujących zagadnień związanych z małymi i średnimi przedsiębiorstwami:

- pojęcie i klasyfikacja inwestycji w MSP,
- cykl życia projektów inwestycyjnych,
- czynniki kształtujące decyzje inwestycyjne,
- metody oceny opłacalności inwestycji,
- bezpośrednie inwestycje zagraniczne.

W rozdziale skoncentrowano się głównie na inwestycjach rzeczowych, ze względu na ich przewagę w sektorze MSP. Dokonano ich szczegółowego podziału, przedstawiono również fazy cyklu życia projektów inwestycyjnych oraz metody oceny ich opłacalności, ze szczególnym uwzględnieniem metod dyskontowych.

13.1. Pojęcie i klasyfikacja inwestycji w małych i średnich przedsiębiorstwach

Inwestycje są nierozzerwalnie związane z działalnością każdego przedsiębiorstwa, wpływając na jego rozwój niezależnie od jego wielkości. Literatura ekonomiczno-finansowa nie zawiera jednolitej definicji inwestycji. Przez to pojęcie najczęściej rozumie się wydatek pieniężny przynoszący dochód inwestorowi (aspekt finansowy) bądź proces, w czasie którego środki pieniężne przekształcane są w inne dobra (aspekt rzeczowy) [Różański (red.) 2006, s. 14]. Zgodnie z tym podziałem wyróżniono wybrane definicje pojęcia inwestycji.

Definicje inwestycji uwzględniają aspekt rzeczowy i finansowy

Tabela 13.1. Definicje pojęcia „inwestycje” w podziale na aspekt rzeczowy i finansowy

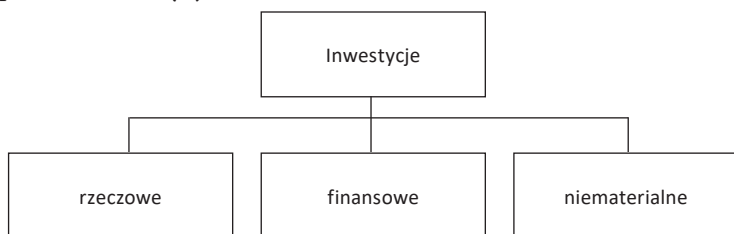
Aspekt rzeczowy	Aspekt finansowy
„celowe przeznaczenie środków finansowych na pozyskanie dóbr majątku strukturalnego” [Perridon, Steiner 1986, s. 21]	„inwestycja charakteryzuje się strumieniem płatności, który zaczyna się od wydatków” [Schneider 1990, s. 34]
„inwestycje polegają na zastosowaniu kapitału w związku z zaopatrywaniem w środki produkcji” [Merkle 1980, s. 441]	„celowo wydatkowane środki inwestora (także przedsiębiorstwa) skierowane na powiększenie jego dochodów” [Dziworska 1993, s. 9]
„przez inwestycje nie rozumiemy tu nabywania akcji czy obligacji przez nabywców indywidualnych, lecz nabywanie dóbr inwestycyjnych przez przedsiębiorstwa. Inwestycje są to zakupy dóbr kapitałowych, zakładów produkcyjnych, wyposażenia, budynków mieszkalnych oraz zmiany zapasów, które mogą być użyte w produkcji innych dóbr i usług” [Kamerschen, McKenzie, Nardinelli 1991, s. 654]	„inwestycja jest to zaangażowanie określonej kwoty pieniędzy na pewien okres, aby w przyszłości otrzymać jej zwrot, kompensujący inwestorowi po pierwsze czas, w którym pieniądze były zaangażowane; po drugie, przewidywany współczynnik inflacji oraz po trzecie – ryzyko inwestycyjne” [Reilly, Brown 2001, s. 27–30]

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Perridon, Steiner [1986], s. 21; Merkle [1980], s. 441; Kamerschen, McKenzie, Nardinelli [1991], s. 654; Schneider [1990], s. 34; Dziworska [1993], s. 9; Reilly, Brown [2001], s. 27–30.

Analizując poszczególne definicje zawarte w tab. 13.1, należy zwrócić uwagę na długotrwałość procesu inwestycyjnego uruchamianego przez podjęcie decyzji o inwestowaniu. Błędem jest zamienne stosowanie pojęć: „finansowanie” i „inwestowanie”. Finansowanie bowiem jest związane z pozyskiwaniem kapitału, zaś inwestowanie – z jego wydatkowaniem.

Istnieje wiele kryteriów podziału inwestycji. Jednak biorąc pod uwagę specyfikę sektora MSP, przytoczony zostanie jedynie podstawowy podział inwestycji.

Klasyfikacja
inwestycji



Rysunek 13.1. Podstawowy podział inwestycji

Źródło: Różański (red.) [2006], s. 14

Inwestycje rzeczowe występują poprzez zastosowanie środków finansowych. Te z kolei powodują przekształcenie w obiektach inwestycyjnych wolnych środków płatniczych w związane środki płatnicze. Do takich inwestycji zaliczamy [Różański (red.) 2006, s. 14]:

Definicja
inwestycji
rzeczowych

- inwestowanie w biura,
- inwestowanie w obiekty przemysłowe i magazyny,
- inwestowanie w posiadłości ziemskie.

Przykład 1

Przedsiębiorstwo usługowe Auto Serwis Jan Kowalski, zajmujące się naprawą samochodów osobowych, zamierza utworzyć nowe stanowisko pracy – elektromechanik samochodowy. W celu realizacji tego projektu niezbędne będzie dokonanie zakupu kilku urządzeń koniecznych do wyposażenia planowanego stanowiska. Pan Jan Kowalski jako właściciel mikroprzedsiębiorstwa zdecydował się na pozyskanie środków na wyposażenie stanowiska pracy z Regionalnego Programu Operacyjnego Województwa Łódzkiego na lata 2014–2020. W ramach tego programu możliwa jest refundacja kosztów poniesionych na zakup środków trwałych (narzędzia warsztatowe, urządzenie do diagnostyki, stacja klimatyzacji itp.). Kwota dofinansowania to ok. 20 000 zł.

W przypadku inwestycji finansowych przedmiot inwestycji ma charakter niematerialny, czyli jest to tzw. instrument finansowy¹. W tego

Definicja
inwestycji
finansowych

1 „Przez instrument finansowy rozumie się określone zobowiązanie finansowe (stosunek kredytowy) lub, inaczej, roszczenie majątkowe kapitałodawcy w stosunku do kapitałobiorcy. Tak więc przemieszczenia nadwyżek na rynku finansowym między wyszczególnionymi wyżej grupami podmiotów dokonuje się za pośrednictwem papierów wartościowych, które stanowią dokument potwierdzający fakt odpłatnego udostępnienia kapitału. Oznacza to, iż są one finansowymi aktywami dla ich posiadaczy i finansowym zobowiązaniem dla ich emitentów” [Dębski 2007, s. 16].

rodzaju inwestycjach inwestor czerpie korzyści nie tylko ze wzrostu wartości przedmiotu inwestycji, lecz także z okresowych dochodów, jakie może przynosić instrument finansowy. Przykładami takich inwestycji są [Jajuga 2009, s. 5–22]:

- depozyt bankowy,
- obligacje skarbowe,
- akcje spółki giełdowej.

Przykład 2

Przedsiębiorstwo handlowe ARPI sp.j., zajmujące się sprzedażą hurtową materiałów biurowych, zamierza zainwestować 100 000 zł na roczną lokatę bankową. Po dokonaniu krótkiej analizy ofert lokat rocznych kilku banków, właściciele firmy biorą pod uwagę trzy następujące lokaty:

- oferta Banku A to roczna lokata oprocentowana 4% w skali roku przy kapitalizacji półrocznej,
- oferta Banku B to roczna lokata oprocentowana 4% w skali roku przy kapitalizacji miesięcznej,
- oferta Banku C to roczna lokata oprocentowana 4% w skali roku przy kapitalizacji dziennej.

Która z powyższych propozycji jest najkorzystniejszą formą lokaty kapitału przez właścicieli firmy? Najszybszym rozwiązaniem tej zagadki jest obliczenie wartości przyszłej analizowanej inwestycji finansowej. Niezbędne jest zatem wykorzystanie następującej formuły:

$$FV = PV \times \left(1 + \frac{r}{m}\right)^{n \times m}$$

gdzie:

FV – wartość przyszła,

PV – wartość bieżąca,

r – stopa procentowa,

n – liczba okresów naliczania odsetek,

m – liczba kapitalizacji w ciągu okresu trwania stopy procentowej (zakłada się równomierny podział okresu).

W przypadku oferty Banku A rozwiązanie jest następujące:

$$FV = 100000 \times \left(1 + \frac{0,04}{2}\right)^{1 \times 2} = 104040,00 \text{ zł}$$

Jeśli chodzi o ofertę Banku B, to:

$$FV = 100000 \times \left(1 + \frac{0,04}{12}\right)^{1 \times 12} = 104074,15 \text{ zł}$$

Natomiast w przypadku oferty Banku C:

$$FV = 100000 \times \left(1 + \frac{0,04}{365}\right)^{1 \times 365} = 104080,85 \text{ zł}$$

Inwestycje niematerialne charakteryzują się wydatkami inwestycyjnymi [Różański (red.) 2006, s. 16] na:

- działalność badawczo-rozwojową,
- kształcenie zawodowe pracowników,

- marketing przedsiębiorstwa,
- sferę socjalną.

Przykład 3

Przedsiębiorstwo produkcyjno-handlowe Medicine Expert Sp. z o.o., zajmujące się produkcją i dystrybucją suplementów diety, zamierza w najbliższym czasie pozyskać środki na rozwój z funduszy unijnych z Regionalnego Programu Operacyjnego Województwa Łódzkiego na lata 2014–2020. Głównym celem firmy jest poszerzenie rynku zbytu oraz wejście na rynek UE. W ramach RPO dla województwa łódzkiego zarezerwowano środki na działania związane z internacjonalizacją przedsiębiorstwa. Pozyskanie funduszy z programu operacyjnego wymaga odpowiedniej wiedzy dotyczącej przygotowania wniosku aplikacyjnego oraz pozostałych dokumentów, np. biznes planu czy studium wykonalności. Zatem właściciel firmy Medicine Expert Sp. z o.o. podjął decyzję o wysłaniu trzech pracowników na dwudniowe szkolenie z zakresu przygotowania wniosków aplikacyjnych w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego Województwa Łódzkiego. Koszt szkolenia to 1000 zł netto za jednego pracownika, zatem łączna kwota inwestycji to 3000 zł netto + VAT.

Inwestycje w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw najczęściej mają charakter rzeczowy, o czym świadczą dane z GUS. Ich udział w nakładach wszystkich przedsiębiorstw niefinansowych waha się od 48% do 50% (por. tab. 13.3). W latach 2009–2013 wartość nakładów inwestycyjnych na zakup środków trwałych realizowanych przez przedsiębiorstwa należące do sektora MSP systematycznie rosła, osiągając w 2013 r. poziom 27,8 mld zł. Szczegółowe dane dotyczące wartości nakładów inwestycyjnych dokonanych przez poszczególne grupy przedsiębiorstw według klas wielkości prezentuje tab. 13.2.

Poziom działalności inwestycyjnej realizowanej przez przedsiębiorstwa należące do sektora MSP jest dość stały, przy czym po okresie wzrostu badanego odsetka w latach 2010–2011 do ponad 50%, w kolejnych latach odnotowano jego spadek do ok. 48%. Biorąc pod uwagę poszczególne klasy przedsiębiorstw należące do badanego sektora, okazuje się, że sytuacja jest dość stabilna szczególnie w przedsiębiorstwach małych i średnich, których udział w ogólnej wartości nakładów inwestycyjnych na środki trwałe wynosi odpowiednio ok. 11% i ok. 21%. W przypadku mikroprzedsiębiorstw (zatrudniających do 9 pracowników) można zaobserwować znaczne wahania – od 15,2% do 17,5%.

Inwestycje rzeczowe dzieli się najczęściej według znaczenia i roli, jaką ta inwestycja odgrywa w przedsiębiorstwie.

Tabela 13.2. Nakłady na środki trwałe w małych i średnich przedsiębiorstwach
(w mln zł)

Rok	Przedsiębiorstwa ogółem	Małe i średnie przedsiębiorstwa			
		razem	o liczbie pracujących		
			do 9	10–49	50–249
2009	70 556	21 796	2 700	3 992	15 104
2010	68 096	22 126	3 163	4 836	14 127
2011	75 222	25 057	3 300	5 326	16 430
2012	76 889	25 887	4 020	5 084	16 783
2013	80 357	27 800	3 399	6 496	17 906

Źródło: GUS [2015], tabl. 1, s. 123.

Tabela 13.3. Struktura nakładów na środki trwałe w małych i średnich przedsiębiorstwach (w %)

Rok	Przedsiębiorstwa ogółem	Małe i średnie przedsiębiorstwa			
		razem	o liczbie pracujących		
			do 9	10–49	50–249
2009	100,00	48,05	15,20	11,42	21,43
2010	100,00	50,25	17,51	11,89	20,85
2011	100,00	50,13	17,54	11,63	20,95
2012	100,00	48,10	15,74	11,19	21,17
2013	100,00	48,65	16,31	11,23	21,10

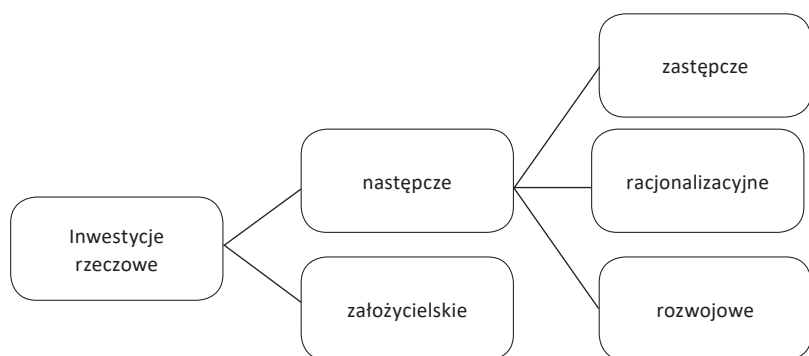
Źródło: GUS [2015], tabl. 1, s. 123.

Praktyka gospodarcza potwierdza, iż sektor MSP inwestuje przede wszystkim w środki trwałe, które traktowane są jako inwestycje rzeczowe².

Inwestycja założycielska skutkuje powstaniem nowego przedsiębiorstwa (lub nowej filii), a więc wytycza kierunek jego działania. Z tego powodu decyzje dotyczące zakupu terenu, budynków czy maszyn powinny być podejmowane bardzo starannie. Jednak inaczej niż

Definicja inwestycji założycielskiej

2 Więcej na temat inwestycji finansowych można znaleźć w pracach K. Jajugi lub W. Dębskiego.



Rysunek 13.2. Podział inwestycji rzeczowych

Źródło: Róžański (red.) [2006], s. 18.

w przypadku istniejącego wcześniej przedsiębiorstwa, tutaj nie trzeba uwzględniać realiów wynikających z już zrealizowanych inwestycji, przez co o wiele łatwiej jest takie decyzje podejmować.

Inwestycje zastępcze są podejmowane w razie zużycia dotychczasowych składników majątkowych. Konieczny jest wówczas zakup nowych składników (lub wprowadzenie do nowego budynku).

Definicja inwestycji zastępczej

Inwestycja racjonalizacyjna (modernizacyjna) polega na zastąpieniu dotychczasowych składników majątku trwałego składnikami nowymi, o lepszych parametrach użytkowych. Skutkuje to zmniejszeniem kosztów pracy maszyn i urządzeń, zwiększeniem wydajności oraz polepszeniem jakości produkcji.

Definicja inwestycji racjonalizacyjnej

Inwestycja rozwojowa prowadzi do wzrostu mocy wytwórczych przedsiębiorstwa, np. poprzez budowę nowego wydziału produkcyjnego.

Definicja inwestycji rozwojowej

13.2. Cykl życia projektów inwestycyjnych w małych i średnich przedsiębiorstwach

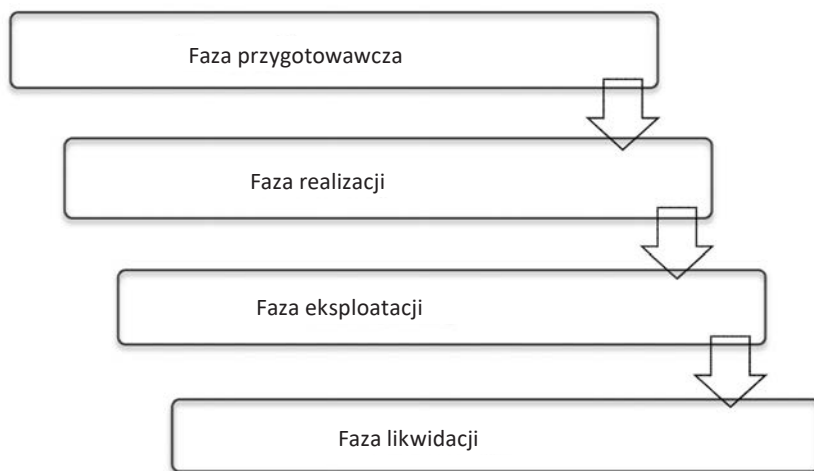
Na wstępie należy zdefiniować pojęcie projektu inwestycyjnego. Otóż, przez projekt inwestycyjny będziemy rozumieć opracowanie, które stanowi podstawę realizacji inwestycji. Natomiast cykl życia projektu liczony jest od chwili zapoczątkowania prac przygotowawczych nad inwestycją, poprzez jej realizację i eksploatację, aż do likwidacji

[Dziworska 1993, s. 19]. Powyższa definicja zawiera w sobie cztery fazy cyklu życia projektu inwestycyjnego:

- przygotowawczą,
- realizacji,
- eksploatacji,
- likwidacji.

Fazy cyklu życia projektu inwestycyjnego

Faza przygotowawcza dotyczy m.in. sporządzenia projektu inwestycyjnego, rozpoznania terenu, ekspertyzy prawnej. Faza realizacji obejmuje wykonanie wszystkich prac nad projektem do momentu ich całkowitego zakończenia. Natomiast eksploatacja projektu to czas pomiędzy oddaniem obiektu inwestycyjnego do użytkowania a momentem zaniechania działalności gospodarczej. Poszczególne fazy cyklu życia (rys. 13.3) w okresie trwania projektu mogą na siebie „zachodzić”. Przykładowo, rozpoczęcie realizacji inwestycji może nastąpić przed zakończeniem prac przygotowawczych. Takie sytuacje często mają miejsce w praktyce i prowadzą do relatywnego skrócenia cyklu życia projektu inwestycyjnego. Jednak biorąc pod uwagę pewne okoliczności, może to oddziaływać pozytywnie na przedsiębiorstwo.



Rysunek 13.3. Fazy cyklu życia projektu inwestycyjnego

Źródło: opracowanie własne.

Na wspomniane okoliczności składają się specyficzne cechy, jakimi charakteryzują się klasyczne procesy inwestycyjne. W ich skład wchodzi [Różański (red.) 2006, s. 22–23]:

- zamrożenie nakładów inwestycyjnych od momentu przygotowania projektu do momentu rozpoczęcia fazy eksploatacji, przy jednoczesnym angażowaniu środków finansowych w prowadzoną inwestycję,
- zależność czasu oczekiwania na uzyskanie efektów inwestycyjnych od długości trwania fazy przygotowawczej i fazy realizacji; im dłuższy okres oczekiwania, tym mniejsze prawdopodobieństwo powodzenia inwestycji,
- zgodność efektu inwestycji z przewidywaniami projektu.

Należy również pamiętać, że projekt inwestycyjny wymaga od inwestora poświęcenia jak największej ilości czasu i uwagi. Zatem całkowita realizacja procesu inwestycyjnego może okazać się dla inwestora zbyt uciążliwa.

Przykład 4

Firma SanPack Sp. z o.o. specjalizuje się w produkcji opakowań do artykułów spożywczych wytwarzanych z tworzyw sztucznych, głównie z folii z regenerowanej celulozy nazywanej celofanem. Taki rodzaj produktu posiada wiele zalet, m.in. lekkość, wytrzymałość mechaniczną oraz łatwość formowania.

Ze względu na szybki postęp w dziedzinie produkcji opakowań, jaki obserwuje się od kilku lat, firma SanPack zdecydowała się unowocześnić swój majątek poprzez wdrożenie nowych technologii. Zarząd podjął decyzję o zainicjowaniu projektu inwestycyjnego w formie zakupu nowej maszyny produkcyjnej. Przedmiotem inwestycji miała być drukarka fleksograficzna do wykonywania wysokiej jakości nadruków na opakowaniach.

Faza przygotowawcza

Pierwszym krokiem do podjęcia inwestycji było przeprowadzenie badań rynku, które pozwoliły wybrać najodpowiedniejszego dostawcę (oferującego możliwie niską cenę przy jednoczesnej wysokiej jakości produktu). Zadaniem zarządu było również sprawdzenie przystosowania pomieszczeń do eksploatacji drukarki. Po przygotowaniu projektu inwestycyjnego i przeprowadzeniu odpowiednich ekspertyz z nim związanych, zarząd rozpoczął proces jego realizacji.

Faza realizacji

Drukarka Full HD Flexo została zakupiona od firmy FlexiPlex za kwotę 204 000 zł brutto. Jako formę finansowania inwestycji spółka wybrała leasing 5-letni, czyli równy 20% stawce amortyzacji środka trwałego uzgodnionej z głównym księgowym SanPack (spółka wybrała metodę liniową amortyzacji, co oznacza, że każdego roku będzie odpisywana 1/5 wartości maszyny – okres amortyzacji wynosi 5 lat).

Faza eksploatacji

Zakupiona maszyna pracowała według najnowszych technologii nadruku, co pozwalało uzyskać produkt najwyższej jakości z podwyższonym czynnikiem ścieralności. Forma finansowania umożliwiła dodatkowo redukcję kosztów podatkowych, ponieważ rata leasingu stanowi koszt uzyskania przychodu.

Faza likwidacji

Po upływie 5-letniego okresu eksploatacji maszyna została w pełni zamortyzowana, a jako kolejny etap rozwoju technologicznego firmy SanPack wymieniono ją na udoskonaloną wersję drukarki z możliwością wytłaczania logotypów. Stara drukarka fleksograficzna została sprzedana i tym samym usunięta z rejestru środków trwałych SanPack.

13.3. Czynniki kształtujące decyzje inwestycyjne w małych i średnich przedsiębiorstwach

Wielkość inwestycji rzeczowych dokonywanych przez przedsiębiorstwa determinują zarówno czynniki wewnętrzne, jak i te związane z otoczeniem przedsiębiorstwa (por. tab. 13.4).

Tabela 13.4. Determinanty inwestycji rzeczowych dokonywanych w przedsiębiorstwach

Czynniki zewnętrzne	Czynniki wewnętrzne
• wielkość oczekiwanego popytu na produkty i usługi danego przedsiębiorstwa (rodzaj, pojemność rynku), • dostępność zewnętrznych źródeł finansowania oraz koszt pozyskania kapitału obcego, • polityka państwa w zakresie: – prawa w dziedzinie inwestycji (pozwolenia na inwestycje), – prawa podatkowego (ulgi podatkowe dla podmiotów prowadzących projekty inwestycyjne), norm związanych z ochroną środowiska, a także uregulowań dotyczących bezpieczeństwa pracy i pracowników, – kształtowanie poziomu stopy procentowej i stóp pokrewnych oraz kursów walutowych, • konkurencja w sektorze (obecna i potencjalna), • otwartość gospodarki na handel zagraniczny czy przepływ kapitału finansowego	• stopień wykorzystania mocy produkcyjnych, • stopień zużycia posiadanych składników majątkowych takich jak budynki, maszyny, urządzenia, • adaptacja przedsiębiorstwa do wysokiej zmienności otoczenia, • system zarządzania przedsiębiorstwem wraz z jego kulturą organizacyjną (wiedza i umiejętności do współdziałania z innymi podmiotami oraz prowadzenia negocjacji), • skłonność kadry kierowniczej do ponoszenia ryzyka, • możliwości finansowe firmy

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Różański (red.) [2006], s. 33–34; Kasprzak-Czelej [2013], s. 87.

Wymienione w tab. 13.4 czynniki zewnętrzne i wewnętrzne determinują działalność inwestycyjną wszystkich przedsiębiorstw. Jednak sektor MSP charakteryzuje się swoją specyfiką i często czynniki wpływające na decyzję o inwestowaniu mogą się różnić od czynników determinujących decyzje podejmowane przez duże spółki. Do najczęstszych należą [Filip 2010, s. 150]:

- dostępność przedsiębiorstwa do postępu techniczno-ekonomicznego,
- ekonomiczno-finansowa kondycja przedsiębiorstwa,
- strategia rozwoju,
- skłonność do ryzyka w danym horyzoncie czasowym,
- zdolność akumulacyjna przedsiębiorstwa.

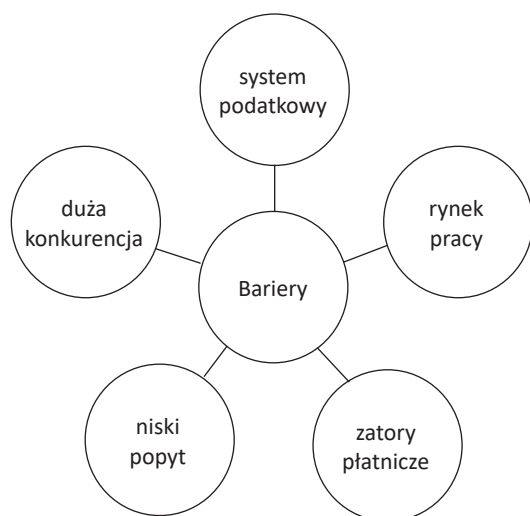
Warto zauważyć, iż literatura ekonomiczno-finansowa podkreśla rolę właściciela w procesie podejmowania inwestycji przez przedsiębiorstwo [Kałowski 2010, s. 235–239]. Dlatego też wiele czynników odnosi się właśnie do niego. Z punktu widzenia projektu inwestycyjnego ważne jest określenie postawy właściciela ze względu na predyspozycje psychologiczne do podejmowania ryzyka inwestycyjnego. W celu realizacji własnych ambicji gospodarczych właściciel powinien być zdecydowany i skłonny do ryzyka. Znaczną rolę odgrywają również wiedza i doświadczenie właściciela w zarządzaniu MSP. Ich brak uwidacznia się w planowaniu krótkookresowych celów i osiągnięć. Wśród wymienionych cech powinna się znaleźć także postawa przedsiębiorcy wobec zewnętrznych źródeł finansowania. Zazwyczaj charakteryzuje się on niechęcią i lękiem wobec potencjalnych źródeł finansowania. Realia powinny jednak wyglądać inaczej. Właściciel przedsiębiorstwa z sektora MSP powinien być zdeterminowany i odważny wobec możliwości pozyskania środków na wykonanie projektu inwestycyjnego.

W praktyce gospodarczej istnieją czynniki, które mogą zarówno motywować sektor MSP, jak i zniechęcać do przeprowadzania projektów inwestycyjnych. Niektóre z nich przedsiębiorcy traktują jako bariery uniemożliwiające prowadzenie dalszej działalności gospodarczej. Najczęściej wymieniane są [Trendy rozwojowe... 2015, s. 8–9]:

- system podatkowy oraz wysokość podatków,
- bariery związane z rynkiem pracy,
- zatory płatnicze,
- niski popyt,
- duża konkurencja.

Identyfikacja barier w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw jest w szczególności przedmiotem

zainteresowania władz centralnych, ponieważ to właśnie one podejmują działania mające na celu zapewnienie dogodnych warunków rozwoju MSP oraz podmiotów reprezentujących interesy przedsiębiorców.



Rysunek 13.4. Bariery w podejmowaniu inwestycji przez sektor MSP

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Trendy rozwojowe...* [2015], *Potencjał rozwojowy...* [2008], s. 8–9.

Największą barierą dla małych i średnich przedsiębiorstw okazuje się system podatkowy wraz ze zbyt wysokimi podatkami. Spośród najbardziej uciążliwych czynników przedsiębiorcy wymieniają przepisy ustawy o VAT. Podstawowym problemem polskiego systemu podatkowego jest niejednoznaczność i brak przejrzystych regulacji prawnych. Znacznie mniejszą barierę – według przedsiębiorców – stanowią przepisy ustawy o PIT, przepisy Kodeksu pracy, przepisy ustawy o CIT, przepisy Prawa zamówień publicznych.

Do barier związanych z rynkiem pracy zalicza się [*Potencjał rozwojowy...* 2008, s. 39]:

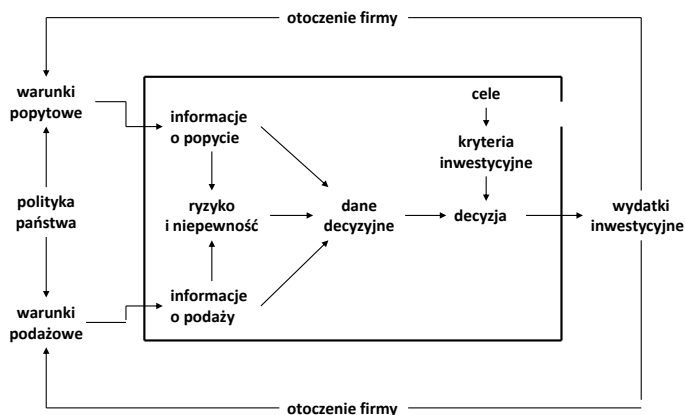
- pozapłacowe koszty pracy,
- koszty siły roboczej,
- system prawa pracy,
- brak wykwalifikowanych pracowników.

Wymaganiom przedsiębiorców nie są w stanie sprostać nawet aktualnie obowiązujące rozwiązania w zakresie prawa pracy (elastyczne formy zatrudnienia czy telepraca).

Istotnym problemem dla małych i średnich przedsiębiorstw są zatory płatnicze. Bariera ta okazuje się niezwykle uciążliwa w przypadku długotrwałego dochodzenia roszczeń na drodze sądowej. Skutkuje to utratą płynności finansowej, a w przypadku wydłużania się postępowań sądowych – nawet bankructwem.

Pozostałe dwie bariery w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, tj. niski popyt i duża konkurencja, są coraz rzadziej wymieniane przez polskich przedsiębiorców. Odpowiednia strategia rozwoju, w połączeniu z dokładnymi i rzetelnymi badaniami rynku, zwiększają prawdopodobieństwo sukcesu przy realizacji projektów inwestycyjnych.

Powyższe czynniki charakteryzują się wysokim stopniem wpływu na popyt inwestycyjny. Jednak na uwagę zasługują również wzajemne związki występujące pomiędzy czynnikami, które warunkują podjęcie decyzji inwestycyjnej w przedsiębiorstwie.



Rysunek 13.5. Czynniki wpływające na podejmowanie decyzji inwestycyjnych

Źródło: Różański (red.) [2006].

Na czynniki popytowe i podażowe inwestycji wpływa polityka fiskalna i monetarna państwa (rys. 13.5). Zebrane przez przedsiębiorstwo informacje o popycie i podaży pozwalają oszacować ryzyko związane z podjęciem decyzji inwestycyjnej. Uzyskane dane, poszerzone o hierarchię celów działania oraz kryteria oceny inwestycji, tworzą podstawy do podjęcia lub niepodjęcia decyzji inwestycyjnej. Zaprezentowany schemat powiązań czynników popytowych i podażowych pomija jednak wpływ innych zmiennych zewnętrznych, które mimo wszystko mogą także wpłynąć na popyt inwestycyjny przedsiębiorstwa, tj. ogólnej sytuacji gospodarczej kraju czy warunków rynkowych.

13.4. Metody oceny opłacalności inwestycji w małych i średnich przedsiębiorstwach

Określenie finansowych i niefinansowych efektów inwestycji jest dość trudne i wymaga zastosowania całościowego rachunku, który będzie uwzględniał zarówno pośrednie (rozwój rynku zaopatrzeniowego, możliwy postęp techniczno-technologiczny w sektorze, w którym inwestycja miała miejsce, aktywizacja produkcyjna/usługowa regionu), jak i bezpośrednie korzyści związane z oddaniem obiektu inwestycji rzeczowej do eksploatacji.

Najprostsza forma oceny opłacalności projektów inwestycyjnych polega na skonfrontowaniu kosztów (lub wydatków) ponoszonych na ten projekt z przychodami (lub wpływami) osiąganymi z tego tytułu.

Jednak pojęcie efektywności jest rozumiane na wiele sposobów, stąd też istnieje wiele metod oceny opłacalności inwestycji, które mogą w mniej lub bardziej precyzyjny sposób określić opłacalność danego projektu. W najprostszym podziale wyróżnia się metody oceny opłacalności przedsięwzięć inwestycyjnych proste i dyskontowe (rys. 13.6). Metody proste są wykorzystywane do wstępnej selekcji projektów inwestycyjnych na etapie studiów przedrealizacyjnych. Nie uwzględniają one zmian wartości pieniądza w czasie, a ich ocena opiera się głównie na wielkościach rocznych lub średniorocznych. Metody proste nie wykorzystują prognoz przepływów pieniężnych wynikających z realizacji ocenianego projektu inwestycyjnego [Sierpińska, Jachna 2007, s. 462].

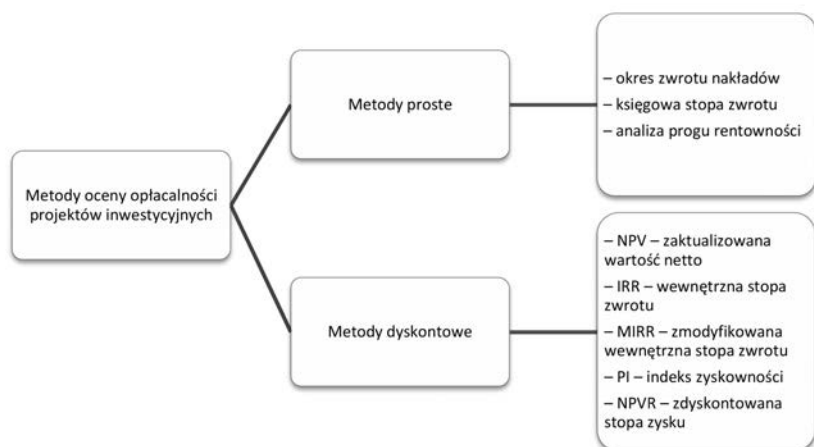
Podstawową prostą metodą oceny opłacalności inwestycji jest **okres zwrotu**, który definiuje się jako „czas niezbędny do odzyskania nakładów na realizację przedsięwzięcia z osiągniętych nadwyżek finansowych” [Sierpińska, Jachna 2007, s. 462–468]. Nadwyżki finansowe obliczane są dla kolejnych lat funkcjonowania przedsięwzięcia, a w ich skład wchodzi zysk netto i amortyzacja. Jeżeli źródłem finansowania inwestycji jest dług, wtedy nadwyżki obejmują również koszty finansowe ponoszone z tego tytułu.

Okres zwrotu oblicza się poprzez odjęcie od początkowych nakładów na realizację przedsięwzięcia rocznych nadwyżek finansowych osiągniętych w kolejnych latach jego funkcjonowania. Pełny zwrot nakładów początkowych następuje w roku, w którym nakłady zostaną zrównoważone przez skumulowane nadwyżki finansowe. Okres poprzedzający ten rok jest okresem zwrotu nakładów. Spośród kilku projektów poddawanych ocenie wybierany jest taki, który umożliwia

Planowaną inwestycję można oceniać w aspekcie makroekonomicznym (z punktu widzenia gospodarki) i mikroekonomicznym (z punktu widzenia przedsiębiorstwa).

Głównymi czynnikami decydującymi o wyborze projektu inwestycyjnego są korzyści z realizacji inwestycji i wysoki stopień efektywności.

Klasyfikacja metod oceny opłacalności przedsięwzięć inwestycyjnych.



Rysunek 13.6. Metody oceny opłacalności projektów inwestycyjnych

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Sierpińska, Jachna [2007], s. 457–486.

najszybsze odzyskanie początkowych nakładów. W przypadku oceny opłacalności jednego projektu pozytywną decyzję inwestycyjną podejmuje się, jeżeli okres zwrotu jest krótszy lub równy okresowi przyjętemu przez inwestora za dopuszczalny.

W praktyce kapitał zaangażowany w inwestycję odzyskuje się w miarę umarzania stworzonego zasobu majątku. Zjawisko to uwzględnia **księgowa stopa zwrotu** (*accounting rate of return*, ARR). Jest ona obliczana zgodnie ze wzorem:

$$R_k = \frac{\frac{\bar{Z}_n}{K_{cp} + K_{ck}}}{2} \times 100\%$$

gdzie:

R_k – księgowa stopa zwrotu (zysku),
 K_{cp} – początkowy kapitał zaangażowany,
 K_{ck} – końcowy kapitał zaangażowany

Miernik księgowej stopy zwrotu pozwala w sposób uproszczony ocenić opłacalność zarówno pojedynczego projektu inwestycyjnego, jak i wybrać najbardziej opłacalny spośród kilku rozpatrywanych projektów.

Definicja księgowej stopy zwrotu

Przykład 5

Firma Modest Sp. z o.o. zajmująca się sprzedażą tekstyliów zamierza podjąć projekt inwestycyjny, którego czas trwania określony jest na 5 lat. Nakłady szacowane są na 100 000 zł, a wymagana przez Modest minimalna księgowa stopa zwrotu wynosi 8%. Przepływy pieniężne netto projektu kształtują się następująco:

- rok 1 – 20 000 zł
- rok 2 – 25 000 zł
- rok 3 – 30 000 zł
- rok 4 – 25 000 zł
- rok 5 – 35 000 zł

Dla przedmiotu inwestycji przyjmuje się metodę amortyzacji liniową o stawce 20% rocznie. Czy spółka powinna zainwestować w powyższy projekt?

Rozwiązanie

Księgowa stopa zwrotu należy do prostych metod oceny opłacalności inwestycji. Jest zatem liczona na podstawie zysku księgowego, a nie przepływów pieniężnych. Średni zysk z projektu obliczamy, korygując go wcześniej o roczną amortyzację:

Rok	Zysk – amortyzacja
1	20 000 – 20 000 = 0
2	25 000 – 20 000 = 5 000
3	30 000 – 20 000 = 10 000
4	25 000 – 20 000 = 5 000
5	35 000 – 20 000 = 15 000
Razem	35 000
Średni zysk	$\bar{Z}_n = \frac{35000}{5} = 7000$

Księgowa stopa zwrotu wynosi:

$$R_k = \frac{7000}{100000} \times 100\% = 7\%$$

Obliczona księgowa stopa zwrotu jest zatem niższa od minimalnej stopy wymaganej przez spółkę Modest dla projektów o porównywalnym wyniku – projekt nie powinien być realizowany.

Zupełnie odmienna od pozostałych metod jest analiza **progu rentowności** (*break even point*, BEP), w której realizowane przychody ze sprzedaży pokrywają poniesione koszty. Jest to charakterystyczny

Definicja progu rentowności (BEP)

moment działalności, w którym przedsiębiorstwo nie generuje zysku, ale też nie ponosi straty. Firma osiąga wtedy swój próg rentowności.

Analiza progu rentowności opiera się na podziale kosztów na stałe i zmienne. Dodatkowo przyjmuje się następujące założenia [Sierpińska, Jachna 2007, s. 467]:

- wielkość produkcji jest równa wielkości sprzedaży,
- koszty są funkcją wielkości produkcji,
- każda wielkość produkcji ma identyczne koszty,
- jednostkowe koszty zmienne są stałe (całkowite koszty zmienne zmieniają się proporcjonalnie do wielkości produkcji),
- ceny sprzedaży poszczególnych produktów są jednakowe w całym badanym okresie,
- poziom jednostkowych kosztów zmiennych i stałych jest jednakowy w całym badanym okresie.

Próg rentowności może być wyrażony ilościowo lub wartościowo. Uwzględniając powyższe założenia, otrzymujemy następujące równania (dla produkcji jednoasortymentowej):

- w wyrażeniu ilościowym:

$$BEP = \frac{K_s}{c - k_z}$$

gdzie:

BEP – próg rentowności w wyrażeniu ilościowym,

K_s – koszty stałe,

c – jednostkowa cena produktu,

k_z – jednostkowe koszty zmienne;

Wzór – próg rentowności (BEP) w ujęciu ilościowym

- w wyrażeniu wartościowym:

$$BEP' = \frac{K_s}{c - k_z} \times c$$

$$BEP' = BEP \times c$$

Wzór – próg rentowności (BEP') w ujęciu wartościowym

gdzie:

BEP' – próg rentowności w wyrażeniu wartościowym.

Analiza progu rentowności jest przydatna nie tylko w bieżącym zarządzaniu przedsiębiorstwem, lecz także podczas wstępnej oceny projektów inwestycyjnych.

Przykład 6

FunDisk jest firmą specjalizującą się w sprzedaży gier komputerowych. W związku ze zbliżającymi się targami w Katowicach – gdzie spółka będzie sprzedawała swoje towary – zamierza nabyć znaczną ilość najnowszych egzemplarzy tego produktu. Istnieje możliwość ich zakupu od firmy zajmującej się hurtową sprzedażą gier komputerowych w cenie 60 zł/szt. Jeden dysk spółka FunDisk zamierza sprzedawać po 120 zł. Koszt wynajmu stoiska na targach w Katowicach to 3000 zł za trzy dni. Ile gier komputerowych spółka FunDisk musi sprzedać, aby osiągnąć próg rentowności?

Rozwiązanie

Kosztem stałym w tym przypadku jest koszt wynajęcia stoiska na targach – 3000 zł. Cena jednostkowa określona przez spółkę to 120 zł/szt. Natomiast jednostkowy koszt zmienny w zadaniu jest kosztem zakupu jednej płyty – 60 zł. Zgodnie z powyższym równanie przybiera następującą postać:

$$BEP = \frac{3000 \text{ zł}}{120 \text{ zł/szt.} - 60 \text{ zł/szt.}} = 50 \text{ szt.}$$

Aby osiągnąć próg rentowności, spółka musi sprzedać 50 szt. płyt z gier komputerowymi.

Najbardziej precyzyjnymi narzędziami oceny opłacalności inwestycyjnych są metody dyskontowe. Ich cechą charakterystyczną to uwzględnianie zmiany wartości pieniądza w czasie.

Do podstawowych metod dynamicznych oceny opłacalności projektów inwestycyjnych należy **wartość zaktualizowana netto** (*Net Present Value* – NPV). Jest to metoda dyskontowa oceny efektywności inwestycji, co oznacza, że uwzględnia ona zmianę wartości pieniądza w czasie.

Podstawą do obliczenia NPV są zdyskontowane przepływy gotówkowe netto (*net Cash flow*) w kolejnych latach, czyli różnice pomiędzy przewidywanymi wpływami a wydatkami pieniężnymi. Sposób obliczania NPV zależy od czasu trwania projektu inwestycyjnego. Jeżeli okres ten jest krótszy od roku, wtedy nie istnieje potrzeba dyskontowania nakładów inwestycyjnych. Wzór przyjmuje następującą postać:

Definicja wartości zaktualizowanej netto (NPV)

$$NPV = CF_0 + \frac{CF_1}{(1+r)} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_t}{(1+r)^t} - N_0 + R$$

gdzie:

CF – wpływy pieniężne osiągnięte dzięki inwestycji – wydatki eksploatacyjne (bieżące) ponoszone w związku z procesem produkcyjnym lub usługowym w obiekcie inwestycyjnym,

r – stopa dyskontowa,

t – liczba lat, dla których liczone są przepływy,

N_0 – jednorazowe wydatki inwestycyjne,

R – wartość rezydualna.

Jeżeli natomiast nakłady inwestycyjne trwają dłużej niż rok, wówczas wzór ma postać:

$$NPV = NCF_0 + \frac{NCF_1}{(1+r)} + \frac{NCF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{NCF_t}{(1+r)^t} + R$$

gdzie:

$NCF = CF$ – rata wydatków inwestycyjnych przypadająca na dany rok.

Wartości *cash flow* mogą być szacowane w cenach nominalnych (bieżących) z uwzględnieniem inflacji lub w cenach porównywalnych (np. przyjmując okres 0 za podstawę) [Różański (red.) 2006, s. 77–78]. Przy zastosowaniu miernika NPV podjęcie właściwej decyzji inwestycyjnej zależy od wyniku równania, co oznacza, że:

$NPV < 0$ – projekt należałoby odrzucić

$NPV > 0$ – projekt można zrealizować

$NPV = 0$ – inwestycja nie wpływa na wartość przedsiębiorstwa

Z kilku alternatywnych projektów inwestycyjnych wybieramy ten, który ma największą wartość bieżącą netto.

Pomimo swoich wad i zalet (tab. 13.5), zaktualizowana wartość netto (NPV) nadal pozostaje w kręgu najpopularniejszych mierników do oceny opłacalności inwestycji. Decyduje ona o przyjęciu bądź odrzuceniu projektu inwestycyjnego. Niewątpliwym mankamentem tej metody są trudności w oszacowaniu stopy procentowej, co z kolei prowadzi do utrudnień związanych z interpretacją kolejnej miary, którą jest IRR.

Z metodą zaktualizowanej wartości netto (NPV) wiąże się wspomniana już **wewnętrzna stopa zwrotu** (*Internal Rate of Return* – IRR). Jest to stopa dyskontowa, przy której $NPV = 0$. Projekt inwestycyjny jest opłacalny w momencie, gdy wewnętrzna stopa zwrotu jest nie mniejsza niż stopa dyskontowa wykorzystana do obliczenia NPV. W przypadku wyboru z kilku alternatywnych projektów decydujemy się na ten, którego IRR jest największa. Po wykorzystaniu metody interpolacji liniowej, wzór IRR wygląda następująco:

$$IRR = r_1 + \frac{PV \times (r_2 - r_1)}{PV + |NV|}$$

gdzie:

r_1 – stopa dyskonta, dla której $NPV > 0$,

r_2 – stopa dyskonta, dla której $NPV < 0$,

PV – wartość NPV wyznaczonego przy stopie r_1 ,

NV – wartość NPV wyznaczonego przy stopie r_2 .

Definicja
wewnętrznej
stopy zwrotu
(IRR).

Wewnętrzna stopa zwrotu określa procentowo efektywność projektu inwestycyjnego. Dzięki temu może być wyrażona kosztem kapitału zaangażowanego w inwestycję. Jeśli IRR jest wyższa od kosztu kapitału zaangażowanego, wówczas projekt powinien być przyjęty. Natomiast nadwyżka pozostała z różnicy IRR i kosztu kapitału zaangażowanego informuje nas o powstałym marginesie bezpieczeństwa, jaki posiada dany projekt inwestycyjny.

Wyróżnione metody dyskontowe oceny opłacalności projektów inwestycyjnych posiadają wiele cech wspólnych, co umożliwia sporządzenie wspólnej specyfikacji zalet i wad dla NPV i IRR. Szczegóły zawiera tab. 13.5.

Tabela 13.5. Wady i zalety metod dyskontowych oceny opłacalności inwestycji

Wady	Zalety
- wszystkie metody dynamiczne uwzględniają zmiany wartości pieniądza w czasie, - za podstawę obliczeń przyjmuje się wpływy i wydatki, a nie ewidencyjne przychody i koszty, - obejmują swoją oceną cały okres funkcjonowania projektu, czyli zarówno fazę jego realizacji, jak i pełny przewidywany okres eksploatacji inwestycji	- nie uwzględniają wpływu inwestycji na wyniki finansowe przedsiębiorstwa inwestującego oraz uwarunkowania jego działalności (np. spadek przychodu ze sprzedaży, podwyższenie poziomu ryzyka), - oceniane projekty inwestycyjne traktowane są zawsze jako konkurencyjne w stosunku do siebie, może się jednak okazać, że są komplementarne bądź substytucyjne względem siebie

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Różański (red.), [2006], s. 74–75; Sierpińska, Jachna [2007], s. 485.

Zarówno NPV, jak i IRR posiadają podstawową pozytywną cechę – uwzględniają zmianę wartości pieniądza w czasie. Dlatego też są najczęściej wykorzystywane do oceny opłacalności inwestycji. Jednak jednocześnie ich stosowanie może rodzić konflikty. Istnieje bowiem możliwość wystąpienia takich wariantów inwestycyjnych, których ocena na podstawie dwóch wspomnianych mierników przyniesie rozbieżne rezultaty. W takim przypadku zaleca się wykorzystanie NPV. Takie rozwiązanie „wynika z przyjętych przy konstrukcji metod dyskontowych założeń, dotyczących przyszłej stopy reinwestycji wyrażającej efektywność dalszego inwestowania przepływów pieniężnych netto, generowanych przez oceniane projekty” [Sierpińska, Jachna 2007, s. 485]. Wspomniane założenie dotyczy przepływów z projektu reinwestowanych według stopy procentowej, stanowiącej podstawę obliczeń NPV. W przypadku IRR stopa ta równa jest obliczanej właśnie wewnętrznej stopie zwrotu.

Wybór metody oceny opłacalności inwestycji to kwestia indywidualna i zależy od szeregu czynników. Nie należy narzucać wykorzystywanych mierników. Obowiązek prawidłowej oceny inwestycji i wyboru tej, która przyniesie największe korzyści przedsiębiorstwu, niewątpliwie leży po stronie samego właściciela małego i średniego przedsiębiorstwa.

13.5. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne małych i średnich przedsiębiorstw

Bezpośrednie inwestycje zagraniczne stwarzają możliwość przepływu kapitałów pomiędzy państwami gospodarki światowej. W literaturze przedmiotu wielokrotnie podejmuje się próby zdefiniowania takiej formy inwestycji kapitału, jednak do tej pory bezpośrednie inwestycje zagraniczne nie doczekały się swojej jednolitej definicji, która w precyzyjny sposób scharakteryzowałaby ich specyfikę.

Aby podjąć próbę zdefiniowania bezpośrednich inwestycji zagranicznych, należy przybliżyć kilka pojęć, które są nieodłącznie z nimi związane. Pierwsze to korporacja transnarodowa. Na potrzeby tego rozdziału będziemy ją definiować jako przedsiębiorstwo prowadzące działalność w skali międzynarodowej – co oznacza, że sprawuje własność oraz zarządza firmami w co najmniej dwóch krajach – a jedną ze strategii jego działania są bezpośrednie inwestycje zagraniczne.

Inwestycje zagraniczne mogą występować w dwóch wariantach: pośrednie lub bezpośrednie. Pierwsze to inwestycje portfelowe, które polegają głównie na zakupie obligacji, akcji/udziałów obcych przedsiębiorstw oraz papierów wartościowych emitowanych przez państwo. Mają one zazwyczaj charakter krótkoterminowy. Natomiast inwestycje bezpośrednie określane są najczęściej jako forma długoterminowych lokat kapitałowych, które wywierają trwały wpływ na zarządzanie działalnością przedsiębiorstwa zlokalizowanego w innym kraju niż kraj stałego osiedlenia inwestora oraz osiąganie zysków z tego tytułu.

Bezpośrednie inwestycje zagraniczne (BIZ³) cechuje przemieszczanie się nie tylko środków finansowych, lecz także czynników produkcji, umiejętności technologicznych czy menedżerskich. Oznacza to, że istotą

Definicja
inwestycji
zagranicznych

3 Skrót stosowany w publikacjach instytucji takich jak PAIILZ, NBP oraz Instytut Koniunktur i Cen Handlu Zagranicznego.

BIZ nie są środki pieniężne, lecz przemieszczające się dzięki nim środki wytwórcze, takie jak: rzeczowe zasoby kapitałowe (maszyny, urządzenia, surowce, półfabrykaty), praca, technologia i przedsiębiorczość.

W szerokim rozumieniu pojęciem **bezpośrednie inwestycje zagraniczne** określa się filie i oddziały przedsiębiorstw za granicą oraz udziały w zagranicznych spółkach akcyjnych w wysokości co najmniej 50% udziału, co umożliwia sprawowanie kontroli nad spółką. W wąskim rozumieniu natomiast za bezpośrednią inwestycję zagraniczną uznaje się budowę nowych przedsiębiorstw za granicą bądź nabycie przez cudzoziemców już istniejącego przedsiębiorstwa [Starzyńska 2012, s. 12–13].

Literatura rozróżnia trzy formy wejścia bezpośrednich inwestycji zagranicznych:

- inwestycje typu *greenfield*,
- przejęcia (*acquisitions*),
- wspólne przedsięwzięcia (*joint ventures*).

Inwestycje typu *greenfield* definiują finansowanie powstania w kraju lokaty nowego podmiotu gospodarczego, który budowany jest od podstaw. W tym przypadku inwestor, zamiast korzystać z istniejącej infrastruktury, decyduje się na budowę nowego przedsiębiorstwa, nad którym będzie sprawował kontrolę.

Inną formą wejścia bezpośrednich inwestycji zagranicznych są przejęcia (*acquisitions*). W przeciwieństwie do *greenfield* polegają na zakupie przez inwestora istniejącego już przedsiębiorstwa w państwie lokaty. Warunkiem jest nabycie pakietu kontrolnego udziałów/akcji od poprzedniego właściciela przedsiębiorstwa. Przejęcia mogą mieć charakter:

- poziomy – dotyczą firmy z tej samej branży,
- pionowy – dotyczą firm działających w ramach jednego łańcucha tworzenia wartości,
- dywersyfikacji pokrewnych – odnoszących się do różnych dziedzin działalności przedsiębiorstw, jednak opierających się na tych samych umiejętnościach technologicznych czy marketingowych.

Wspólne przedsięwzięcia (*joint ventures*) z kolei dotyczą połączenia zasobów co najmniej dwóch przedsiębiorstw pochodzących z różnych krajów i tworzących odrębną jednostkę, w której są współwłaścicielami.

Małe i średnie przedsiębiorstwa ze względu na swoją wielkość napotykają wiele trudności w przypadku bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Oczywiście, mały rozmiar przedsiębiorstwa nie jest barierą nie do pokonania, jednak niewątpliwie stanowi znaczne utrudnienie w porównaniu z firmami dużymi. Decyzje o bezpośrednich

Szerokie rozumienie bezpośrednich inwestycji zagranicznych

Formy wejścia bezpośrednich inwestycji zagranicznych

inwestycjach zagranicznych są warunkowane następującymi czynnikami [Witkowska, Wysockińska 2006, s. 16–17]:

- kosztami, które gwarantują efektywność firmy przy jej minimalnej wielkości. Jeżeli przyjęta przez właścicieli minimalna wielkość firmy jest duża w porównaniu z optymalną wielkością firm działających w regionie, to aby firma pozostała konkurencyjna, musi poszerzyć swoją działalność o rynki zagraniczne. Każda firma posiada bowiem minimalną wielkość efektywnej produkcji, poniżej której działalność przedsiębiorstwa jest już nieopłacalna ze względu na obecność kosztów stałych;
- możliwości różnicowania produktu – jeżeli firma jest wysoko wyspecjalizowana w swojej dziedzinie, to zmuszona jest do rozszerzenia działalności o rynki zagraniczne ze względu na konieczność utrzymania pewnej skali sprzedaży. Czynniki te są typowe dla małych i średnich przedsiębiorstw ze względu na ich strategię ukierunkowaną na nisze rynkowe.

Oprócz typowych dla sektora MSP czynników determinujących wdrożenie bezpośrednich inwestycji zagranicznych, nie należy zapominać o czynnikach, które oddziałują na wszystkie rodzaje przedsiębiorstw. Według raportu opublikowanego w 2015 r. dla Ministerstwa Gospodarki są to:

- pojemne rynki lokalne – czynnik charakterystyczny dla rynków azjatyckich i krajów Wspólnoty Niepodległych Państw, które odznaczają się znacznym wzrostem gospodarczym,
- niższe jednostkowe koszty pracy – wykorzystanie relatywnie taniej siły roboczej, głównie z terenów Azji i Europy Wschodniej powoduje zmniejszenie kosztów i wzrost konkurencyjności,
- ochrona własnej pozycji rynkowej – dokonywanie inwestycji zagranicznych hamuje ekspansję innych inwestorów i wyprzedza konkurencję,
- konsolidacja w ramach branży – dokonywanie bezpośrednich inwestycji zagranicznych poprzez fuzje i przejęcia buduje silną pozycję przedsiębiorstwa w skali lokalnej,
- możliwości szerszej ekspansji eksportowej na pobliskie rynki – obecność inwestycyjna na jednym rynku zagranicznym znacznie ułatwia ekspansję na inne pobliskie kraje ze względu na bliskość geograficzną, jak również korzystniejsze umowy międzynarodowe z krajami trzecimi w porównaniu do strony polskiej,
- dodatkowe możliwości eksportu na rynek inwestowania – działalność gospodarcza prowadzona na terenie innego państwa pociąga

za sobą konsekwencje eksportu środków pieniężnych niezbędnych do rozpoczęcia lub kontynuacji działalności,

- ominięcie barier celnych – bariery celne mogą znacznie utrudniać eksport dóbr i usług na rynki zagraniczne, dlatego też często jedyną formą pozostania na rynku są bezpośrednie inwestycje zagraniczne.

Pomimo swojej wielkości małe i średnie przedsiębiorstwa posiadają pewną przewagę przy dokonywaniu bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Otóż, są elastyczne i zdolne do szybkiego reagowania, co daje im przewagę konkurencyjną. Poprzez dominację korporacji transnarodowych w pewnych specyficznych branżach sektor MSP ma możliwość odnieść sukces w branżach, które niekoniecznie charakteryzują się korzyściami skali produkcji [Witkowska, Wysokińska 2006, s. 42–43]. Wymienione aspekty odróżniają małe i średnie przedsiębiorstwa od pozostałych sektorów gospodarki.

Ćwiczenia

Ćwiczenie 1

Ustal wartość przyszłą (FV) lokaty w kwocie 100 000 zł po pięcioletnim okresie trwania przy stopie procentowej równej 6% w skali roku dla różnych okresów kapitalizacji odsetek:

- rocznej,
- półrocznej,
- kwartalnej,
- miesięcznej.

Ćwiczenie 2

Przedsiębiorstwo produkcyjne GreenPol rozważa zainwestowanie 100 000 zł w maszyny i urządzenia. Nakłady zostaną poniesione w początkowej fazie inwestycji. Zyski po opodatkowaniu będą wynosiły 35 000 zł rocznie przez cały czteroletni okres realizacji projektu. Wysokość rocznej amortyzacji oszacowano na 25 000 zł. Oblicz księgową stopę zwrotu, wiedząc, że wymagana stopa zwrotu przez inwestora wynosi 9%.

Ćwiczenie 3

Firma MedSpec przygotowała na najbliższy rok dwa projekty inwestycyjne. Szacowane przepływy pieniężne netto poszczególnych projektów przedstawia poniższa tabela.

Rok	Projekt A	Projekt B
0	-16 000	-16 000
1	5 000	2 000
2	5 000	3 500
3	5 000	5 000
4	5 000	7 500
5	5 000	9 000

Oceń, które przedsięwzięcie jest bardziej opłacalne dla inwestora, jeżeli poziom stopy dyskontowej dla obu projektów wynosi 10% w skali roku.

Ćwiczenie 4

Przedsiębiorstwo ProfiHurt rozpatruje realizację jednego z dwóch projektów inwestycyjnych, których przepływy pieniężne netto w poszczególnych latach realizacji kształtują się następująco.

Rok	Projekt A	Projekt B
0	-10 000	-10 000
1	5 000	1 500
2	5 000	2 000
3	2 000	2 500
4	–	5 000
5	–	5 000

Który z wyżej wymienionych projektów przedsiębiorstwo ProfiHurt powinno przyjąć do realizacji? Dokonaj oceny przy wykorzystaniu wewnętrznej stopy zwrotu (IRR), wiedząc, że:

- dla projektu A: $NPV > 0$ dla $r = 11\%$
 $NPV < 0$ dla $r = 12\%$
- dla projektu B: $NPV > 0$ dla $r = 14\%$
 $NPV < 0$ dla $r = 15\%$.

Bibliografia

- Dębski W. [2007], *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Dziworska K. [1993], *Inwestycje przedsiębiorstw*, Uniwersytet Gdański, Gdańsk.
- Filip P. [2010], *Aktywność ekonomiczna przedsiębiorstw małej i średniej skali w Polsce*, [w:] Z. Ziolo, T. Rachwał (red.), *Przedsiębiorczość w warunkach integracji europejskiej*, Uniwersytet Pedagogiczny im. KEN w Krakowie, Warszawa–Kraków 2010, s. 128–140.
- GUS [2015], *Małe i średnie przedsiębiorstwa niefinansowe w Polsce w latach 2009–2013*, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa.
- Jajuga K. [2009], *Wprowadzenie do inwestycji finansowych. Depozyty i instrumenty rynku pieniężnego*, Cedur, Warszawa.
- Kałowski A. [2010], *Wewnętrzne determinanty inwestycji małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Kreatywność – Innowacje – Przedsiębiorczość”, nr 47, s. 231–243.
- Kamerschen D. R., McKenzie R. B., Nardinelli C [1991], *Ekonomia*, Fundacja Gospodarcza NSZZ „Solidarność”, Gdańsk.
- Kasprzak-Czelej A. [2013], *Determinanty inwestycji przedsiębiorstw*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia”, vol. 47, no. 2, s. 85–92.
- Merkle H. L. [1980], *Investition und Investitionsplanung – Finanzierungshandbuch*, Gabler Verlag, Wiesbaden.
- Perridon L., Steiner M. [1986], *Finanzwirtschaft der Unternehmen*, Verlag Franz Vahlen, Munchen.
- Polskie inwestycje bezpośrednie w 2013 roku* [2015], Departament Strategii i Analiz Ministerstwa Gospodarki, Warszawa.
- Potencjał rozwojowy polskich MSP* [2008], Raport końcowy Gesellschaft für Konsumforschung (GfK) i PSDB, Warszawa.
- Reilly F., Brown K. [2001], *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem*, t. 1, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Różański J. (red.) [2006], *Inwestycje rzeczowe i kapitałowe*, Difin, Warszawa.
- Schneider D. [1990], *Investition, Finanzierung und Besteuerung*, Gabler, Wiesbaden.

- Sierpińska M., Jachna T. [2007], *Metody podejmowania decyzji finansowych. Analiza przykładów i przypadków*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Starzyńska D. [2012], *Bezpośrednie inwestycje zagraniczne a konkurencyjność przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Trendy rozwojowe mikro-, małych i średnich firm w ocenie przedsiębiorców w drugiej połowie 2014 roku* [2015], Departament Strategii i Analiz Ministerstwa Gospodarki, Warszawa.
- Wieprow J. [2013], *Ocena efektywności inwestycji rzeczowych za pomocą metody NPV*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu”, nr 6 (38), s. 85–97.
- Witkowska J., Wysokińska Z. [2006], *Umiędzynarodowienie małych i średnich przedsiębiorstw a procesy integracji europejskiej. Aspekty teoretyczne i empiryczne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.