

JERZY RÓŻAŃSKI

*Regulacje finansowe krajów goszczących,  
a zasady międzynarodowego zarządzania finansami przedsiębiorstw*

HOST COUNTRY FINANCIAL REGULATIONS AND INTERNATIONAL  
MANAGEMENT RULES OF CORPORATE FINANCE

**Abstrakt:** Przedsiębiorstwa działające w skali międzynarodowej muszą w swojej działalności uwzględnić różnice w regulacjach finansowych, związanych z funkcjonowaniem przedsiębiorstw w krajach inwestowania. Aby osiągnąć cele finansowe związane z uzyskaniem zakładanej rentowności, zapewnienia płynności finansowej, niezależności i bezpieczeństwa prowadzonej działalności wykorzystują różnice w regulacjach finansowych w poszczególnych krajach w prowadzonej przez siebie polityce międzynarodowego zarządzania finansami. Artykuł omawia najbardziej istotne problemy związane z zarządzaniem finansami przedsiębiorstwa międzynarodowego.

## 1. WPROWADZENIE

### Introduction

Regulacje finansowe związane z funkcjonowaniem przedsiębiorstw w różnych krajach, poważnie się różnią między sobą. Powoduje to, że przedsiębiorstwa w każdym kraju mają nieco inne warunki działania. Przedsiębiorstwa, działające w skali międzynarodowej, muszą liczyć się z tym, że stworzone przez nie filie i spółki *joint-ventures* będą musiały dostosować się do specyficznych regulacji obowiązujących w krajach goszczących.

Jednocześnie, w dobrze pojętym własnym interesie, powinny one prowadzić jedną politykę zarządzania finansowego, która byłaby czytelna nie tylko dla centrali przedsiębiorstw międzynarodowego, ale również i dla wszystkich jego ekspozytur.

Celowa więc wydaje się próba określenia, w jaki sposób można pogodzić różnice w regulacjach finansowych w poszczególnych krajach, będących terenem ekspansji przedsiębiorstw międzynarodowych, z koniecznością zapewnienia przez te przedsiębiorstwa jednolitego międzynarodowego zarządzania finansami przedsiębiorstw, a nawet wykorzystać te różnice w polityce rozwojowej przedsiębiorstwa międzynarodowego.

## 2. CELE MIĘDZYNARODOWEGO ZARZĄDZANIA FINANSAMI PRZEDSIĘBIORSTW

Objectives of international finance management of corporate

Międzynarodowe zarządzanie finansami jest związane z szansą na rozproszenie ryzyka związanego z prowadzeniem działalności gospodarczej, wykorzystanie różnic walutowych i odsetkowych oraz skorzystanie z ulg (lub korzyści) podatkowych i subwencji<sup>1</sup>.

Kraje goszczące są bowiem często silnie zdeterminowane, wykorzystując narzędzia finansowe w celu przyciągnięcia inwestorów zagranicznych. „Czynniki finansowe wiążą się z możliwością korzystania z funduszy państwowych, udzielanych bezpośrednio inwestorom zagranicznym w postaci grantów inwestycyjnych, subsydiowanych kredytów i gwarancji pożyczkowych. W wielu krajach celowo są one przyznawane w ramach polityki regionalnej lub w ramach dofinansowania określonego sektora. Są niejako kosztem, który społeczeństwo jest w stanie dobrowolnie ponieść w celu przyciągnięcia zagranicznego inwestora”<sup>2</sup>.

Stwierdza się, że „przedsiębiorstwa istniejące na rynku międzynarodowym mają znacznie większe szanse rozwoju niż przedsiębiorstwa krajowe. Znacznie zwiększone zostają możliwości i obszary rozwiązań (np. nowe rynki zbytu, dodatkowe źródła finansowania, większa dostępność zasobów, możliwości stworzenia nowych powiązań, dywersyfikacja ryzyka, lepsza lokalizacja, ekonomia skali, dostęp do nowych technologii)”<sup>3</sup>.

Wykorzystanie tych możliwości winno przynieść efekty w postaci:

- osiągnięcia wysokiej rentowności,
- zapewnienia płynności finansowej,
- zapewnienia niezależności działania,
- ograniczenia specyficznego ryzyka działalności gospodarczej.

Cel związany z osiągnięciem wysokiej rentowności zakłada m.in. uzyskanie środków na finansowanie działalności po możliwie najniższych kosztach kapitałowych. Przedsiębiorstwo działające w skali międzynarodowej może finansować swoją działalność bieżącą i rozwojową w takich krajach, w których koszty kapitałowe są najniższe, a następnie tak kierować strumieniami finansowymi pomiędzy poszczególnymi jednostkami or-

<sup>1</sup> M. Perlitz, *Internationales Management*, Lucius und Lucius, Stuttgart 2000, s. 507.

<sup>2</sup> A. Kosztowniak, P. Misztal, J. Pszczółka, A. Szelągowska, „Finanse i rozliczenia międzynarodowe”, C.H.Beck, W-wa 2009, s. 404.

<sup>3</sup> *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, pod red. J. Rymarczyka, PWE, W-wa 2010, s. 420.

ganizacyjnymi przedsiębiorstwa, zlokalizowanymi w różnych krajach, aby sfinansować działalność tej jednostki, której sfinansowanie zapewni możliwie najwyższą stopę zwrotu.

Należy tu zwrócić uwagę na zależność kalkulacji kosztu kapitału w inwestycjach zagranicznych od stopnia zaawansowania procesu globalizacji rynków kapitałowych, na co zwraca uwagę A. Duliniec<sup>4</sup>.

M. Kędzior<sup>5</sup> z kolei wskazuje na to, że do czynników mających wpływ na kształtowanie się kosztu kapitału w przedsiębiorstwach prowadzących działalność w skali międzynarodowej należy zaliczyć:

- „międzynarodowe czynniki środowiskowe, czynniki charakterystyczne dla danego państwa,
- czynniki zależne od jednostki gospodarczej”.

Do tych pierwszych zalicza:

- ryzyko wartości kursu walutowego,
- wahania stóp procentowych w krajach, gdzie jednostka prowadzi działalność oraz na międzynarodowych rynkach finansowych,
- niedoskonałości międzynarodowych rynków finansowych,
- różnice w opodatkowaniu w poszczególnych państwach,
- ryzyko polityczne,
- lokalne czynniki kulturowe.

Do czynników na poziomie firmy:

- wielkość przedsiębiorstwa,
- międzynarodową dywersyfikację działalności,
- branżę do której należy jednostka gospodarcza,
- zyskowność i zmienność rynków.

Tak więc, cały szereg czynników o różnym charakterze będzie decydować o wysokości kosztów kapitałowych międzynarodowych przedsiębiorstw.

Na poziom rentowności wpływają nie tylko koszty kapitałowe, ale również i inne czynniki, które stają się w ostatecznym rachunku kryteriami rentowności.

Jednym z kolejnych elementów są więc podatki.

Rentowność netto przedsiębiorstwa międzynarodowego jako całości również wiąże się z koniecznością uwzględnienia podatków (minimalizacji podatków), a więc z próbą stworzenia takiej konfiguracji (struktury) zysków z poszczególnych rodzajów i miejsc powstawania zysków, która uwzględniałaby kryterium minimalizacji obciążeń podatkowych przedsiębiorstwa międzynarodowego jako całości.

Centralne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa działającego w skali międzynarodowej musi brać też pod uwagę różnice w oprocentowaniu kredytów bankowych,

<sup>4</sup> A. Duliniec, *Globalizacja rynków kapitałowych, a koszt kapitału w inwestycjach zagranicznych*, w zbiorze *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, pod red. W. Pluty, AE Wrocław, Prace naukowe, Zeszyt 1042, Wrocław 2007, s. 181-189.

<sup>5</sup> M. Kędzior, *Koszt kapitału dla firm w przekroju międzynarodowym*, w zbiorze *Zarządzanie finansami – zarządzanie ryzykiem i kreowanie wartości*, pod red. D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, „Zeszyty Naukowe”, nr 455/2007 s. 207-214.

w kontekście zapewnienia tarczy podatkowej. Tak więc, wybór źródeł finansowania musi uwzględnić możliwość, lub brak możliwości wykorzystania tarczy podatkowej w związku z zastosowaniem określonego źródła finansowania.

Na rentowność mogą wpływać również koszty minimalizowania ryzyka związanego z wahaniami kursu walutowego, koszty transferowe ponoszone przez przedsiębiorstwo, w związku z międzynarodowym charakterem jego działalności.

Międzynarodowe zarządzanie finansami jest niezbędne po to, aby utrzymać płynność finansową poszczególnych jednostek organizacyjnych tego przedsiębiorstwa. Można to osiągnąć poprzez sprawne bieżące sterowanie wpływami i wypływami pieniądza zapewniającymi utrzymanie ciągłej zdolności płatniczej we wszystkich jednostkach wewnętrznych przedsiębiorstwa międzynarodowego. Istotną rzeczą jest wówczas uwzględnienie faktu, że poszczególne kraje goszczące będą miały różne regulacje i wymogi związane z utrzymaniem płynności finansowej, oraz, że w różny sposób będą interpretowały ryzyko niedotrzymania zobowiązań finansowych przez zlokalizowanie ich na terenie spółki zagraniczne.

Zapewnienie niezależności działania polega na uniezależnieniu się od specyficznej sytuacji, występującej na rynku finansowym w jednym kraju. Może bowiem istnieć niebezpieczeństwo, polegające na tym, że szczególnie niskie koszty kapitałowe i przyjazne procedury uzyskania kapitału obcego oraz kapitału własnego zewnętrznego w niektórych krajach będą stanowiły bodziec do wykorzystywania tego kapitału w stopniu powodującym nadmierne uzależnienie się przedsiębiorstwa międzynarodowego od rynku finansowego danego kraju. Wówczas, niekorzystne zmiany występujące w warunkach pozyskiwania kapitału w danym kraju, zwłaszcza w sytuacji braku stabilizacji ekonomicznej, społecznej i politycznej, mogą bardzo negatywnie wpływać na sytuację finansową i możliwości rozwojowe przedsiębiorstwa międzynarodowego jako całości.

Dotyczy to również spółek-córek, których samodzielność w zakresie decyzji inwestycyjnych i finansowych nie może powodować podejmowania w obu sferach decyzji niezgodnych z centralną polityką finansową całego przedsiębiorstwa.

Niezależność działania to również zapewnienie właściwych proporcji między udziałem kapitału własnego i kapitału obcego w finansowaniu działalności każdej ze spółek-córek. Chodzi bowiem o to, że duży udział kapitału własnego jest przejawem zwiększonego zaangażowania inwestora zagranicznego w kraju goszczącym. Jest on większy wówczas, gdy stałość zaangażowania inwestora zagranicznego w danym kraju nie podlega dyskusji. Wówczas jednak, gdy warunki działania w konkretnym kraju goszczącym ulegają znacznemu pogorszeniu, duży udział kapitału własnego może być czynnikiem utrudniającym dostatecznie szybkie wycofanie się inwestora zagranicznego z tego kraju. Z kolei, zbyt duże zaangażowanie lokalnego kapitału obcego lub kapitału własnego, ale z zewnętrznych źródeł finansowania (kapitał akcyjny, *venture capital* lub też aniołowie biznesu) nadmiernie uzależnia inwestora zagranicznego od lokalnych źródeł finansowania.

Dlatego też, za pożądane uznaje się międzynarodowe rozproszenie kapitału własnego i obcego, nie tylko w całym przedsiębiorstwie międzynarodowym, ale również i w każdej ze spółek-córek tego przedsiębiorstwa.

Z kolei cel związany z ograniczeniem specyficznego ryzyka działalności gospodarczej wiąże się z koniecznością zapewnienia akceptowalnego poziomu bezpieczeństwa całego przedsiębiorstwa. Specyficzne ryzyko działalności gospodarczej związane z funkcjonowaniem spółki-córki w określonym kraju goszczącym (*risk country*) musi być analizowane łącznie z innymi rodzajami ryzyka, które wiąże się z planowaną czy też prowadzoną już działalnością gospodarczą. Dopiero kompleksowy profil ryzyka związany z działalnością w określonym kraju goszczącym daje podstawę do oceny, na ile ponoszone ryzyko jest uzasadnione, w związku z planowanymi bądź osiąganymi efektami działalności gospodarczej.

### 3. WYKORZYSTANIE RÓŻNIC W REGULACJACH FINANSOWYCH W MIĘDZYNARODOWYM ZARZĄDZANIU FINANSAMI PRZEDSIĘBIORSTW

Using the differences in the field of financial regulations  
in international finance management of corporate

Różnice w regulacjach finansowych w krajach, goszczących inwestorów zagranicznych, mają duży wpływ na różnice w warunkach, w jakich działają inwestorzy zagraniczni w tych krajach. Różnice dotyczą bardzo istotnych dla przedsiębiorstwa regulacji, a więc:

- rodzajów sprawozdań finansowych,
- opodatkowania,
- podziału zysku,
- wyposażenia w kapitał własny,
- zasad dokonywania transakcji kapitałowych,
- zasad finansowania z określonych źródeł lokalnych i zagranicznych.

Konieczność dostosowania się przedsiębiorstwa zagranicznego do istniejących w danym kraju wymogów związanych ze sprawozdawczością finansową, nie podlega dyskusji. Natomiast, przedsiębiorstwo działające w skali międzynarodowej powinno zwrócić uwagę na takie sytuacje, w których kraj goszczący różnicuje obowiązki informacyjne przedsiębiorstw krajowych i przedsiębiorstw zagranicznych na niekorzyść tych ostatnich. Ponadto, rozbudowana sprawozdawczość, nie tylko zresztą finansowa, jest elementem zniechęcającym inwestora zagranicznego, zwłaszcza jeśli wiąże się ona z występującą w danym kraju nadmierną biurokratyzacją i korupcją wśród urzędników.

Problem jest tu więc znacznie szerszy i nie dotyczy tylko obowiązku składania sprawozdań finansowych.

Różnice w obciążeniach podatkowych występujących w poszczególnych krajach, nie muszą automatycznie sprawić, że inwestor będzie unikał lokowania swoich spółek w tych krajach w których opodatkowanie jest wyższe. Wiele zależy bowiem od tego, czy w kraju goszczącym występują możliwości:

- uzyskania ulg podatkowych (na przykład ulg inwestycyjnych),
- możliwości minimalizowania obciążeń podatkowych poprzez zmniejszenie podstawy opodatkowania,

- możliwości kompensowania wyników finansowych w okresach, w których przedsiębiorstwo ponosi stratę, z okresami, w których osiąga nadwyżkę finansową podlegającą opodatkowaniu itd.

Jeszcze innym rozwiązaniem, będącym próbą minimalizowania podatków przez przedsiębiorstwo działające w skali międzynarodowej, jest tworzenie spółek *offshorowych*. „Istnieje cały szereg technik i sposobów, gdzie dzięki pośrednictwu usług *offshore* można łagodzić istniejące, często niezbyt liberalne podatkowo, warunki panujące w wielu kontynentalnych jurysdykcjach. Do najczęściej stosowanych należy metoda polegająca na czasowym przeniesieniu dochodów do raju podatkowego”<sup>6</sup>. Jednakże, na co zwraca uwagę M. Kluzek, w momencie, w którym spółka-matka zechce wykorzystać zyski osiągnięte w spółce *offshore*, będą one opodatkowane w kraju lokalizacji spółki-matki. Zyskiem jest wówczas odroczony termin podatku od wcześniej wygenerowanych zysków.

Dopiero uwzględnienie tych wszystkich czynników, które będą decydować o wysokości realnego opodatkowania, winno być podstawą do oceny, czy z punktu widzenia opodatkowania dany kraj goszczący jest atrakcyjny, czy też nie.

Zasady dotyczące podziału wygenerowanego zysku w większości przypadków są pozostawione przedsiębiorstwom międzynarodowym, do swobodnej decyzji. W niektórych krajach mogą wystąpić pewne ograniczenia związane z transferem zysku do przedsiębiorstwa macierzystego, przyjmujące postać albo ograniczeń związanych z wypłatami premii od zysku lub dywidend dla właścicieli kapitału, albo określonych utrudnień w transferze środków finansowych, natomiast w praktyce ograniczenia takie w grupie krajów o gospodarce rynkowej w warunkach rozwiniętej liberalizacji rynków międzynarodowych, zdarzają się dość rzadko.

Czasami jednak możemy mieć do czynienia z przymusowymi inwestycjami w kraju goszczącym.

E. Najlepszy stwierdza, że „w przypadku całkowitego zablokowania transferu funduszy filii zagranicznej, na skutek restrykcyjnego ustawodawstwa gospodarczego, jej zyski z konieczności muszą być reinwestowane w kraju siedziby. W związku z tym filia zagraniczna musi poznać lokalne możliwości inwestycyjne, które mogłyby jej zapewnić oczekiwaną stopę zwrotu przy dopuszczalnym poziomie ryzyka”<sup>7</sup>. Stosowanie blokad transferu środków finansowych drastycznie zmniejsza atrakcyjność kraju goszczącego i dlatego najczęściej nie jest to już obecnie problem, z którym muszą borykać się inwestorzy zagraniczni.

Natomiast, jednym z podstawowych dylematów stojących przed przedsiębiorstwami międzynarodowymi jest to, czy z punktu widzenia całego przedsiębiorstwa korzystniejszy będzie transfer zysku z przedsiębiorstwa zagranicznego, znajdującego się w kraju goszczącym do centrali w kraju macierzystym, czy też pozostawienie zysku w przedsiębiorstwie zagranicznym, dając mu szansę na szybszy rozwój. Podział zysku na część transferową

<sup>6</sup> M. Kluzek, *Spółki offshore jako sposób unikania opodatkowania przez koncerny międzynarodowe*, w zbiorze *Procesy dostosowawcze polskich przedsiębiorstw do warunków funkcjonowania w UE*, pod red. Z. Krefta, B. Nogalskiego, S. Tokarskiego, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot 2001, s. 73.

<sup>7</sup> E. Najlepszy, *Finanse międzynarodowe przedsiębiorstw*, PWE, W-wa 2007, s. 265.

do przedsiębiorstwa macierzystego i część pozostająca do dyspozycji spółki-córki winien być uzależniony od tego, czy wyższą stopę zwrotu z zainwestowanych zysków osiągnąć może spółka-córka, czy też przedsiębiorstwo macierzyste, oczywiście biorąc pod uwagę również stopień ryzyka związanego z takimi inwestycjami.

Kwestia wyposażenia przedsiębiorstwa zagranicznego w kapitał własny, również nie jest kwestią, która mogłaby być rozpatrywana tylko z punktu widzenia bezpieczeństwa tego kapitału w kraju goszczącym, bądź też możliwości i celowości pozyskiwania kapitału obcego z lokalnych źródeł finansowania.

Kapitały własne mogą przyjąć postać postać pieniężną, ale również dobra mogą być zamrożone w surowcach, maszynach, podzespołach przeznaczonych do montażu i innych składnikach majątku trwałego, dostarczonego przez przedsiębiorstwo macierzyste po cenach transferowych. Wysokość tych cen jest elementem polityki przedsiębiorstwa międzynarodowego, związanej między innymi z dążeniem do unikania nadmiernego opodatkowania w kraju goszczącym.

Problem ten wiąże się również z dostępnością określonych składników majątku trwałego i obrotowego na rynkach - surowcowym, materiałowym, inwestycyjnym oraz możliwością zaciągania kredytów w kraju macierzystym, kraju goszczącym, lub krajach trzecich na zakup poszczególnych składników tego majątku. Dlatego też wyposażenie przedsiębiorstwa zagranicznego w kapitał własny będzie znów wypadkową różnych czynników, które będzie musiał wziąć pod uwagę inwestor zagraniczny.

Zasady dokonywania transakcji kapitałowych wiążą się z zasadami finansowania działalności występującymi w kraju goszczącym i w innych krajach. Procedury związane z inwestowaniem i finansowaniem przedsiębiorstw w kraju goszczącym mogą wpływać na podejmowane w przedsiębiorstwach zagranicznych, albo przedsiębiorstwach macierzystych decyzje inwestycyjne i finansowe. Właśnie nie tylko koszty kapitałowe, ale również i stopień skomplikowania (uciążliwości) procedur związanych z inwestowaniem i finansowaniem swojej działalności i rozwoju wpływa na podejmowane w tych sferach decyzje. Dotyczy to w jednakim stopniu przedsiębiorstw krajowych i przedsiębiorstw międzynarodowych.

Przedsiębiorstwo działające w skali międzynarodowej ma znacznie więcej możliwości finansowania swojej działalności, niż przedsiębiorstwo działające na lokalnym, krajowym rynku. Dostęp spółki-matki do środków finansowych wygoszparowanych przez spółki-córki, ale również możliwość ich finansowania przez spółkę-matkę lub spółkę lokacyjną w ramach finansowania wewnątrzkoncernowego, oraz łatwiejszy dostęp do środków finansowych znajdujących się na międzynarodowych rynkach finansowych daje możliwość pozyskania środków finansowych na relatywnie najlepszych warunkach<sup>8</sup>.

M. Perlitz<sup>9</sup> wskazuje na możliwości, wiążące się z rynkiem kapitałowym euro, a w szczególności:

<sup>8</sup> J. Różański, *Przedsiębiorstwa zagraniczne w Polsce. Rozwój, finansowanie, ocena*, PWE, W-wa 2010, s. 47-62.

<sup>9</sup> M. Perlitz, *op.cit.*, s. 516.



- pożyczki w podwójnej walucie, gdzie pozyskanie kapitału, spłata rat i spłata odsetek mogą występować w różnych walutach,
- pożyczki opcyjnie w e-walucie z prawem wierzyciela do żądania spłaty odsetek i rat po ustalonym kursie wymiany w innej walucie,
- pożyczki konwersyjne z prawem zmiany produktu świadczenia i pożyczki opcyjnie z prawem zakupu akcji (zwłaszcza nowych emisji),
- listy zastawne o zmiennym oprocentowaniu,
- kredyty *roll-over* itp.

Duże znaczenie przypisuje się możliwości deklaracji patronatu, udzielania gwarancji i poręczeń przez centralę przedsiębiorstwa międzynarodowego.

Korzystający na międzynarodowych rynkach finansowych ze źródeł finansowania o charakterze dłużnym „musi najpierw otrzymać *rating* papieru wartościowego, będącego przedmiotem emisji. Ratingi kredytowe stają się coraz popularniejsze na rynku europejskim”<sup>10</sup>.

Wzrost ilości źródeł finansowania i wzrastające zróżnicowanie form finansowania jest dla tych przedsiębiorstw korzystne, ponieważ pozwala wybrać taką kombinację źródeł i form finansowania, która jest dla nich najlepsza, zarówno z punktu widzenia kosztów kapitałowych, jak i pozostałych kryteriów, branych przez przedsiębiorstwa międzynarodowe pod uwagę przy wyborze źródeł i form finansowania.

#### 4. WNIOSKI

##### Conclusions

Zarządzanie finansami w przedsiębiorstwach prowadzących działalność w skali międzynarodowej, podobnie, jak i innych przedsiębiorstw jest nastawione na osiągnięcie wysokiej rentowności, zapewnienie płynności finansowej wszystkich jednostek wewnętrznych (zlokalizowanych w różnych krajach), utrzymanie niezależności działania i ograniczenie ryzyka. Aby te cele osiągnąć, przedsiębiorstwa te będą dążyły do wykorzystania różnic w regulacjach finansowych, charakterystycznych dla potencjalnych krajów inwestowania. Podjęte przez te przedsiębiorstwa decyzje dotyczące finansowania i decyzje inwestycyjne będą musiały uwzględniać cały szereg wzajemnie powiązanych ze sobą czynników, co znacznie utrudni podjęcie w obu sferach właściwych decyzji. Jednocześnie, przedsiębiorstwo działające w skali międzynarodowej musi zdecydować, które czynniki i kryteria są dla niego ważniejsze, biorąc pod uwagę konieczność zapewnienia rozwoju wszystkich jego części składowych.

<sup>10</sup> J. Głuchowski, R. Hutowski, V. Jaaskelainen, H. Nielsen, *Zarządzanie finansami w korporacjach międzynarodowych*, wyd. UMK Toruń 2001, s. 198.



---

**SUMMARY**

Enterprises performing in international scale have to consider the differences in finance regulations connected with company performance in host countries. The enterprises use the differences in finance regulations in each country in their policy of international financial management in order to achieve the financial targets related with realizing anticipated profitability, financial liquidity assurance, independence and safety of led activity. The article presents the most important financial management issues of international enterprise.

prof. dr hab. Jerzy Różański, Uniwersytet Łódzki