

Teresa Jajuga

Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

WPLYW DECYZJI INWESTYCYJNYCH I FINANSOWYCH NA ELASTYCZNOŚĆ STRATEGICZNĄ PRZEDSIĘBIORSTWA

1. Wstęp

Zarządzanie przedsiębiorstwami jest coraz trudniejsze. Tempo zmian technologicznych, rynkowych, własnościowych, globalizacja, która zwiększa złożoność relacji między różnymi podmiotami i rynkami – wszystko to zwiększa niepewność. Kontynuacja działania, uzyskanie trwałej przewagi konkurencyjnej i wzrost wartości w długim okresie jest możliwe tylko wtedy, gdy przedsiębiorstwo ma zdolność reagowania na zmiany. Zdolność ta nazywana jest elastycznością strategiczną.

Artykuł jest próbą wykazania, w jaki sposób odpowiednie decyzje inwestycyjne i finansowe oraz kreowane w ich efekcie opcje realne zwiększają elastyczność strategiczną przedsiębiorstwa.

2. Uwagi ogólne o zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa

Wzrost bogactwa współwłaścicieli przedsiębiorstwa w długim okresie, czyli wzrost jego wartości rynkowej w długim okresie, to cel działania przedsiębiorstwa. Tak zdefiniowany cel i coraz większa dynamika zmian warunków działania wymuszają stosowanie odpowiednich kryteriów decyzyjnych, które uwzględniać muszą wielkość i rozkład w czasie przepływów pieniężnych, będących efektem podejmowanych decyzji i działań, oraz ryzyko z nimi związane.

W zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa najczęściej wyróżnia się następujące obszary decyzyjne:

1. Długoterminowe decyzje inwestycyjne, dotyczące projektów inwestycyjnych umożliwiających realizację strategii działania przedsiębiorstwa. Efektem tych decyzji są aktywa materialne (budynki, budowle, maszyny i urządzenia) oraz niemateria-

lene (prace badawczo-rozwojowe i ich efekty, prawa autorskie, patenty i znaki towarowe, pozycja rynkowa, wykwalifikowana i zmotywowana kadra).

2. Długoterminowe decyzje finansowe, dotyczące sposobu finansowania działalności przedsiębiorstwa, określające strukturę kapitału przedsiębiorstwa, źródła kapitału, politykę dywidendy, a w efekcie koszt kapitału przedsiębiorstwa.

3. Krótkoterminowe decyzje inwestycyjne i finansowe, dotyczące zarządzania kapitałem obrotowym (pracującym) lub, jak się czasem mówi, zarządzania płynnością finansową przedsiębiorstwa.

Mimo że kryteria decyzyjne stosowane w zarządzaniu finansami biorą pod uwagę czas i ryzyko (w postaci odpowiedniej stopy dyskontowej), to coraz częściej w zarządzaniu finansami wyróżnia się nowy obszar decyzyjny: zarządzanie ryzykiem. W miarę wzrostu zmienności otoczenia rośnie również rola zarządzania ryzykiem.

Jednym ze sposobów radzenia sobie z ryzykiem jest dążenie do zwiększenia szeroko rozumianej elastyczności przedsiębiorstwa. Decyzje z zakresu zarządzania finansami determinują tzw. elastyczność finansową i inwestycyjną, a w konsekwencji wpływają na, szczególnie istotną w długim okresie, elastyczność strategiczną przedsiębiorstwa.

3. Pojęcie i definicja elastyczności

W przypadku zarządzania przedsiębiorstwem pojęcie elastyczności najczęściej pojawia się w kontekście relacji przedsiębiorstwa z otoczeniem i działania w warunkach niepewności. Opinie są jednoznaczne: elastyczność to cecha pozytywna, która ułatwia funkcjonowanie przedsiębiorstw w zmiennym otoczeniu. Elastyczne przedsiębiorstwo może reagować na zmiany w otoczeniu: unikać zagrożeń oraz wykorzystywać pojawiające się szanse i okazje. Elastyczność jest funkcją niepewności, a jej wartość rośnie w miarę wzrostu niepewności. Organizacje elastyczne są lepiej przystosowane do funkcjonowania w turbulentnym i konkurencyjnym otoczeniu, uzyskują trwałą przewagę konkurencyjną i mają wyższą wartość rynkową niż nieelastyczne. Trzeba zauważyć, że elastyczność może dotyczyć struktur, procesów i zasobów (aktywów materialnych i niematerialnych), a nieodłączną częścią procesu tworzenia elastycznych organizacji jest proces uczenia się.

W literaturze można spotkać wiele definicji elastyczności, np. według Gjerdinga [Gjerding 1999] elastyczność oznacza zdolność rozpoznania zmian otoczenia w celu adaptowania się lub przygotowania się w taki sposób, by zmiany oznaczały nowe możliwości, które można wykorzystać w celu poprawy pozycji przedsiębiorstwa na rynku.

W tym opracowaniu przyjmujemy, że **elastyczność to proces świadomego działania menedżerów na rzecz tworzenia odpowiednich zasobów i zmiany sposobu wykorzystania posiadanych zasobów oraz zmiany funkcji organizacji w sposób zgodny ze zmieniającą się strategią, w odpowiedzi na nowe informacje o prze-**

widywanych i nieprzewidywanych zmianach w organizacji i jej otoczeniu, w celu kontynuacji działania i wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstwa w długim okresie.

Z definicji wynika, że elastyczność to nie tylko stan, ale i proces; dotyczy nie tylko relacji organizacja-otoczenie (tzw. elastyczność zewnętrzna), ale również relacji wewnątrz organizacji (tzw. elastyczność wewnętrzna); konieczne jest nie tylko zainteresowanie zmianą, dążenie do zmiany, ale i możliwość zmiany.

W kontekście długookresowego celu działania ważna jest tzw. elastyczność strategiczna. **„Elastyczność strategiczna jest funkcją elastyczności zasobów przedsiębiorstwa, definiowana jest poprzez liczbę różnorodnych zastosowań posiadanych zasobów oraz czas i koszt niezbędny do ich wykorzystania w inny sposób”** (por. [Sanchez, Heene 2004; Hatch, Zweig 2001]). Tak rozumiana elastyczność jest efektem przemyślanego procesu podejmowania decyzji.

Decyzje z zakresu zarządzania finansami wpływają na elastyczność strategiczną przedsiębiorstwa, determinują bowiem jakość i strukturę aktywów materialnych i niematerialnych oraz przyszłe możliwości rozwojowe i finansowe. Realizacja tzw. elastycznych projektów i strategii inwestycyjnych (gwarantujących elastyczność inwestycyjną) oraz stosowanie elastycznych struktur i strategii finansowania działalności (tzw. elastyczność finansowa) wpływają na elastyczność strategiczną.

Na ogół elastyczność finansowa kojarzona jest z płynnością finansową, zdolnością kredytową i dobrą kondycją finansową. Tak (wąsko i krótkookresowo) rozumiana elastyczność jest efektem prawidłowych krótkoterminowych decyzji finansowych, w których najistotniejsze są odpowiednia relacja między zobowiązaniami i należnościami, ich koordynacja w czasie oraz utrzymywanie odpowiedniej rezerwy gotówki. W tym przypadku elastyczność oznacza możliwość szybkiego i efektywnego (tzn. po niskim koszcie) reagowania na nieprzewidziane wydatki.

Elastyczność finansowa w długim okresie jest efektem długoterminowych decyzji finansowych dotyczących struktury i źródeł kapitału i oznacza (por. [Gamba, Triantis 2005]) zdolność przedsiębiorstwa do restrukturyzacji sposobu finansowania, gdy pojawia się nieprzewidywalna, trudna sytuacja finansowa, lub możliwość pozyskania, po relatywnie niskim koszcie, dodatkowego kapitału w celu sfinansowania nowych, atrakcyjnych projektów inwestycyjnych. Elastyczność finansowa zależy od sytuacji przedsiębiorstwa: od struktury kapitału od możliwości wzrostu zadłużenia i pozyskania nowego kapitału zewnętrznego na korzystnych dla przedsiębiorstwa warunkach („szybko i tanio”), gdyby tego wymagała polityka inwestycyjna lub finansowa przedsiębiorstwa. Elastyczna struktura kapitału lub tzw. elastyczność po stronie pasywów jest związana z opcjami (prawami), które występują w różnych sposobach finansowania przedsiębiorstwa. Istnieje wiele instrumentów, które mogą być wykorzystywane przez przedsiębiorstwa: obligacje z możliwością przedterminowego wykupu lub zamiany na akcje zwykłe, akcje uprzywilejowane, warianty, kredyty o zmiennym oprocentowaniu z górnymi lub dolnymi pułapami, gwaranto-

wane linie kredytowe, umowy leasingowe, opcje zakupu akcji przez kierownictwo, dotacje celowe. Instrumenty te są charakterystyczne dla elastycznych struktur kapitału.

Na strukturę kapitału wpływają czynniki wewnętrzne (specyfika przedsiębiorstwa, faza cyklu życia przedsiębiorstwa) oraz czynniki zewnętrzne: poziom rozwoju rynku kapitałowego, poziom stóp procentowych, wysokość podatków zarówno korporacyjnych, jak i indywidualnych; czynniki te wpływają także na koszt kapitału z różnych źródeł.

Z badań (por. [Gamba, Triantis 2005]) wynika, że przedsiębiorstwa z wysokim poziomem elastyczności finansowej uzyskują tzw. premię za elastyczność finansową oraz że w przypadku przedsiębiorstw dojrzałych z mniejszymi możliwościami wzrostu wysokość tej premii jest niższa niż w przypadku przedsiębiorstw młodych.

Elastyczność inwestycyjna, a właściwie elastyczność aktywów, oznacza możliwość zmiany sposobu wykorzystania (a także możliwość rezygnacji z wykorzystywania) aktywów zarówno materialnych, jak i niematerialnych, gdy zmieni się sytuacja lub pojawią się nowe informacje. W zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa ten rodzaj elastyczności jest efektem długoterminowych decyzji inwestycyjnych, a sposób kreowania i mierzenia wartości tej elastyczności jest opisywany z wykorzystaniem teorii opcji realnych.

4. Opcje realne

W zarządzaniu finansami opcja realna definiowana jest jako prawo (a nie obowiązek) do podejmowania w przyszłości decyzji lub działań na z góry określonych warunkach, dzięki poniesionym obecnie stosunkowo niewielkim (w stosunku do potencjalnych korzyści) nakładom inwestycyjnym. O tym, czy i kiedy wykonać opcję (czyli podjąć/zmienić decyzję lub działanie), decyduje jej posiadacz. Oczywiście opcja wykonywana jest tylko wtedy, gdy jest to korzystne dla jej posiadacza.

Teoria opcji realnych wywodzi się z teorii opcji finansowych i w zarządzaniu finansami stosowana jest głównie jako narzędzie wyceny aktywów przedsiębiorstwa. W przeciwieństwie do klasycznych metod typu DCF wycena ta uwzględnia wartość elastyczności, która jest efektem aktywnego zarządzania projektem. Zgodnie z tą koncepcją wartość elastyczności to dodatkowa wartość, generowana pod warunkiem, że niepewność (zmiennność) jest bardzo duża, istnieje szansa (i czas) na zdobycie nowych dodatkowych informacji, a menedżerowie mogą zareagować na zmiany [Copeland, Koller, Murrin 2000; Copeland, Antikarov 2001]. Ta możliwość reagowania na zmiany oznacza: zdolność do zidentyfikowania (lub zaplanowania) opcji i swobodę decydowania o tym, czy i w jakim momencie należy je zrealizować. W praktyce wykonanie opcji oznacza podjęcie decyzji lub zmianę sposobu działania. Wymaga to czasu i poniesienia dodatkowych nakładów i ma sens pod warunkiem, że przyrost wartości jest odpowiednio wysoki. W zarządzaniu finansami wycena opcji związanych z projektem ma coraz większe znaczenie i, zwłaszcza w przy-

padku projektów, dla których wartość obliczona za pomocą metody DCF jest bliska zeru, często przesądza o realizacji przedsięwzięć w konkurencyjnym otoczeniu. W zarządzaniu strategicznym opcje realne definiuje się podobnie:

- Opcja realna to możliwość realnej zmiany działania przedsiębiorstwa (wprowadzenie na rynek nowej technologii, marki, produktu, zmiana skali działania lub rezygnacja z działania) w odpowiedzi na zmiany w otoczeniu przedsiębiorstwa. W praktyce może to oznaczać także nowe, niestandardowe wykorzystanie posiadanych przez przedsiębiorstwo zasobów, często unikatowych i trudnych do imitacji, takich jak czas, zdolności i zaangażowanie ludzi [Howell i in. 2001].

- Opcja to możliwość podjęcia korzystnego działania (odłożenia w czasie, ekspansji, rezygnacji lub „działania małymi krokami”) w przyszłości, dzięki poniesionym obecnie stosunkowo niewielkim nakładom inwestycyjnym [Copeland, Antikarow 2001].

- Opcja realna to „prawo swobodnego decydowania o przyszłych działaniach, uzyskane dzięki obecnie podejmowanym decyzjom tworzącym wartościowe zasoby”. W przypadku decyzji strategicznych, skoncentrowanych na uzyskaniu i utrzymaniu przewagi w konkurencyjnym otoczeniu, opcja realna to możliwość pozyskania (*opcja call*) lub pozbycia się (*opcja put*) aktywów w przyszłości, po cenie, która jest atrakcyjna dla przedsiębiorstw posiadających opcję w przeciwieństwie do tych, którzy jej nie posiadają. Opcje realne odnoszą się do aktywów fizycznych i intelektualnych, nazywanych też zasobami strategicznymi [Miller, Waller 2003].

W definicjach tych podkreśla się, że koncepcja opcji to przede wszystkim pewien sposób myślenia o przyszłości przedsiębiorstwa. Uzyskana dzięki odpowiednim opcjom możliwość reagowania na zmiany i jednocześnie możliwość wyceny opcji (najważniejsza w zarządzaniu finansami) zdecydowanie ułatwia wybór działań najkorzystniejszych dla akcjonariuszy. Opcje posiadane (nabyte lub wykreowane) przez przedsiębiorstwo określają potencjalne zachowania przedsiębiorstwa, a kryterium najczęściej cytowanej klasyfikacji opcji [Amram, Kulatilaka 1999; Copeland, Antikarow 2001] jest rodzaj elastyczności. Najczęściej wymienia się następujące opcje:

1. Opcja opóźnienia (*option to defer*), czyli możliwość odroczenia momentu rozpoczęcia inwestycji do czasu pozyskania nowych informacji, a zatem zmniejszenia lub wyeliminowania ryzyka.

2. Opcja wzrostu (*growth option*) – szansa na ekspansję w przyszłości, mimo że nakłady inicjujące są znaczne, a prognozy krótkookresowe złe.

3. Opcja rezygnacji (*option to abandon*) daje prawo do wycofania się z przedsięwzięcia przed zakończeniem przewidywanego okresu życia projektu, w przypadku pogorszenia się warunków rynkowych. Szczególnie cenna, gdy istnieje rynek wtórny dla posiadanych przez przedsiębiorstwo aktywów.

4. Opcja przełączania (*option to switch*) – możliwość dostosowania technologii lub asortymentu produkcji do zmieniającej się sytuacji rynkowej. Dotyczyć może wykorzystywania aktualnie najtańszych surowców (*input, process flexibility*) lub

dostosowywania się do zmian popytu lub wymogów mody (*output, product flexibility*).

5. Opcja zmiany skali działalności operacyjnej (*option to alter operating scale*) – możliwość dopasowania skali działania do sytuacji rynkowej: zwiększenie albo zmniejszenie skali produkcji lub tempa eksploatacji zasobów, a także możliwość zatrzymania produkcji (eksploatacji) i ponownego jej uruchomienia.

Wyraźnie widać, że głównym kryterium podziału opcji był w tym przypadku rodzaj elastyczności związanej z konkretną opcją.

W konkurencyjnym otoczeniu istotny jest podział opcji na: wyłączne (opcja należy do określonego podmiotu, który ma prawo do wszystkich korzyści z nią związanych) i powszechne (gdy prawo do wykonania opcji i uzyskania korzyści posiada wielu uczestników rynku) [Micalizzi, Trigeorgis 1999]. W przypadku opcji wyłącznych wartość elastyczności jest oczywiście większa.

Kreowanie elastyczności strategicznej powinno być traktowane jako inwestycja: konieczne jest poniesienie nakładów, efekty są odroczone w czasie, a ich wysokość nie jest pewna. Jest to inwestycja o znaczeniu strategicznym, można na nią wpływać przez odpowiednią politykę inwestycyjną, polegającą na realizacji „elastycznych” projektów inwestycyjnych, tzn. projektów inwestycyjnych zawierających lub kreujących opcje realne. Porównanie wartości generowanej przez projekty (przedsiębiorstwa) elastyczne wyceniane za pomocą metody wyceny opcji realnych (ROV) i projekty (przedsiębiorstwa) nieelastyczne (nie zawierające lub nie kreujące opcji) wyceniane tradycyjnymi metodami typu DCF umożliwia zmierzenie wpływu wartości elastyczności na wartość rynkową przedsiębiorstwa.

Wykorzystanie koncepcji opcji realnych w praktyce wymaga decentralizacji procesu decyzyjnego (menedżer musi mieć możliwość szybkiego podejmowania decyzji, by opcje wykonać w optymalnym momencie) oraz zintegrowanego i interdyscyplinarnego podejścia do zarządzania w przedsiębiorstwie. Identyfikacja, kreowanie i wykonanie opcji wymuszają współpracę na wielu poziomach i współdziałanie działów przedsiębiorstwa: badawczo-rozwojowego (nowe trendy w technice i technologii), marketingu i sprzedaży (wielkość i struktury popytu i sprzedaży, efektywność kanałów dystrybucji oraz reklamy i promocji), działu kadr (wielkość i struktura zatrudnienia, kwalifikacje, systemy motywacji, liczba i jakość szkoleń) oraz działów finansowych, które zgromadzą odpowiednie informacje i zmierzają do wartości proponowanych strategii i projektów.

Elastyczność to nie tylko możliwość zmiany, ale także czas i koszt z tym związany, posiadanie opcji (prawa do zmiany sposobu działania) skraca czas i koszt reakcji na zmianę, niezależnie od tego, czy dotyczy to wykorzystania szansy, czy uniknięcia zagrożenia. Z badań (por. [Chatterjee i in. 2003]) wynika, że przedsiębiorstwa, które inwestują w projekty elastyczne, lepiej radzą sobie w zmiennym otoczeniu i osiągają trwałą przewagę konkurencyjną.

5. Podsumowanie

Jeżeli elastyczność strategiczna zdeterminowana jest elastycznością zasobów przedsiębiorstwa oraz czasem i kosztem zmiany sposobu działania, to wpływ zarządzania finansami na tę elastyczność jest oczywisty. Realizacja projektów inwestycyjnych zawierających opcje realne to nic innego jak tworzenie elastycznych aktywów – opcje realne umożliwiają realne zmiany działania, elastyczność finansowa zaś umożliwia sfinansowanie wykonania opcji (czyli podjęcie działania lub zmianę sposobu działania) szybko i po niskim koszcie.

Decyzje związane z kreowaniem elastyczności strategicznej nie są jednak proste, wymagają interdyscyplinarnego podejścia i rozwiązania wielu problemów. Należy też pamiętać, że elastyczność w długim okresie może oznaczać zmniejszenie elastyczności w krótkim okresie. Inwestowanie w projekty zawierające opcje realne (które mogą być wykonane lub nie w przyszłości) z reguły oznacza konieczność poniesienia wyższych nakładów inwestycyjnych, które obecnie mogą być wykorzystane inaczej. Zarządzanie ryzykiem przy wykorzystaniu instrumentów pochodnych także często wymaga poniesienia pewnych kosztów, zmniejsza elastyczność w krótkim okresie, ale zwiększa stabilność przepływów pieniężnych i elastyczność finansową i inwestycyjną w długim okresie.

Opisane w literaturze (np. [Copeland, Antikarov 2001]) metody mierzenia wartości elastyczności, czyli metody wyceny opcji realnych, ciągle jeszcze uważane są za „trudne i nieprzyjemne”. Ale jedno jest pewne: w zmiennym otoczeniu elastyczność strategiczna jest konieczna i można być kreowana także poprzez odpowiednie decyzje z zarządzania finansami.

Literatura

- Amram M., Kulatilaka N., *Real Options. Managing Strategic Investment in an Uncertain World*, Harvard Business School Press, Boston 1999.
- Chatterjee S., Wiseman R.M., Fiegenbaum A., Devera C.E., *Integrating Behavioral and Economic Concept of Risk into Strategic Management: the Twain Shall Meet*, „Long Range Planning” 2003, vol. 36.
- Copeland T., Koller T., Murrin J., *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, Wig-press, Warszawa 1997.
- Copeland T., Antikarov V., *Real Options a Practitioner's Guide*, TEXERE, New York 2001.
- Gamba A., Triantis A.J., *The Value of Financial Flexibility*, AFA 2006 Boston Meeting Paper, SSRN 2005.
- Gjerding A.N., *The Evolution of the Flexible Firm*, referat na konferencji National innovation systems. Industrial dynamics and innovation policy 1999.
- Hatch J., Zweig J., *Strategic Flexibility: the Key to Growth*, „Ivey Business Journal” 2001, march/april.
- Howell S., Stark A., Newton D., Paxson D., Cavus M., Pereira J., Patel K., *Real Options. Evaluating Corporate Investment Opportunities in a Dynamic World*, Prentice Hall, London 2001.

- Micalizzi A., Trigeorgis L., *Project Evaluation, Strategy and Real Options*, [w:] *Real Options and Business Strategy*, red. L. Trigeorgis, RISK BOOKS, Haymarket 1993.
- Miller K.D., Waller H.G., *Scenarios, Real Options and Integrated Risk Management*, „Long Range Planning” 2003, vol. 36.
- Sanchez R., Heene A., *The New Strategic Management: Organization, Competition and Competence*, Wiley, New York 2004.

INFLUENCE OF INVESTMENT AND FINANCING DECISIONS ON THE STRATEGIC FLEXIBILITY OF AN ENTERPRISE

Summary

In the paper strategic flexibility is defined. Then it is shown how one can create flexibility by appropriate investment and financing decisions. In addition, main real options are presented – exercising these options enables real changes in the operation of the enterprise caused by changes in the environment.