

*Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu
Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania*

Przemysław Pomykański

POTENCJAŁ WZROSTU ORGANIZACJI – UWARUNKOWANIA FINANSOWE

Zarys treści. Autor, wykorzystując model stabilnego wzrostu, analizuje efekty finansowe różnych metod podejścia do budowy potencjału wzrostu organizacji. Zmiany w oczekiwaniach inwestorów, prognozowany wzrost kosztów finansowania przedsiębiorstw, skłaniają do podkreślenia znaczenia uwarunkowań finansowych w zarządzaniu potencjałem wzrostu. Część ostatnich zmian, na rynkach finansowych ma charakter krótkookresowy i ustąpi wraz w wyjściem z kryzysu (ograniczony dostęp do finansowania, wynikający z niechęci inwestorów do ponoszenia ryzyka). Część ma jednak charakter długookresowy ponieważ dotyczy zmian w obszarze decyzji inwestycyjnych. Zarządzający powinni uwzględnić te zmiany projektując strategię rozwoju przedsiębiorstwa. Wnioski poparto przykładami decyzji podejmowanych w ostatnim okresie przez korporacje międzynarodowe.

Słowa kluczowe: potencjał wzrostu organizacji, decyzje inwestycyjne, finansowanie.

WPROWADZENIE

Potencjał wzrostu każdej organizacji, a w szczególności przedsiębiorstwa, nawiązuje do pojęcia potencjału strategicznego, który można zdefiniować jako zasoby i umiejętności przedsiębiorstwa oceniane z punktu widzenia jego zdolności rozwojowej. W ujęciu narzędziowym rozwój może być realizowany poprzez wydatki na rozwój posiadanego potencjału (rozwój wewnętrzny) oraz wydatki na fuzje, przejęcia i alianse (rozwój zewnętrzny). Celem rozwoju (mierzonego wartością przychodów i aktywów w posiadaniu przedsiębiorstwa), ma być wzrost wartości dla interesariuszy.

Obecny kryzys gospodarczy ograniczył możliwości finansowania wzrostu, zmuszając wiele przedsiębiorstw do zastanowienia się nad finansowymi aspektami zdolności rozwojowej. Kryzys na rynkach finansowych doprowadził do wzrostu kosztów finansowania. Po części wynika to z niechęci podejmowania ryzyka przez inwestorów (efekt z obszaru finansów behawioralnych). Jednak wiele wskazuje na to, że zmiany na rynkach finansowych, a przede wszystkim zapotrzebowanie na finansowanie przedsiębiorstw z dynamicznie rosnących krajów Azji, może doprowadzić do długotrwałego wzrostu kosztów finansowania (McKinsey Global Institute, 2010).

Działając w takich warunkach, przedsiębiorstwa stają przed wyzwaniem analizy potencjału wzrostu w świetle zmieniających się oczekiwań inwestorów.

POTENCJAŁ WZROSTU W UJĘCIU FINANSOWYM

W długim okresie kluczowym czynnikiem decydującym o tworzeniu wartości jest stopa zwrotu z kapitału własnego (ROE). W warunkach ograniczonego dostępu do kapitału zewnętrznego określa ona o wewnętrzny potencjał rozwoju przedsiębiorstwa. Narzędziem analizy wewnętrznego potencjału wzrostu, bez uwzględnienia dostępu do potencjalnego finansowania zewnętrznego, jest model stabilnego wzrostu, w którym zakłada się, że w długim okresie potencjał wzrostu zależy od rentowności kapitału własnego przedsiębiorstwa i stopy zatrzymanego zysku netto:

$$g = \text{ROE} \times R$$

Innymi słowy, bez dostępu do kapitału zewnętrznego i zachowując rentowność kapitału spółka może zwiększać przychody proporcjonalnie do reinwestowanych zysków.

Wykorzystując model du Ponta, stabilny wzrost określamy wzorem (Pomykalska, Pomykalski, 2007, s. 127–135):

$$g = \text{ROS} \times \text{AT} \times \text{CM} \times R$$

gdzie:

ROS – stopa zwrotu z przychodów,

AT – wskaźnik obrotu aktywami,

CM – mnożnik kapitałowy,

R – stopa reinwestycji zysków.

Stopa reinwestycji zysków zależy od polityki zarządu i oczekiwań inwestorów. Potencjał wzrostu (przed podjęciem decyzji dotyczących podziału zysku) określony jest przez ROE:

$$ROE = ROS \times AT \times CM$$

Inwestorzy, zwykle bazujący w swoich decyzjach na danych historycznych, mogą uzależniać stopę reinwestycji zysków (R) od osiągniętej przez przedsiębiorstwo stopy zwrotu z kapitału własnego (ROE).

Dyskusja nad polityką dywidendy, strukturą finansowania i ich wpływem na wycenę przedsiębiorstwa wydaje się zaostrzać w ostatnich latach. Jej głównym celem jest określenie znaczenia decyzji w dwóch obszarach – inwestycji i finansowania. Klasyczna teoria Millera i Modiglianiego (Miller, Modigliani, 1958, 1961) zakłada, że wartość rynkowa przedsiębiorstwa nie jest zależna od struktury kapitału. Stąd w projektowaniu strategii nacisk kładziono wyłącznie na rozważania dotyczące efektywności inwestycji. Nowsze badania (DeAngelo, 2006) sugerują, że decyzje dotyczące finansowania mają równie duże znaczenie jak decyzje inwestycyjne. Co więcej, badania ankietowe menedżerów (Brav, 2005) wskazują, że dyrektorzy finansowi dostrzegają znaczenie informacyjne polityki dywidendy dla inwestorów i uważnie ją kształtują.

ANALIZA POTENCJAŁU WZROSTU POLSKICH PRZEDSIĘBIORSTW

Wykorzystując dane Głównego Urzędu Statystycznego za lata 2006–2009 rok prezentujące wyniki finansowe ok. 50.000 podmiotów gospodarczych zatrudniających 10 i więcej osób (53.847 za 2009 rok), określono:

- średni potencjał wzrostu (należy go rozpatrywać jako benchmark w analizie danych finansowych indywidualnych przedsiębiorstw),
- strukturę potencjału wzrostu (wpływ ROS, AT i CM).

Tabela 1. Stopa zwrotu z kapitału własnego (ROE) w latach 2006–2009

	2006	2007	2008	2009	Średnia
ROE (Ogółem)	10,9%	12,0%	8,1%	9,5%	10,1%
ROE (do 49 pracowników)	10,8%	15,0%	12,2%	13,3%	12,8%
ROE (50–249 pracowników)	11,3%	11,7%	9,0%	9,2%	10,3%
ROE (ponad 250 pracowników)	10,8%	11,4%	6,7%	8,8%	9,4%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

Średnia stopa zwrotu z kapitału własnego (ROE) w badanym okresie wyniosła 10,1%. Najwyższą średnią wartość ROE przedsiębiorstwa osiągnęły w 2007 roku (12%), najniższą w 2008 roku (8,1%).

W latach 2007–2009 można zaobserwować premię związaną z wielkością badanych przedsiębiorstw. Mniejsze przedsiębiorstwa wykazują wyższą wartość stopy zwrotu z kapitału własnego. W teorii odpowiada to wyższemu ryzyku ponoszonemu przez inwestorów. Właściciele małych i średnich przedsiębiorstw mają ograniczone możliwości dywersyfikacji swojego portfela inwestycyjnego i oczekują wyższej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału (Kerins, Smith, Smith, 2003).

Model du Ponta, dla średniej polskich przedsiębiorstw w 2009 roku kształtuje się następująco:

$$10,1\% = 4,2\% \times 1,24 \times 1,94.$$

Na stopę zwrotu z kapitału własnego 10,1% składa się marża zysku ze sprzedaży wynosząca 4,2%, obrót aktywami wynoszący 1,24 i mnożnik kapitałowy wynoszący 1,94.

Jednoznaczna analiza wpływu kosztu i struktury finansowania z wykorzystaniem uproszczonego narzędzia, jakim niewątpliwie jest model du Ponta nie jest do końca możliwa. Koszt kapitału i struktura finansowania wpływa na wartość zysku netto (mianownik ROS) i udział kapitału własnego w finansowaniu (odzwierciedlony w CM). Niemniej jednak warto zauważyć, że decyzje dotyczące źródeł i struktury finansowania w polskich przedsiębiorstwach znacząco wpływają na wartość stopy zwrotu z kapitału własnego, określając ich atrakcyjność inwestycyjną. Świadczy o tym znaczenie wskaźnika mnożnika kapitałowego w rentowności kapitału własnego.

Potencjał wzrostu, mierzony modelem du Ponta dla 10 największych korporacji na świecie (wg. wartości przychodów netto ze sprzedaży, na podstawie listy Fortune Global 500, 2010) wygląda następująco:

$$8,8\% = 3,9\% \times 0,37 \times 6,05$$

i wskazuje na stosunkowo wyższe wykorzystanie długu w finansowaniu oraz niższy wskaźnik obrotu aktywami. Największe korporacje międzynarodowe w dużym stopniu wykorzystują finansowanie kapitałem obcym (w tym kredyty bankowe i zobowiązania z tytułu dostaw) obniżając koszt finansowania. Stosunkowo wysoka wartość wskaźnika obrotu aktywami polskich przedsiębiorstw niestety nie odzwierciedla wyższej produktywności lecz stopień zamortyzowania aktywów.

TWORZENIE POTENCJAŁU WZROSTU

Potencjał wzrostu jest ściśle związany z przewagą konkurencyjną, której źródeł upatruje się zwykle w zasobach strategicznych i kluczowych kompetencjach. Rentowność i dostęp do kapitału wymienia się wśród kluczowych czynników sukcesu obok takich obszarów jak pozycja rynkowa, poziom techniki i technologii oraz organizacji i zarządzania (Giereszewska, Romanowska, 2003). Analizując model du Ponta dla 10 największych korporacji międzynarodowych nie sposób nie zauważyć, że dostęp do kapitału i jego koszt stanowią niezwykle ważny kluczowy czynnik sukcesu. Kryzys wykazał jednak, że idea budowy przewagi konkurencyjnej wyłącznie na dostępie do relatywnie taniego kapitału może okazać się nietrafiona. Znany inwestor, multimiliarder zarządzający funduszem Berkshire Hathaway Inc., Warren Buffet trafnie podsumował to stwierdzeniem: „Tylko gdy mija przyływ dowiadujesz się kto pływał nago” (The Economist, 2007). W 2009 roku bankructwo ogłosiła m.in. bardzo zadłużona spółka General Motors.

Efekt finansowy dominującej pozycji rynkowej znakomicie obrazuje model du Ponta spółki Microsoft (Raport roczny, Microsoft Inc., 2010, dane za rok 2009):

$$36,8\% = 24,9\% \times 0,75 \times 1,97$$

Spółka realizuje wysoką stopę zwrotu z kapitału własnego, wykorzystując ponadprzeciętną marżę zysku ze sprzedaży.

Efekt finansowy innowacyjności (obszar techniki i technologii oraz organizacji i zarządzania) można zaobserwować na przykładzie spółki Apple Inc. (Raport roczny, Apple Inc., 2010 dane za rok 2009):

$$26\% = 19,2\% \times 0,90 \times 1,50$$

W obu przypadkach – przewagi konkurencyjnej wynikającej z dominującej pozycji rynkowej i innowacyjności – spółki osiągają wysoką rentowność sprzedaży (ROS), która stanowi główny czynniki decydujący o rentowności kapitału własnego. Efekt finansowy innowacyjności procesowej może się również przejawiać w obrocie aktywami. Przykładowo, model du Ponta spółki Wal-Mart Inc. (Raport roczny, Wal-Mart Inc., 2010, dane za 2009 rok) wskazuje na stosunkowo wysoki wskaźnik AT:

$$20,5\% = 3,3\% \times 2,45 \times 2,53,$$

zwłaszcza jeśli porównamy go do konkurencji – przykładowo w Tesco Plc., wskaźnik obrotu aktywami wynosi jedynie 1,24:

$$15,9\% = 4,1\% \times 1,24 \times 3,13$$

Przyszłość należy do przedsiębiorstw budujących przewagę konkurencyjną na pozycji rynkowej i innowacyjności. W tradycyjnym ujęciu oznaczałoby inwestowanie w budowę marki, rozwój działalności badawczo rozwojowej i inne działania tradycyjnie utożsamiane z rozwojem wewnętrznym. Jednak utrwalająca się niechęć inwestorów do ponoszenia ryzyka i perspektywa wyższych kosztów finansowania, skłania wiele przedsiębiorstw do ukierunkowania na rozwój zewnętrzny i zwiększenia bieżącej rentowności poprzez redukcję kosztów.

Zmiany w strategii tworzenia przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstw są w ostatnim okresie aż nadto widoczne. Znany koncern farmaceutyczny Pfizer ogłosił, że zamierza zredukować wydatki na działalność B+R z 9,3 mld USD w 2010 roku do 6,5–7 mld USD w 2012. W ramach projektu zamknięte zostanie, zatrudniające 2400 pracowników laboratorium w Sandwich w Wielkiej Brytanii, w którym wynaleziono m.in. Viagrę. Podobne działania podjęły również inne koncerny farmaceutyczne, m.in. Eli Lilly i Astra Zeneca (Kean, 2011). Wspomniane zmiany nie ograniczają się jednak do rynku farmaceutycznego. Znany ze swoich innowacyjnych produktów koncern 3M zmniejszył wydatki na działalność B+R z 1,5 mld USD w 2006 roku do 1,29 mld USD w 2009 roku (Raporty roczne 3M Inc., 2006–2009). Nawet Microsoft, notujący wzrost przychodów ze sprzedaży oraz tradycyjnie wysoką rentowność przychodów, zdecydował się na redukcję wydatków na działalność badawczo- rozwojową (spadek z 9,01 mld USD w 2009 roku do 8,71 mld USD w 2010 roku).

Działania wyżej wymienionych korporacji świadczą o zmianie podejścia do finansowania innowacji. Tradycyjne podejście, polegające na finansowaniu własnej działalności badawczo-rozwojowej, zastępuje się nastawieniem na pozyskanie technologii z zewnątrz. Ograniczony dostęp do finansowania i wzrost jego kosztów prowadzi bowiem do sytuacji, w której dyfuzja technologii przez mniejsze przedsiębiorstwa może okazać się niemożliwa lub mało opłacalna. To zwiększa bariery wejścia na wiele rynków i zmusza wynalzców do poszukiwania metod sprzedaży technologii spółkom, które posiadają aktywa i dostęp do źródeł finansowania. Z punktu widzenia korporacji pozyskanie technologii z zewnątrz może okazać się tańsze od prowadzenia własnych badań. Ograniczenie kosztów związanych z prowadzeniem własnej działalności badawczo-rozwojowej poprawia rentowność i dostęp do źródeł finansowania.

ZMIANY W OBSZARZE DECYZJI INWESTYCYJNYCH

Uproszczone założenie, mówiące o poszukiwaniu projektów, których stopa zwrotu jest wyższa od kosztu kapitału ($NPV > 0$), zastępuje się bardziej wysublimowanymi rozważaniami. Już nawet w nowym wydaniu podręcznika, Erhardt i Brigham sugerują, że w rzeczywistości gospodarczej zidentyfikowanie projektów o dodatnim NPV jest trudne, a w warunkach doskonałej konkurencji, wręcz niemożliwe, gdyż każda niedoskonałość rynku, stojąca u podstaw dodatniej wartości NPV zostanie szybko zauważona i wykorzystana przez konkurencję (Erhardt, Brigham, 2011, s. 404). Co za tym idzie menedżerowie powinni zidentyfikować niedoskonałość rynku i wyjaśnić powody dla których może ona trwać, zanim przyjmą projekt o zakładanej dodatniej wartości NPV. Identyfikowanie źródeł przewagi konkurencyjnej nie jest niczym nowym w teorii zarządzania, jednak należy w tym miejscu zwrócić uwagę na zmieniające się podejście do założeń.

Zakłada się, że projekt o dodatniej wartości NPV można przyjąć jedynie, jeśli jesteśmy w stanie wyjaśnić źródła przewagi konkurencyjnej. Dodatnia wartość NPV jest obecnie warunkiem koniecznym lecz nie wystarczającym do przyjęcia projektu.

Źródeł przewagi konkurencyjnej należy poszukiwać w świadomych działaniach zarządzających. Inaczej mówiąc przewagę konkurencyjną się buduje i nie jest ona efektem przypadku. Założenie to ma ogromne znaczenie w finansowaniu działalności badawczo-rozwojowej.

Jednym z kluczowych czynników jest trwałość przewagi konkurencyjnej. Menedżerowie powinni poszukiwać niepowtarzalnych źródeł przewagi konkurencyjnej (np. technologii zabezpieczonych prawami patentowymi) lecz nawet w takiej sytuacji powinno się zachować dużą ostrożność przy akceptowaniu projektów zakładających znaczące przepływy pieniężne w odległych okresach.

Pozornie można odnieść wrażenie, analizując wyżej wymienione założenia indywidualnie, że kryzys doprowadził do osłabienia roli analizy finansowej w analizie projektów (znaczenia nabierają czynniki niekwantyfikowalne). Jeśli jednak przeanalizujemy wszystkie założenia, to można dojść do wniosku, że rola czynników finansowych uległa dalszemu zwiększeniu.

ZAKOŃCZENIE

Ograniczony dostęp do źródeł finansowania i prognozowany wzrost kosztów finansowania powinien skłonić przedsiębiorstwa do wnikliwej analizy pozycji konkurencyjnej ze szczególnym uwzględnieniem potencjału wzrostu i uwarunkowań finansowych.

Zarządzający powinni aktywnie poszukiwać możliwości redukcji kosztów, poprawy efektywności wykorzystania aktywów i dostępu do technologii mogącej stanowić podstawę do wprowadzenia innowacji. Założenie, że wyjście z kryzysu będzie polegało na powrocie do taniego i powszechnie dostępnego finansowania może okazać się błędne. Potencjalny wzrost kosztów finansowania będzie miał znaczący wpływ na rentowność i potencjał wzrostu polskich przedsiębiorstw. Ostatnich zmian nie powinno się rozpatrywać wyłącznie w kategorii zarządzania w kryzysie, gdyż część z nich ma charakter długoterminowy, a nawet w sposób stały determinować będzie przyszłość. Zmiany w teorii zarządzania finansami powinny skłaniać do zastanowienia się nad praktyką i współczesną teorią zarządzania w przedsiębiorstwie.

LITERATURA

- Brav A., Graham J., Harvey C., Michaely (2005), „Payout policy in the 21st century”, *Journal of Financial Economics*, vol. 77, p. 483–527.
- Giereszewska G, Romanowska M., *Analiza strategiczna przedsiębiorstwa*, wyd. 3, PWE, Warszawa, 2003
- DeAngelo H., DeAngelo L. (2006), The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem, *Journal of Financial Economics* 79, s. 293–315
- Erhardt M.C., Brigham E.F., *Corporate Finance. A Focused Approach.*, 4 ed., South-Western Cengage Learning, Mason, 2011, s. 404.
- Fortune Global 500, <http://money.cnn.com/magazines/fortune/global500/2010/>, stan na dzień 1.02.2011
- Kean S., Pfizer’s Shakeup Means Less Money for Research, *Science*, Vol 331, 11 February 2011, s. 658
- Kerins F., Smith J.K., Smith R. (2004), Opportunity cost of capital for venture capital investors and entrepreneurs, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol. 39 Issue 2, s. 385–405
- McKinsey Global Institute (2010), The era of cheap capital draws to close, December 2010
- Modigliani F., Miller M. (1958), The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review* 48, s. 261–297.
- Miller M., Modigliani F. (1961), Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business* 34, s. 411–433.
- Pomykalska B., Pomykalski P. (2007), *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2007
- The Economist (2007), Indecent exposure. The market reveals the good, the bad and the ugly, Aug 5th 2007, http://www.economist.com/node/9609521?story_id=9609521, stan na dzień 1.02.2011

GROWTH POTENTIAL – FINANCIAL CONSTRAINTS

Abstract. The Author analyses financial effects of various approaches used by management in crafting of business growth potential. Changes in investors' expectations, forecasted growth in interest rates and financing costs give rise to questions about the significance of financial constraints in growth potential management. Some of the changes may have a short-term effect and will fade with subsiding of the crisis (limited access to financing, caused by investors' risk aversion). Some effects however may be seen as long-term and cause changes in investment policies. Managers should recognize them and attempt to take them into account while crafting their strategies. Complexity and dynamics of changes in current business environment call for the use of simple, transparent methods that can be applied in practice. The author proposes the use of stable growth model and provides for examples of its use.

Key words: growth potential, financial constraints, financing

