

Tomasz Ramian

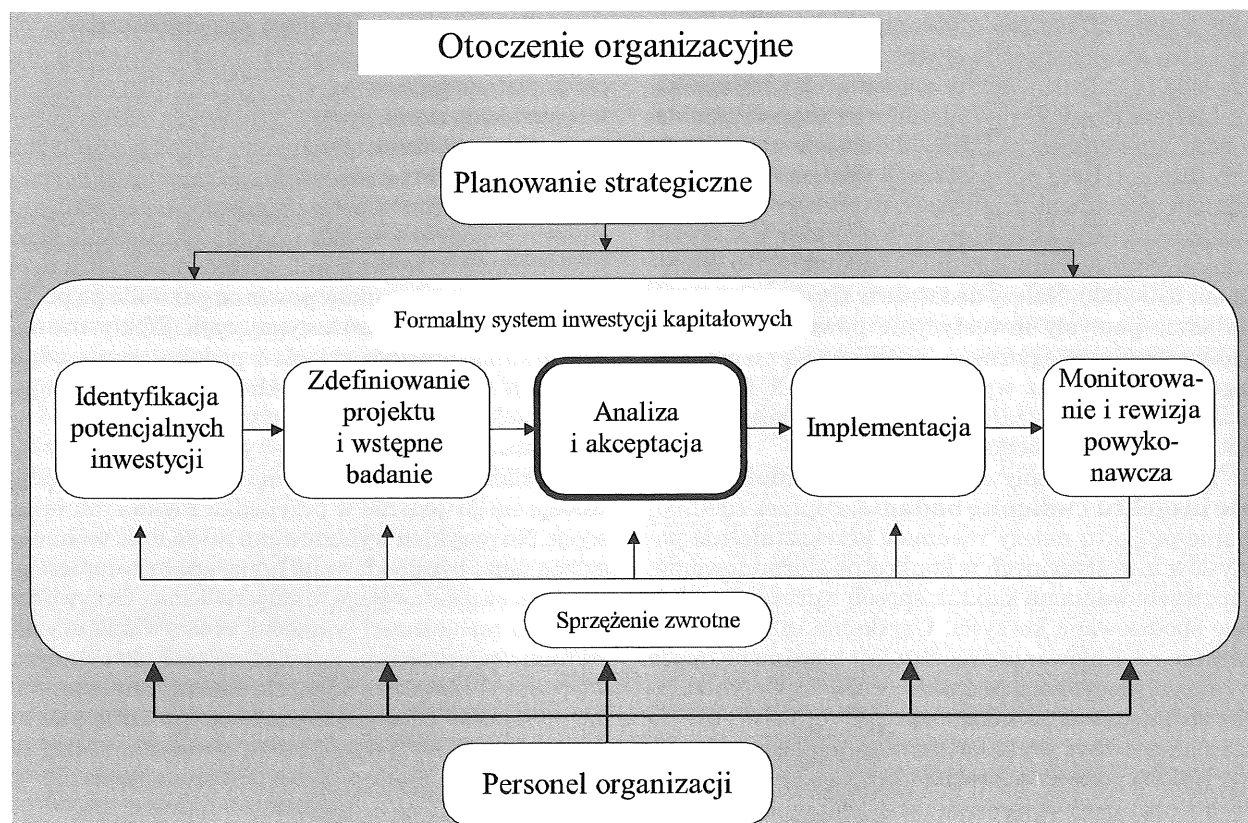
Proces podejmowania decyzji inwestycyjnych w przedsiębiorstwie

Dla przedsiębiorstwa działającego w warunkach gospodarki rynkowej inwestowanie uznaje się w zasadzie za obiektywną konieczność. Oznacza to, że trudno wyobrazić sobie funkcjonowanie przedsiębiorstwa w warunkach konkurencji, a zwłaszcza jego rozwój w dłuższym okresie bez ponoszenia nakładów inwestycyjnych. Decyzje inwestycyjne należą do najważniejszych i obarczonych największym ryzykiem, a trudności decyzyjne wynikają głównie z braku dostatecznych informacji o przyszłości, wyrażanych często efektami kilkudziesięcioletnimi. Niedostateczna znajomość przyszłych kierunków zbytu wyrobów bądź świadczenia usług, zmiany technologii i techniki wytwarzania oraz bazy surowcowej to najistotniejsze utrudnienia w prawidłowym ustaleniu programu inwestycyjnego. Dlatego duże znaczenie należy przywiązywać do analizy i oceny przedsięwzięć inwestycyjnych, gdyż najlepsze możliwe rozpoznanie przeszłości oraz

najpełniejsze przygotowanie wybranych do realizacji projektów jest niezbędnym warunkiem sprawnego wykonawstwa przedsięwzięcia oraz ograniczenia ryzyka „chybionej” inwestycji¹⁾.

Podejmowanie decyzji inwestycyjnych w różnych przedsiębiorstwach odbywa się w różny sposób, mniej lub bardziej sformalizowany, niemniej bywa pojmowane jako proces, w którym można wyodrębnić kilka występujących w pewnym porządku etapów, począwszy od identyfikacji projektu (przedsięwzięcia), a na monitorowaniu i rewizji powykonawczej skończywszy²⁾.

Proces inwestycyjny ukazany został w kontekście całej organizacji, z wyróżnieniem wpływu dwóch istotnych elementów, tj. planowania strategicznego i personelu. Planowanie strategiczne, działalność ukierunkowana na przyszłość, ma wyraźne powiązania z inwestowaniem. Inwestycje muszą być rozpatrywane



Rys. 1. Model inwestycji kapitałowych

Źródło: D. NORTCOTT, *Capital Investment Decision-Making*. Academic Press, London 1992, s. 10.



w ścisłym skojarzeniu z planowaniem strategicznym, aby zapewnić zgodność pomiędzy długookresowymi, strategicznymi celami przedsiębiorstwa, a kierunkiem alokacji zasobów. Poza tym, efekty przedsięwzięć inwestycyjnych są elementem kształtującym przyszłość przedsiębiorstwa.

Uznaje się również, że istotną rolę w procesie inwestycyjnym odgrywają ludzie – odpowiednio wykształcony personel jest niezbędny, by nadzorować przebieg procesu, wdrażać wybrane projekty; to ludzie są autorami pomysłów inwestycyjnych i ludzie wreszcie podejmują decyzje inwestycyjne. Przeto na poszczególnych etapach procesu inwestycyjnego różni ludzie odgrywają różne role, a ich wpływ, choć nie precyzowany na tym rysunku, na pewno ma miejsce.

Zaproponowany na rysunku 1. model inwestycji kapitałowych zakłada istnienie wewnątrz organizacji pewnego formalnego systemu inwestycji kapitałowych, w ramach którego przebiega proces decyzyjny. Chodzi tu o pewne wytyczne (procedury, zestandaryzowana dokumentacja itd.) tworzące szkielet procesu decyzyjnego oraz o istniejący w przedsiębiorstwie system informacji, który ma zapewnić osobom podejmującym decyzje inwestycyjne dostęp do odpowiednich danych decyzyjnych. Brak natomiast nieformalnych kanałów informacyjnych i innych nieformalnych czynników, które mogą – o czym mowa będzie później – odgrywać w tym procesie znaczącą rolę.

Pierwszym etapem w procesie inwestycyjnym jest **identyfikacja potencjalnych inwestycji**. W przedsiębiorstwie inspiracje (pomysły) inwestycyjne powstają na wszystkich poziomach organizacji. Ważne jest, aby w przedsiębiorstwie stworzyć warunki do tego, by każdy mógł przyjąć ze swoim pomysłem – tak, aby nie była to jedynie domena planistów czy najwyższego kierownictwa. Do podejmowania inwestycji skłaniać mogą również podmioty działające w otoczeniu przedsiębiorstwa, np. partnerzy rynkowi (dostawcy, odbiorcy, hurtownicy), firmy konsultingowe, agencje reklamowe. Przykładem może być wymaganie przez odbiorców posiadania systemu jakości zgodnego z normami ISO 9000. Należy dodać, że w zaproponowanym układzie pomysły inwestycyjne powinny stanowić część planu strategicznego, ponieważ są elementem jego realizacji oraz wpływają na kształt finansów przedsiębiorstwa – zarówno po stronie kosztów/wydatków, jak i przychodów/wpływów.

Kolejny, wykazany etap procesu to **zdefiniowanie projektu i wstępne badanie**. Poprzez zdefiniowanie projektu należy rozumieć przekształcenie pomysłów inwestycyjnych w konkretne sformułowanie: zapotrzebowania na kapitał, sposób wdrożenia, przyszłe spodziewane korzyści. Uzyskanie informacji do pełnego zdefiniowania projektu jest kosztowne, może wymagać specyfikacji technicznych, wyceny (kalkulacji) dostawców oraz informacji marketingowych. By nie ponosić zbyt wiele kosztów na dogłębne analizy wszystkich pomysłów, niektóre przedsiębiorstwa tworzą mechanizmy etapowego przesiewu, i udostępniania funduszy na szczegółowe analizy tylko tych projektów, które są najbardziej obiecujące. Wstępne badanie propozycji inwestycyjnej często opiera się na

jakościowej ocenie podstawowych aspektów wykonalności projektu, po której pomysł przedsięwzięcia, które jest wyraźnie niedochodowe, fizycznie nierealne do wykonania, bądź niezgodne z ogólną strategią przedsiębiorstwa, bywa zwykle odrzucony w celu uniknięcia kosztownych badań. Na etapie tym występuje zjawisko stopniowego utożsamiania się autorów pomysłów inwestycyjnych ze swoimi propozycjami. Poświęcają oni dużo czasu na gromadzenie i ocenę danych, a także na przekonywanie innych osób o wykonalności przedsięwzięcia. Jest to właściwie zjawisko niekorzystne, gdyż ze wzrostem zaangażowania emocjonalnego w dany projekt traci się zdolność obiektywnej oceny faktów, co w przypadku, gdy autor pomysłu ma dużą zdolność przekonywania, może w konsekwencji doprowadzić do zaaprobowania pomysłów chybionych.

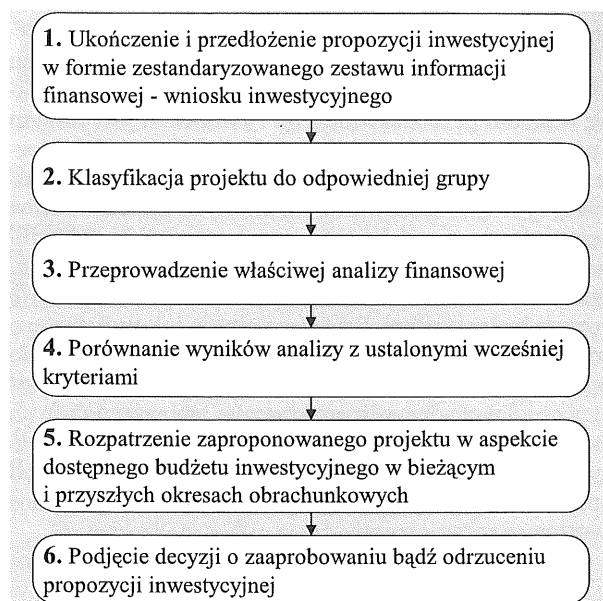
Projekt, który został wystarczająco dobrze zdefiniowany i pomyślnie przeszedł etap wstępnych badań, przechodzi do następnego etapu, czyli **analizy i akceptacji**. Na tym etapie projekt poddawany jest ocenie finansowej, od której wyniku zależy podjęcie decyzji inwestycyjnej. Etap analizy i akceptacji projektu można uznać za najważniejszy w procesie inwestycyjnym, a szczególnego znaczenia nabiera przy bardzo dużych przedsięwzięciach. Przeprowadzenie nawet kosztownych analiz i zaniechanie realizacji i tak jest bardziej opłacalne aniżeli angażowanie środków w złe projekty. Ze względu na swoje znaczenie, etap ten zostanie omówiony w dalszej części opracowania.

Implementacja (wdrożenie) projektu jest kolejnym etapem procesu inwestycyjnego. Przy większych przedsięwzięciach, związanych z budową lub rozbudową majątku trwałego przedsiębiorstwa, zachodzi zwykle potrzeba pracy zespołowej grupy ekspertów odpowiedzialnych za realizację różnych aspektów przedsięwzięcia. Sprawna realizacja przedsięwzięcia wymaga również stworzenia systemu gromadzenia i przetwarzania odpowiednich informacji o postępie prac i wynikach, pozwalającego na mierzenie poziomu uprzednio zdefiniowanych, kluczowych czynników. Szybkie wykrywanie odchyłeń od założonych wielkości tych mierników powinno pozwolić na podjęcie skutecznych działań korygujących. Efektywne monitorowanie przedsięwzięcia i podejmowanie odpowiednich działań korygujących często zmniejsza potrzebę dokonywania później postaudytu.

Postaudyt – rewizja powykonawcza jest zwykle działaniem czasochłonnym i kosztownym, dlatego stosuje się go jedynie w przypadku niektórych inwestycji. Na przykład wybudowana nowa linia technologiczna może być poddawana takiej analizie dopiero po pewnym okresie swojego funkcjonowania. Oczywiście, odkrycie rozbieżności pomiędzy rzeczywistymi uzyskanymi rezultatami, a założeniami określonymi w projekcie inwestycyjnym nie pozwala na wprowadzanie korekt do samego projektu, bo na to jest za późno. Rezultaty takiej rewizji wpływają raczej na kształt samego procesu inwestycyjnego, mogą stanowić dobrą lekcję na przyszłość.

Uznawany za najważniejszy moment w procesie inwestycyjnym – etap analizy i akceptacji następuje po zdefiniowaniu i wstępnym badaniu projektu. Może

zostać podzielony na kilka identyfikowalnych kroków, przedstawionych na rysunku 2.



Rys. 2. Kroki etapu analizy i akceptacji projektu w procesie inwestycyjnym

Źródło: opracowanie własne.

Ad. 1. Wiele przedsiębiorstw posiada i stosuje odpowiednie procedury składania wniosków inwestycyjnych³⁾. W wielu przedsiębiorstwach zestaw informacji potrzebny do zgody na uzyskanie środków na realizację projektu przedkładany jest w formie standardowego formularza **wniosku inwestycyjnego**⁴⁾. Zwykle autor (inicjator) projektu jest zobowiązany do przeanalizowania kilku jego wariantów oraz do zidentyfikowania kluczowych czynników, mogących mieć wpływ na powodzenie przedsięwzięcia. Pozwala to na wykonanie analizy wrażliwości na zmiany kluczowych parametrów oraz wytypowanie tych istotnych elementów, które będą podlegać monitorowaniu w przypadku uzyskania akceptacji, i co za tym idzie, realizacji inwestycji. Istotnym elementem związanym z wnioskami inwestycyjnymi jest moment ich składania. Jedne przedsiębiorstwa ustalają pewien okres, w którym przyjmowane są wnioski (np. do maja), tak aby możliwe było rozpatrzenie złożonych wniosków w kontekście przyszłorocznego budżetu – chodzi tu zarówno o środki inwestycyjne, jak i wpływ przedsięwzięcia na działalność przedsiębiorstwa (przychody, koszty, płynność). Alternatywnym rozwiązaniem jest przeznaczanie większej ilości środków na nie przewidywane możliwości inwestycyjne i bardziej regularne, np. comiesięczne rozpatrywanie wniosków.

Ad. 2. Często stosowaną praktyką jest klasyfikowanie przedsięwzięcia do określonej grupy, co może mieć potem istotny wpływ na stosowane metody oceny przedsięwzięcia, stopień szczegółowości analizy i kryteria decyzyjne (akceptacji). Sposób grupowania przedsięwzięć inwestycyjnych jest sprawą indywidualną, zależną od specyficznych warunków w danym przedsiębiorstwie, niemniej można pokusić się o przedstawienie potencjalnych kryteriów podziału na grupy:

- rodzaj inwestycji, m.in.:
 - ▲ zastąpienie istniejących aktywów,
 - ▲ rozwój istniejących zdolności,
 - ▲ strategiczna ekspansja – nowe typy produktów i technologii, nowe rynki,
 - ▲ inne inwestycje „niedochodowe” – wymogi BHP, ochrona środowiska itp.,
- wielkość nakładów inwestycyjnych
- znaczenie inwestycji dla przedsiębiorstwa (potrzeba).

Ad. 3. W trakcie przeprowadzania analizy finansowej następuje ocena finansowych implikacji projektu dla ekonomiki przedsiębiorstwa. Analiza finansowa przedsięwzięcia może przybrać różne formy, w niektórych przypadkach może być przeprowadzana przez autora propozycji, przeważnie we współpracy z komórkami finansowymi, czasem wymaga zaangażowania ekspertów zewnętrznych. Przedsiębiorstwa tworzą również komórki controllingu, zajmujące się oceną poprawności i realności przedstawionych propozycji, co odnosi się zwłaszcza do szacowanych nakładów, kosztów i przyszłych korzyści z przedsięwzięcia. Tworzone bywają też ciała kolegialne (komitety, komisje, zespoły) zajmujące się analizą i oceną przedstawionych propozycji.

Na potrzeby analizy finansowej wykorzystuje się współcześnie dwa rodzaje metod: metody dyskontowe (dynamiczne) oraz metody statyczne, które nie opierają się na zdyskontowanych strumieniach pieniężnych. Metody analizy finansowej przedsięwzięć inwestycyjnych doczekały się już bogatej literatury na świecie oraz w Polsce i nie będą tu przedmiotem rozważań⁵⁾.

Ad. 4. Zasadniczym celem analizy finansowej jest umożliwienie osobom podejmującym decyzje inwestycyjne porównania wyników analizy z wcześniej określonymi kryteriami wyboru. Są one często ustalone w ramach formułowania polityki inwestycyjnej przedsiębiorstwa i stanowią dla decydenta pewien punkt odniesienia (wzorzec). Mogą być różnorodne dla różnych kategorii przedsięwzięć, różna może być ich waga (znaczenie). Przykładem takich kryteriów może być określony oczekiwany poziom IRR, dopuszczalny okres zwrotu, ale także kryteria niemierzalne, jak na przykład zgodność ze strategią ogólną przedsiębiorstwa lub poziom ryzyka.

Ad. 5. Kolejnym krokiem jest rozważenie propozycji inwestycyjnej w aspekcie dostępnego budżetu na przedsięwzięcia inwestycyjne. Przedsiębiorstwa prawie zawsze działają w warunkach ograniczonych funduszy inwestycyjnych (środków na inwestycje jest mniej, niż potrzeba na realizację wszystkich zamierzeń). Może to prowadzić do sytuacji, że projekt, który pojawi się zbyt późno, będzie musiał poczekać do następnego cyklu planistycznego. W przypadku ograniczonych funduszy inwestycyjnych, budżet przedsięwzięcia powinien zostać rozpatrzony przed podjęciem decyzji inwestycyjnej.

Ad. 6. Ostateczna, pozytywna decyzja oznacza zgodę na poniesienie wydatków inwestycyjnych. Podjęcie ostatecznej decyzji o przyjęciu bądź odrzuceniu projektu inwestycyjnego może mieć miejsce na różnych poziomach zarządzania, w zależności od wielkości i typu projektu. W zależności od wewnętrznej organiza-

cji przedsiębiorstwa i zapisów w jej statucie decyzje inwestycyjne mogą być podejmowane na poziomie wyodrębnionej jednostki strategicznej SBU, przez zarząd korporacji, mogą również wymagać akceptacji rady nadzorczej. Niezależnie od tego, podjęcie decyzji powoduje przeznaczenie środków na przedsięwzięcie oraz określenie odpowiedzialności za jego powodzenie. Podjęcie decyzji inwestycyjnej pociąga za sobą konieczność zaplanowania odpowiedniego systemu monitorowania i wdrażania. Czasami wymaga to mianowania odpowiedzialnych w tym zakresie kierowników projektu lub zespołu projektowego. Przydatne na tym etapie bywa zaprojektowanie procesu rewizji wykonawczej, a zwłaszcza określenie kluczowych czynników, które będą monitorowane, tak aby możliwe było przygotowanie właściwego systemu gromadzenia informacji.

Stosowanie sformalizowanych procedur systemu analizy i oceny projektów inwestycyjnych może przynieść przedsiębiorstwu wiele korzyści. Poprawne stosowanie formalnych instrumentów i procedur systemu planowania i kontroli realizacji inwestycji przyczynia się do: zapewnienia związków pomiędzy celami strategicznymi, a projektami inwestycyjnymi, minimalizowania błędów w rachunku inwestycyjnym, zobiektywizowania podejmowania decyzji inwestycyjnych, integracji procesów planistyczno-kontrolnych w przedsiębiorstwie. Jednakże należy pamiętać, że proces podejmowania decyzji inwestycyjnych wiąże się nierozdzielnie z pierwiastkiem psychologicznym, czynnikami subiektywnymi, nieformalnymi układami. Niektórzy autorzy twierdzą wręcz, że podejmowanie decyzji inwestycyjnych jest „żywną glebą dla uprzedzeń, przychylności i manipulacji (...), a akceptacja przedstawionego wniosku inwestycyjnego niesie ze sobą niejednokrotnie inne korzyści dla zaangażowanego kierownictwa”⁶⁾. Wyniki wielu badań wskazują na istnienie wielu barier, które powodują, że żaden system nie zapewni wyboru przedsięwzięć obiektywnie najlepszych, co wynika między innymi z następujących faktów:

- słabość prognoz, przejawiająca się zwłaszcza w przeszacowaniu przychodów, a niedoszacowaniu kosztów i nakładów, a w rezultacie pogorszenie NPV i płynności finansowej;
- osoby przygotowujące projekt przez długi okres utożsamiają się z nim, chcą, aby został zaaprobowany, skąd często bierze się duża doza „pobożnych życzeń”;
- w dużych organizacjach (lecz nie tylko) projekty przechodzą wieloetapową procedurę sprawdzania i akceptacji, a ostateczna decyzja leży w gestii top managementu. Po pozytywnym rozpatrzeniu wniosków inwestycyjnych na kilku niższych poziomach nabierają swobodnego impetu, tak że trudno o negatywną decyzję na samej górze⁷⁾;
- znajomość zagadnień technicznych u osób podejmujących decyzję bądź oceniających projekty bywa zbyt niska, co powoduje, że kadra techniczna może np. przeszacować konieczne nakłady inwestycyjne bądź też przedstawić przedsięwzięcie jako konieczność technologiczną, przy której aspekty finansowej opłacalności spadają na dalszy plan;
- w organizacjach (zwłaszcza dużych) odbywa się wyścig o zdobycie środków, tzn. aprobatę złożonych wnio-

sków inwestycyjnych – w przeciwnym wypadku istnieje (realna bądź wyimaginowana) groźba, że jednostka organizacyjna (centrum kosztów) zacznie tracić na znaczeniu albo nawet ulegnie likwidacji⁸⁾.

Tych kilka przytoczonych przykładów wskazuje na to, że proces inwestycyjny jest bardzo skomplikowany, a model przedstawiony na rysunku 1. jest dużym uproszczeniem. Mimo to wydaje się, że przedsiębiorstwa powinny dążyć do sformalizowania procesu inwestycyjnego i stosowania formalnych instrumentów i procedur w ramach systemu planowania i kontroli realizacji inwestycji. Ich głównym zadaniem jest maksymalne, możliwe zobiektywizowanie podejmowania decyzji inwestycyjnych i zapewnienie jak najlepszego wykorzystania dostępnych zasobów niezbędnych do realizacji strategii rozwoju przedsiębiorstwa. Potwierdzają to doświadczenia praktyczne, zwłaszcza dużych firm zachodnich, które wskazują na istnienie potrzeby stosowania odpowiednich procedur obejmujących proces inwestycyjny w ścisłym powiązaniu z planowaniem strategicznym.

Tomasz Ramian

PRZYPISY

- ¹⁾ H. WALICA, *Zarządzanie kapitałem w przedsiębiorstwie. Wykorzystanie i powiększanie majątku trwałego*. Wyższa Szkoła Biznesu w Dąbrowie Górniczej, Dąbrowa Górnicza 1999, s. 64.
- ²⁾ D. NORTCOTT, *Capital Investment Decision-Making*. Academic Press, London 1992, s. 9.
- ³⁾ Przykłady takich procedur można znaleźć np. [w:] J.L. BOWER, *Managing the Resource Allocation Process. A Study of Corporate Planning and Investment* HBS Press, Boston 1986, s. 50 i dalsze, J. RÓŻAŃSKI, *Inwestycje rzeczowe w procesach rozwojowych przedsiębiorstw*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego. Łódź 1998, s. 133–138.
- ⁴⁾ W terminologii angielskiej najczęściej spotykanym odpowiednikiem wniosku inwestycyjnego będzie prawdopodobnie *Capital Appropriation Request (CAR)* – czyli w dosłownym tłumaczeniu wniosek o wyasygnowanie kapitału. Poza przedsiębiorstwami, wnioski takie funkcjonują np. na wyższych uczelniach w USA.
- ⁵⁾ Dla przykładu, kilka pozycji z literatury zachodniej: J.M. ENGLISH, *Project Evaluation. An Unified Approach for Capital Investments*. Macmillan DC, 1984; H. LEVY, M. SARNAT, *Capital Investment and Financial Decisions*. Prentice Hall. 1990; A. SELL, *Project Evaluation: An Integrated Financial & Economic Analysis*, Averbury 1991.
- ⁶⁾ C. EMANUEL, D. OTLEY, K. MERCHANT, *Accounting for Management Control*, 2nd ed. Chapman and Hall 1990, s. 136. Problematyka aspektów behawioralnych w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych doczekała się zresztą pewnego dorobku literaturowego., np. D. NORTCOTT, *Capital Investment Decision-Making*. Academic Press, London 1992, s. 123–143.
- ⁷⁾ A. HOPWOOD, *Accounting and Human Behaviour*, Englewood Cliffs, N.J. Prentice – Hall, 1976, s. 176.
- ⁸⁾ P. PRENDERGAST, *Capital Projects wishful thinking and worse!*, „Management Accounting”, November 1998, s. 42.