

**Wiesław Kąkol**

Politechnika Rzeszowska

---

## PROCEDURA SZACOWANIA WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA NA PODSTAWIE ANALIZY WARIANTÓW STRATEGICZNYCH

---

**Streszczenie:** Według metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych wartość firmy równa się jej zdyskontowanym obecnie przyszłym przepływom pieniężnym. Ich wartość zależy od oddziałujących na firmę czynników zewnętrznych i wewnętrznych. Sposób zachowania się przedsiębiorstwa na rynku polegający na odpowiedniej konfiguracji tych czynników to strategia firmy. Nadrzędnym celem przedsiębiorstwa jest maksymalizacja jego wartości, więc zarząd firmy będzie się starał tak dobrać strategię, żeby cel ten był osiągnięty. Proces wyceny przedsiębiorstwa powinien mieć więc początek w określeniu wariantów strategii możliwych do zrealizowania w danej sytuacji ekonomicznej. Ich przygotowanie daje korzyść: wskazanie kierunków rozwoju przedsiębiorstwa. Działaniem kończącym procedurę wyceny jest wówczas wybór między możliwościami strategicznymi.

**Słowa kluczowe:** wycena, strategia, wartość przedsiębiorstwa, analiza strategiczna, kreowanie wartości firmy.

### 1. Znaczenie strategii w przedsiębiorstwie

Pojęcie „strategia” wywodzi się od greckiego słowa *strategos*, co znaczy „sztuka prowadzenia wojny”. W odniesieniu do przedsiębiorstwa oznacza odpowiednie przygotowanie, organizację i użycie posiadanych sił i środków w taki sposób, aby w warunkach istniejących możliwości i ograniczeń osiągnąć zamierzony cel [Penc 1994, s. 142]. Zdaniem H.A. Simona strategia to ciąg decyzji określających zachowanie w pewnym przedziale czasu, natomiast według B. Hedberga i S. Jonssona to zespół idei i konstrukcji, poprzez które firma rozpoznaje, interpretuje i rozwiązuje określone problemy oraz zgodnie z którymi wybiera i podejmuje określone działania [Krupski 1996, s. 10]. W literaturze można spotkać również inne definicje strategii. Ich przegląd (około 30 definicji) prezentuje np. M. Marchesnay [Marchesnay 1994, s. 171]. W aspekcie procesu ustalania wartości na bazie strategii bardzo dobrą definicję prezentuje A.D. Chandler: „Strategia to proces określania długofalowych celów i zamierzeń organizacji oraz przyjęcia kierunków działania, a także alokacji zasobów koniecznych do zrealizowania tych celów” [Chandler 1962, s. 13]. Strategie są więc sposobami osiągnięcia założonych celów, by zrealizować wizję i misję orga-

nizacji. Planując strategię, przedsiębiorstwo powinno określić, jaki wzrost wartości spowoduje jej wdrożenie, oraz zastanowić się, czy poziom ten usatysfakcjonuje inwestorów [Marcinkowska 2000, s. 109]. Mówiąc o strategii, nie należy zapominać o jeszcze jednej, bardzo ważnej definicji sformułowanej przez H. Mintzberga. Według tego autora strategia istnieje tylko wtedy, gdy organizacje [Mintzberg 1992, s. 12]:

- zmierzają do określonych celów,
- działają we wrogim, turbulentnym otoczeniu,
- dążą do utrwalenia odpowiednich wzorców i standardów,
- starają się zająć określone miejsce w otoczeniu,
- próbują przewidzieć, co może się zdarzyć w ich otoczeniu.

Przytoczona definicja wskazuje, że przedsiębiorstwu nie zawsze potrzebna jest strategia. Patrząc jednak na listę warunków determinujących jej istnienie, można zauważyć, że właściwie wszystkie one są spełnione w odniesieniu do obecnie działających na zasadach gospodarki rynkowej firm. Prawie każde przedsiębiorstwo ma ustalone z góry cele i dąży do nich poprzez przewidywanie tego, co może się zdarzyć zarówno w jego wnętrzu, jak i w otoczeniu. Istotna jest również uwaga, że strategia ma miejsce i jest potrzebna wtedy, gdy otoczenie jest wrogie i turbulentne. Gdy przedsiębiorstwo jest monopolistą na danym rynku, wówczas nie jest zmuszone do opracowywania wariantów strategicznych. Nie musi przecież nic zmieniać. Cel, który sobie postawiło, nie jest zagrożony. Podobnie jest, gdy otoczenie jest w miarę stabilne, tzn. popyt i udziały w rynku są stałe, a groźba pojawienia się nowych konkurentów jest niewielka. W obecnej rzeczywistości gospodarczej takie sytuacje należą jednak do rzadkości. Firmy działają w bardzo dynamicznym otoczeniu i aby nie odpowiadać, muszą zmieniać konfigurację swoich zasobów, a więc dokonywać wyboru bieżącej strategii, a także rozpatrywać alternatywne warianty działania.

O strategii nie można jednak mówić w odniesieniu do bardzo małych firm (mikroprzedsiębiorstw). W wielu przypadkach działają one w sposób bardzo spontaniczny, na bieżąco dostosowując się do potrzeb rynku. Zazwyczaj mają one niewielkie zasoby majątkowe, co pozwala im bez większych strat pokonywać bariery wyjścia i przechodzić do różnych segmentów, a nawet branż w odpowiedzi na nadarzające się okazje. Niestety w większości przypadków nie są one w stanie wytrzymać w dłuższym okresie nasilającej się walki konkurencyjnej. Nie mogą bowiem korzystać z przewagi kapitałowej, co odcina im drogę do technologii i *know-how*. Dlatego nieustannie szukają nowych rynków. Ich działanie za każdym razem wygląda inaczej i jest nieprzewidywalne. Bazując na definicji strategii według Mintzberga, można stwierdzić, że nie jest tutaj spełniony warunek utrwalania odpowiednich wzorców i standardów. Takiej działalności nie można więc wycenić poprzez analizę wariantów strategicznych.

Wybór strategii decyduje o kształcie przedsiębiorstwa w przyszłości. Jej konsekwentne wdrażanie jest kluczowym czynnikiem sukcesu w postaci pomnażania wartości podmiotu [Marcinkowska 2000, s. 116].

## 2. Procedura wyceny przedsiębiorstwa oparta na analizie strategii

Proces wyceny strategii powinien być integralną częścią zarządzania strategicznego w przedsiębiorstwie. Zarówno w teorii, jak i w praktyce wyróżniono wiele koncepcji określających szczegółowo przebieg tego zarządzania<sup>1</sup>. Najlepiej dostosowana do celów wyceny wydaje się koncepcja M.E. Portera. Według tego autora proces formułowania strategii powinien się składać z trzech etapów i odpowiadać na następujące pytania [Porter 1998, s. 17]:

Etap 1. Co przedsiębiorstwo robi obecnie?

Etap 2. Co się dzieje w otoczeniu?

Etap 3. Co przedsiębiorstwo robić powinno?

Celem realizacji etapu 1 jest wskazanie, jaka jest obecna wyraźna lub domniemana strategia przedsiębiorstwa, a także jakie są założenia dotyczące względnej pozycji firmy, jej silnych i słabych stron, konkurentów oraz tendencji w sektorze, aby obecna strategia miała sens. Etap 2 to przede wszystkim analiza sektora i konkurentów, makrootoczenia oraz konfrontacja wyników z silnymi i słabymi stronami firmy. Na wynik działania podmiotu gospodarczego mają bowiem wpływ dwie grupy czynników: po pierwsze – ogólna atrakcyjność rynku, na którym funkcjonuje, oraz po drugie – mocne strony pozycji w stosunku do bezpośrednich konkurentów [Lambin 2001, s. 325].

W ostatnim etapie dokonuje się oceny bieżącej strategii w świetle wyników analiz z etapu 2. Poszukuje się również innych możliwości strategicznych, które najlepiej pasują do obecnej sytuacji przedsiębiorstwa.

Bazując na powyższym schemacie postępowania, można zbudować procedurę przeprowadzania wyceny na podstawie strategii. Jej kolejne etapy to:

Etap 1. Analiza strategiczna dalszego i bliższego otoczenia firmy, jak również jego silnych i słabych stron.

Etap 2. Diagnoza obecnej strategii i założeń rozwoju.

Etap 3. Budowa modelu wariantów strategicznych opartego na wynikach analizy strategicznej.

Etap 4. Sporządzenie planów finansowych bieżącej strategii i wariantów strategicznych.

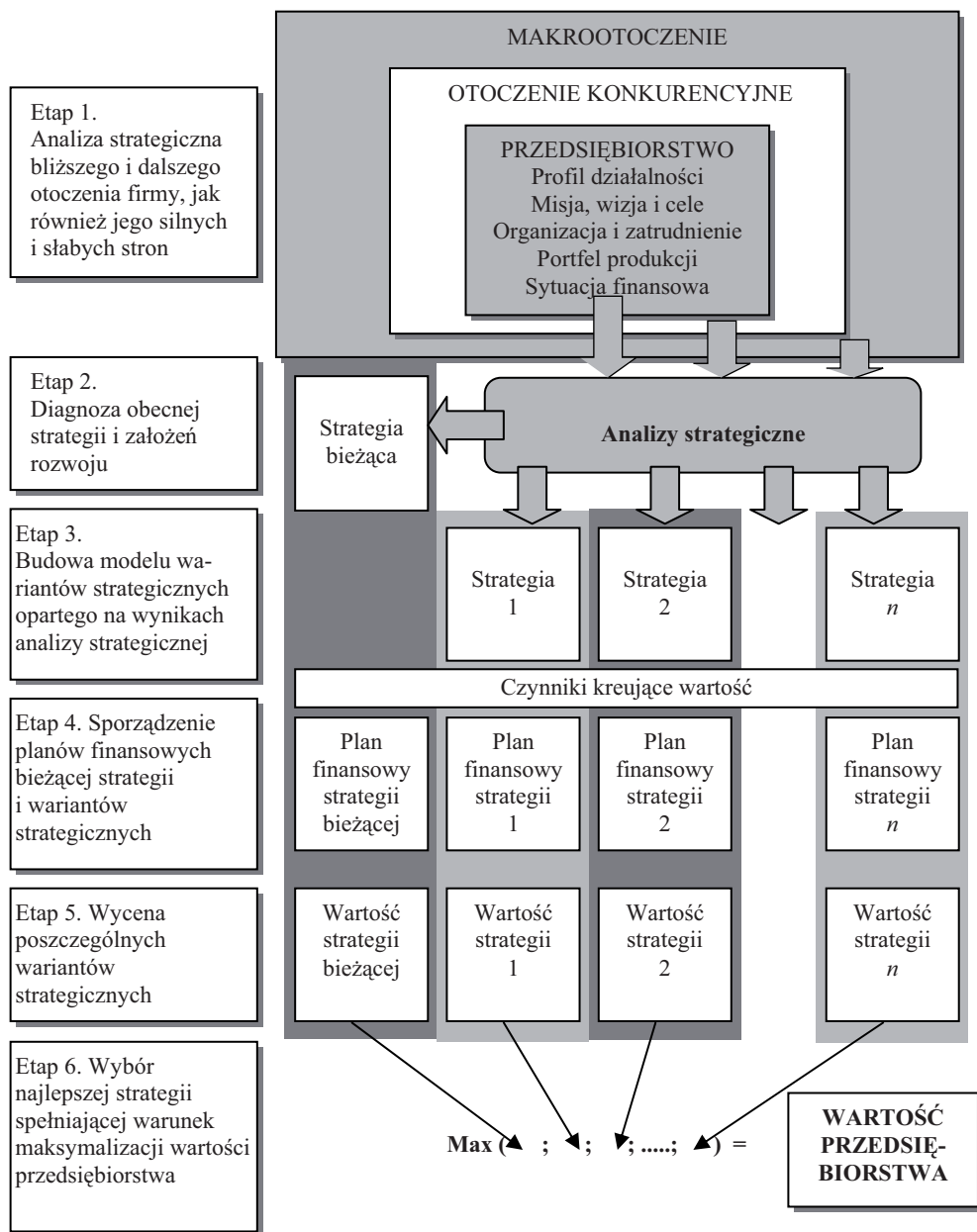
Etap 5. Wycena poszczególnych wariantów strategicznych.

Etap 6. Wybór najlepszej strategii, spełniającej warunek maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa.

Trzy pierwsze etapy są w dużym stopniu zbieżne z modelem przedstawionym przez M.E. Portera. Kolejne dwa stanowią uzupełnienie tej koncepcji o procedurę wyceny i wyboru najkorzystniejszego wariantu strategicznego.

---

<sup>1</sup> Na temat koncepcji zarządzania strategicznego piszą autorzy m.in. w pracach: [Thompson, Strickland 1984, s. 35; Pięrcionek 2001, s. 82].



Rys. 1. Etapy procedury wyceny przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne.

Proces zarządzania, a więc podejmowania decyzji na temat dalszego rozwoju przedsiębiorstwa, zawsze opiera się na informacji. Naturalne wydaje się więc rozpo-

częcie procedury wyceny od etapu zebrania wszystkich dostępnych danych na temat dotychczasowej działalności wycenianego podmiotu. Gromadzenie informacji i ich analizę należy przeprowadzić w trzech wymiarach: makrootoczenia, otoczenia konkurencyjnego i wnętrza przedsiębiorstwa (rys. 1).

Etap drugi stanowi syntezę fazy pierwszej. Dostępne dane powinny posłużyć do wyciągnięcia wniosków na temat bieżącej strategii rozwoju przedsiębiorstwa. Procedura sprawdzania możliwości strategicznych danej firmy w celu znalezienia tej najlepszej powinna bowiem rozpocząć się od analizy strategii bieżącej już realizowanej przez przedsiębiorstwo. Należy najpierw sprawdzić, jaką wartość będzie miało przedsiębiorstwo, jeżeli nadal będzie realizowana aktualna strategia. Następnie dopiero określa się strategię alternatywną, dokonuje się wycen i się je porównuje [Ellis, Williams 1997, s. 40]. Dlatego też dopiero w etapie 3 przystępuje się do budowy modeli wariantów strategicznych innych od bieżącego. Efektem powinno być stworzenie kilku możliwych do realizacji przez przedsiębiorstwo modeli strategii.

W etapie 4 założenia poszczególnych strategii zostają przełożone na dane finansowe. W ten sposób otrzymuje się niezbędne dane do przeprowadzenia ostatecznej wyceny, można również sprawdzić logiczną spójność założeń poczynionych podczas etapu budowy wariantów strategicznych. Bazując na przygotowanych sprawozdaniach finansowych *pro-forma* można przystąpić do etapu 5, którym jest wycena kolejnych strategii. Etap 6 jest zwieńczeniem całej procedury i polega na wyborze odpowiedniego wariantu strategicznego na podstawie kryterium maksymalnej wartości strategii.

W literaturze finansowej traktującej o metodach dochodowych wyceny podkreśla się, że najsłabszym ogniwiem każdej wyceny jest oszacowanie przyszłych dochodów z danego biznesu. Dobitną opinię na ten temat wyraził B. Cornell, pisząc, że nie istnieją żadne określone reguły mówiące, w jaki sposób prognozy przyszłych dochodów miałyby być dokonane. Ten sam autor stwierdza również: „właśnie dlatego wszystkie finansowe modele wyceny opierające się na zdyskontowanych przepływach pieniężnych zakładają, że prognozowane wartości przepływów są znane” [Cornell 1999, s. 111]. Proces wyceny w tradycyjnym ujęciu rozpoczyna się więc dopiero w chwili, gdy już są znane przyszłe przepływy pieniężne podmiotu gospodarczego. Obecnie takie podejście nie jest jednak wystarczające, okazuje się bowiem, że sama znajomość modelu finansowego wyceny to za mało. Aby ten model mógł działać, należy dostarczyć mu odpowiedniej jakości danych. Dane te można uzyskać tylko poprzez kompleksowe spojrzenie na daną organizację, nie tylko przez pryzmat bieżących i historycznych sprawozdań finansowych, analizę wskaźników i trendów, ale poprzez spojrzenie na wizję i misję firmy, jej główne cele oraz na strategię, dzięki którym cele te mogą być osiągnięte. To strategia implikuje kształt przyszłych przepływów pieniężnych przedsiębiorstwa, czyli ich źródła, wielkość, dynamikę w czasie. Stąd też, żeby można było dokonać ostatecznej wyceny, najpierw należy przeprowadzić dogłębną analizę strategiczną. Proces wyceny przestaje więc być domeną tylko finansistów, staje się procesem interdyscyplinarnym. Zaczy-

na się już w momencie zbierania informacji i określania strategii przedsiębiorstwa, a kończy się na faktycznym wyznaczeniu wartości podmiotu gospodarczego.

### 3. Zalety zastosowania zaproponowanej procedury wyceny

Tak sformułowany model planowania strategii i szacowania wartości ma wiele zalet:

- daje możliwość wyceny przedsiębiorstwa na bazie jego możliwości rozwoju w przyszłości określonych w najbardziej optymalnej strategii,
- jest przydatny do oceny alternatywnych możliwości strategicznych [Rappaport 1999, s. 192] (pozwala wybrać najlepszą możliwą do realizacji w danym momencie strategię [Copeland, Koller, Murrin 1997, s. 102]),
- daje możliwość uzyskania niezbędnych do przeprowadzenia wyceny informacji na temat przyszłych przepływów pieniężnych,
- wybór konkretnej strategii pozwala na określenie również innych parametrów wyceny, takich jak długość okresu realizacji danej strategii (długość okresu szczegółowej prognozy), prawdopodobne zachowanie się rynku po tym okresie (dobór modelu szacowania zysku rezydualnego),
- informuje o ryzyku podjęcia konkretnych działań strategicznych, ich kapitałochłonności i źródłach finansowania, co może pomóc w ustaleniu kosztu kapitału przedsiębiorstw,
- daje możliwość porównywania planów z ich fizyczną realizacją, więc może się stać elementem controllingu, a także systemów motywacyjnych,
- wykorzystuje modele i narzędzia analizy strategicznej, co sprawia, że proces szacowania parametrów wyceny ma charakter systemowy.

Cały czas oczywiście należy zdawać sobie sprawę z faktu, że nawet najlepiej przeprowadzony proces wyceny bazuje na wielkościach prognozowanych, a więc tylko w pewnym stopniu prawdopodobnych. W przypadku zastosowania narzędzi analizy strategicznej to prawdopodobieństwo na pewno wzrasta, ale nigdy nie daje stuprocentowej pewności. Ta wada jest jednak immanentną cechą każdego procesu prognozowania i nie można jej zniwelować.

## Literatura

- Chandler A.D., *Strategy and Structure. Chapters in History of the American Enterprise*, Cambridge – Massachusetts 1962.
- Copeland T., Koller T., Murrin J., *Wycena, mierzenie i kształtowanie wartości firmy*, WIG-Press, Warszawa 1997.
- Cornell B., *Wycena spółek. Metody i narzędzia efektywnej wyceny*, LIBER, Warszawa 1999.
- Ellis J., Williams D., *Strategia przedsiębiorstwa a analiza finansowa*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1997.
- Krupski R., *Elementy zarządzania strategicznego*, Ossolineum, Wrocław 1996.

- Lambin J.J., *Strategiczne zarządzanie marketingowe*, PWN, Warszawa 2001.
- Marchesnay M., *Zarządzanie strategiczne. Geneza i rozwój*, Poltext, Warszawa 1994.
- Marcinkowska M., *Kształtowanie wartości firmy*, PWN, Warszawa 2000.
- Mintzberg H., *On the rise and fall of strategic planning*, „Long Range Planning” 1992, no 4.
- Penc J., *Strategie zarządzania. Perspektywiczne myślenie. Systemowe działanie*, Agencja Wydawnicza PLACET, Warszawa 1994.
- Pierścionek Z., *Strategie rozwoju firmy*, PWN, Warszawa 2001.
- Porter M.E., *Strategie konkurencji*, PWE, Warszawa 1998 .
- Rappaport A., *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG-Press, Warszawa 1999.
- Thompson A., Strickland A., *Strategic Management. Concepts and Cases*, Business Publications Inc., Plano 1984.

## COMPANY VALUATION PROCEDURE BASED ON ALTERNATIVE STRATEGY ANALYSIS

**Summary:** The discounted cash flow method is based on the assumption that the value of a company is equal to its discounted at present future cash flow. The value of the cash flow depends on numerous external and internal factors. The code of a company's behaviour in the market which is dependent on the configuration of these factors is called a company's strategy. If principal objective of a company is to maximize its value creation, the management of the company should will do their best to choose the strategy to reach the goal. It appears that the company's value is worth as much as its present strategy. The company's valuation process should start with the definition of its possible alternative strategies which are adapted to a given economic environment. Their preparation give a very important advantage. It show the managers the direction of the company's development.

The valuation procedure finishes the choice between individual strategies.