

Wiesław Kąkol

Politechnika Rzeszowska

STRATEGIA A WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA

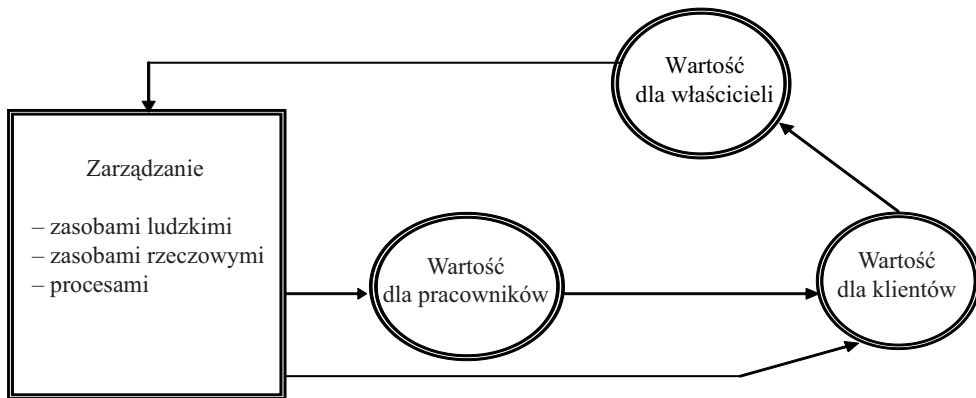
1. Założenia wyceny przez analizę strategii

Obecnie stosowane procedury wyceny bazują tylko w niewielkim stopniu na danych strategicznych, szacując wartość przedsiębiorstwa przy założeniu kontynuacji bieżącej strategii. Nie jest więc uwzględniany fakt ciągłych zmian zachodzących wewnątrz i na zewnątrz organizacji, nie ma też możliwości porównania obecnego kierunku rozwoju z innymi możliwymi do realizacji wariantami strategii. Te okoliczności sprawiają, że wycena ma ograniczony potencjał informacyjny. Może wskazywać jedynie, czy obecna strategia w satysfakcjonujący sposób pomnaża bogactwo stron finansujących, i to tylko wtedy, gdy znane są możliwości alternatywne na danym rynku. Nie mówi niestety nic na temat innych rozwiązań, nie daje możliwości porównań, a tylko wtedy wiadomo, czy dane przedsięwzięcie jest opłacalne. Wycena na podstawie analizy wariantów strategicznych niweluje te niedogodności. Porównanie kilku wariantów daje możliwość wyboru, pokazuje, w jakim kierunku przedsiębiorstwo podąża obecnie, a w jakim mogłoby podążać. Rozszerzenie analizy strategicznej o analizę możliwych wariantów rozwoju na pewno jest zadaniem pracochłonnym i kosztownym, ale w aspekcie wyboru najkorzystniejszej strategii w przyszłości może okazać się bezcenne.

Powiązanie dwóch procesów: wyceny przedsiębiorstwa i określenia optymalnej strategii, nakazuje najpierw odpowiedzieć na pytanie: jaki jest cel działalności przedsiębiorstwa. Proponowany sposób wyceny na podstawie bieżącej lub alternatywnej strategii działania może się odbywać tylko przy założeniu, że celem nadrzędnym podmiotu gospodarczego jest maksymalizacja jego wartości. Idea uczynienia z procesu kreacji wartości dla właścicieli naczelnego celu funkcjonowania podmiotu gospodarczego jest stosunkowo młoda, gdyż w Stanach Zjednoczonych zaczęła się upowszechniać dopiero na początku lat 80. XX wieku, a w Europie dopiero od połowy lat 90. [Herman, Szablewski 1999, s. 25]. Obecnie większość ważnych firm na świecie deklaruje, że nadrzędnym celem prowadzenia ich działalności jest maksymalizacja wartości. Koncepcja ta staje się więc globalnym standardem oceny wy-

ników przedsiębiorstwa [Rappaport 1999, s. 1]. Zarówno w teorii, jak i w praktyce na stałe zakorzeniły się więc takie pojęcia, jak „wartość dla akcjonariuszy” (SHV – *Shareholder Value*) czy też „zarządzanie oparte na wartości” (VBM – *Value-Based Management*) [Black, Wright, Bachman 2000, s. 12; Coppeland, Koller, Murrin 1997, s. 86; Skoczylas 1998, s. 13]. W warunkach gospodarki polskiej używany jest również zwrot „wartość dla właścicieli”, który jest tożsamy z określeniem „wartość dla akcjonariuszy” [Michalski 2001, s. XV]¹.

Wykazuje się również, że idea „maksymalizacji wartości dla właścicieli” jest w pełni spójna z ideą pomnażania wartości i maksymalizacji korzyści wobec wszystkich zainteresowanych stron (klientów, pracowników, dostawców, wierzycieli itd.). Proces zarządzania zasobami w celu kreowania wartości został przedstawiony na rys. 1.



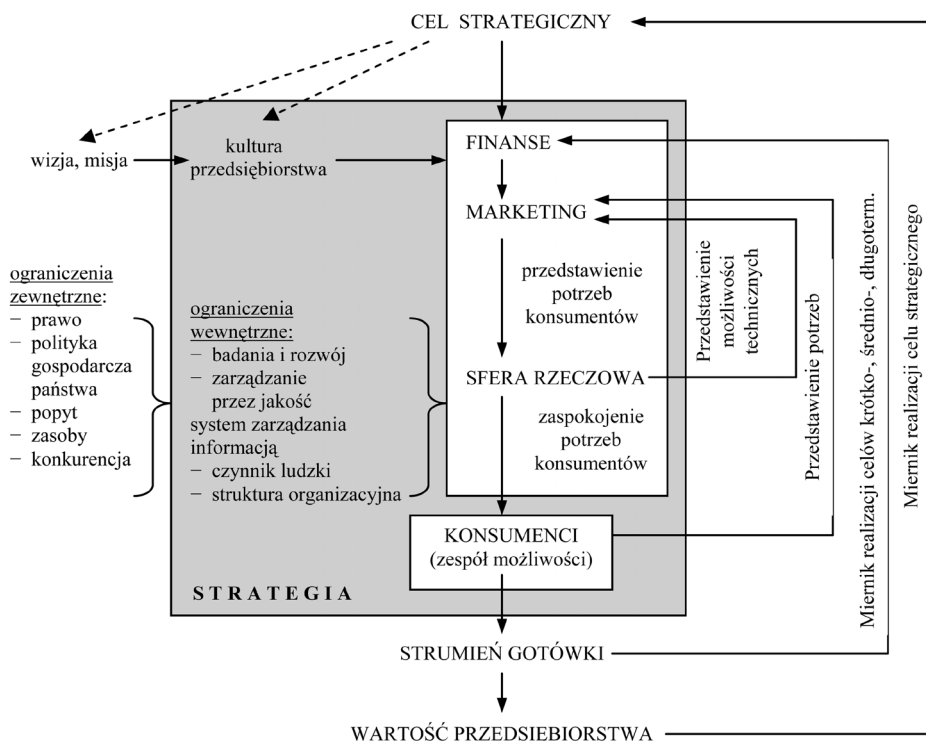
Rys. 1. Proces zarządzania zasobami w celu kreowania wartości

Źródło: [Mittal, Sneh 2001].

Podstawowym, długookresowym celem przedsiębiorstwa jest zatem maksymalizacja finansowych korzyści właścicieli – czyli maksymalizacja wartości podmiotu. Przedstawiane dotychczas w literaturze modele wyceny przedsiębiorstw wskazują na zależność pomiędzy wartością przedsiębiorstwa i jego strategią. Jest to przecież jedno z podstawowych założeń koncepcji zarządzania przez wartość. Analityk dokonujący wyceny stoi jednak przed kilkoma problemami: jak z puli nieograniczonych możliwości strategicznych wybrać te najbardziej prawdopodobne, jak zmierzyć efekty działania poszczególnych wariantów strategicznych, jak przełożyć założenia strategiczne na wielkości finansowe niezbędne do przeprowadzenia wyceny. Niniejsze opracowanie jest próbą odpowiedzi na te tak ważne z punktu widzenia wyceny i całego procesu zarządzania przez wartość pytania.

¹ Autor podkreśla, że sformułowanie „wartość dla właścicieli” może być używane nie tylko w przypadku spółek akcyjnych, ale i innych form prowadzenia działalności gospodarczej.

Adresatami wyników wyceny przedsiębiorstwa na podstawie analizy wariantów strategicznych są więc zarządzający przedsiębiorstwem. Ich celem jest takie zarządzanie, żeby maksymalizować wartość dla właścicieli. To oni chcą wiedzieć, jaką drogą strategicznego rozwoju należy podążać, żeby ten cel osiągnąć oraz jaki będzie on miał wymiar liczbowy. Wycena dla tak sformułowanego celu musi być przeprowadzana metodami dochodowymi, a dokonywać jej może analityk wewnętrzny. Zna on specyfikę firmy, jej słabości oraz atuty na każdym poziomie aktywności, ma dostęp do wielu istotnych danych. Ma więc podstawy do modelowania różnych konfiguracji zasobów, transformowania ich na dane finansowe i dokonywania wyceny przedsiębiorstwa. Obiektem wyceny jest więc przedsiębiorstwo widziane przez pryzmat jego przyszłej strategii.



Rys. 2. Schemat procesu dążenia przedsiębiorstwa do maksymalizacji jego wartości

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Walczak 1998, s. 42; Nowak 1995, s. 153].

Proces wyceny przedsiębiorstwa powinien mieć więc swój początek w wyznaczeniu możliwych do zrealizowania przy określonej konfiguracji zewnętrznych i wewnętrznych czynników gospodarowania wariantów strategii. Ich przygotowanie daje korzyść w postaci wskazania kierunków rozwoju przedsiębiorstwa. W aspek-

cie wyceny jest jednak przede wszystkim podstawą do zdefiniowania czynników kreujących wartość. Te zaś stanowią punkt wyjścia do budowy konkretnych planów finansowych i dokonania pomiaru wartości (rys. 2).

2. Procedura wyceny na podstawie analizy wariantów strategicznych

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.

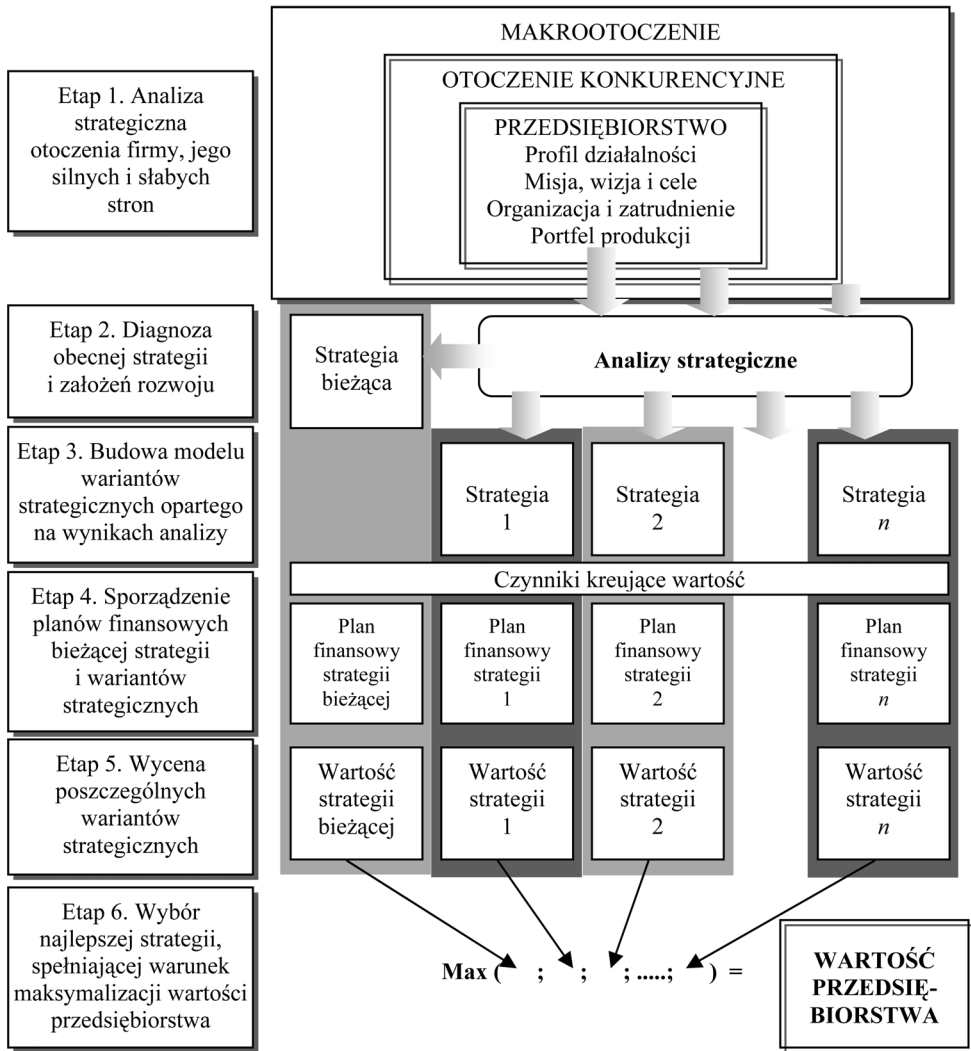
Obrazowo cały proces wyceny przedstawiono na rys. 3.

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.

Proces zarządzania, a więc podejmowania decyzji na temat dalszego rozwoju przedsiębiorstwa, zawsze opiera się na informacji. Naturalne wydaje się więc rozpoczęcie procedury wyceny od etapu zebrania wszystkich dostępnych danych na temat dotychczasowej działalności wycenianego podmiotu. Gromadzenie informacji i ich analizę należy przeprowadzić w trzech wymiarach: w makrootoczeniu, otoczeniu konkurencyjnym i we wnętrzu przedsiębiorstwa.

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 strategie alternatywne, dokonuje wycen i 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 dane niezbędne do przeprowadzenia ostatecznej wyceny, można również sprawdzić logiczną spójność założeń poczynionych pod-



Rys. 3. Etapy procedury wyceny przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne.

czas etapu budowy wariantów strategicznych. Ponieważ proces wyceny bazuje na wielkościach liczbowych, należy przełożyć przewidywane w ramach poszczególnych wariantów strategicznych działania na wymiar mierzalny, finansowy. Każda strategia będzie bowiem miała wpływ na kształtowanie się poszczególnych wielkości sprawozdań finansowych i czynników kształtujących wartość. Konieczne staje się więc wykonanie dla wszystkich przewidywanych strategii odpowiednich planów

finansowych. Są one niezbędne nie tylko z punktu widzenia przeprowadzenia wyceny, ale także służą jako narzędzie wdrażania strategii. Bazując na przygotowanych sprawozdaniach finansowych *pro forma*, można przystąpić do etapu 5, jakim jest wycena kolejnych strategii. Etap 6 jest zwieńczeniem całej procedury i polega na wyborze odpowiedniego wariantu strategicznego na podstawie kryterium maksymalnej wartości strategii.

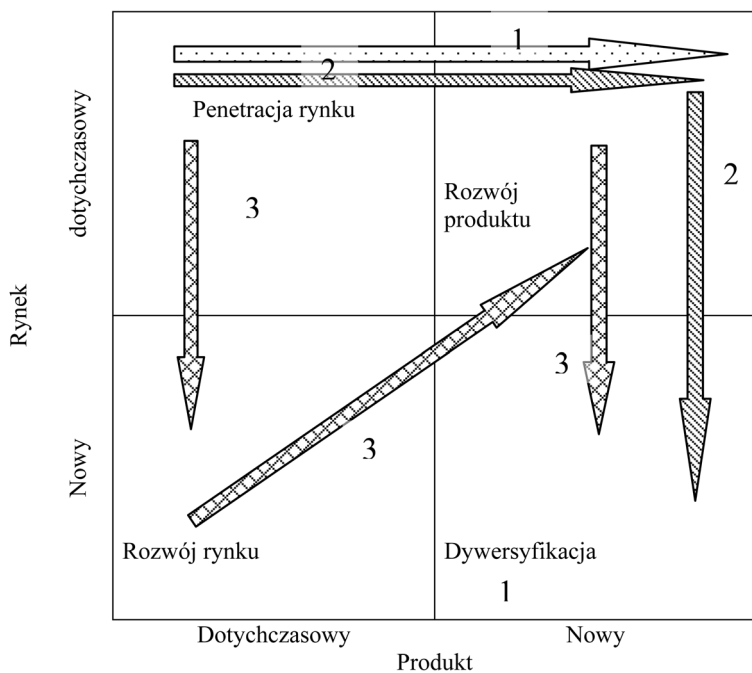
3. Wybór strategicznych alternatyw

Wybór najlepszej możliwej strategii dla przedsiębiorstwa jest zadaniem bardzo trudnym. Należy zdawać sobie sprawę z faktu, że tak naprawdę liczba dostępnych wariantów jest praktycznie nieograniczona [Penc 1995, s. 40]. Można nawet stwierdzić, że nie ma dwóch firm, które stosowałyby dokładnie tę samą strategię, ponieważ każdy podmiot stosuje swoją własną, niepowtarzalną. Jeżeli więc strategia ma być podstawą wyceny, to cały proces wyznaczania wartości musiałby być w każdym przypadku również zadaniem niepowtarzalnym, a co za tym idzie – bardzo subiektywnym i niesprawdzalnym, choćby nawet ze względu na brak bazy porównawczej. Okazuje się jednak, że zachowania przedsiębiorstw na rynku dają się w pewien sposób usystematyzować, że są pewne wzorce strategii, które firmy mniej lub bardziej świadomie realizują. Przedsiębiorstwa mogą oczywiście realizować strategię złożoną z kilku wzorców, mieszać różne cechy, ale zazwyczaj można wyodrębnić jakąś jedną strategię dominującą, która w największym stopniu będzie odpowiadała za wartość biznesu [Oblój 1998, s. 248].

Każda bowiem firma (oprócz oczywiście nowo powstających) realizuje jakąś strategię, nawet jeśli do końca nie jest tego świadoma. Zatem zajmuje jakąś pozycję strategiczną, która w naturalny sposób staje się bazą do poszukiwania lepszych rozwiązań w przyszłości. Trudno bowiem oczekiwać od słabego, działającego w niesprzyjających warunkach (zajmującego pozycję strategiczną mini-mini) przedsiębiorstwa, że będzie prowadziło politykę ekspansji rynkowej przez np. dywersyfikację poziomą. Z drugiej strony bardzo silna organizacja nie będzie zainteresowana tylko i wyłącznie penetracją rynku, ponieważ może się okazać dla niej za mały. Wybór przyszłej strategii firmy musi więc być dokonywany przez pryzmat zajmowanej dzisiaj pozycji, co znacznie ułatwia prognozowanie, ograniczając w naturalny sposób dostępną liczbę wariantów przyszłego rozwoju. Należy bowiem pamiętać, że „istotą strategii jest wybór, czego nie będzie się robić” [Porter 2001, s. 72].

Problem wyboru strategii jest bardzo złożony. Dodatkowo w przedsiębiorstwach wyróżnia się tzw. hierarchię strategii: na poziomie całej firmy stosuje się strategię rozwoju, poszczególne oddziały realizują wybrane strategię konkurencji, których szczegółowe cele są rozpisywane na tzw. strategię funkcjonalne (np. strategię sprzedaży, finansową, zarządzania zasobami itd.). Z punktu widzenia wyceny wszystkie te płaszczyzny mają swoje znaczenie, a ich omówienie wykracza znacznie poza ramy tego opracowania. Dlatego też np. wiedząc, w jakim punkcie strategicznego

rozwoju jest przedsiębiorstwo w chwili obecnej, można za pomocą różnych wypracowanych już modeli przewidzieć dalsze kierunki działania. Jedną z możliwości jest wykorzystanie znanej macierzy produkt–rynek (rys. 4).



Rys. 4. Przewidywane kierunki zmian strategii

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Sznajder 1995, s. 90].

Kierunek oznaczony numerem 1 jest najbardziej tradycyjny. Oznacza brak zainteresowania ekspansją na nowe rynki. Przedsiębiorstwo w miarę rozwoju stara się modyfikować swoje dotychczasowe produkty, a później wprowadzać nowe. Ten kierunek zmian każe skoncentrować działania firmy tylko na jednym, dotychczas obsługiwanym rynku. Rozwój przedsiębiorstwa jest tutaj ściśle uzależniony od rozwoju danego rynku. Z drugiej strony nie są ponoszone koszty wchodzenia na nowe segmenty i narażania się na związane z tym ryzyko. W przypadku kierunku rozwoju numer 2 firma, tak jak poprzednio, po wyczerpaniu możliwości sprzedaży pierwotnego produktu lub w odpowiedzi na konkurencję zaczyna dokonywać modyfikacji, przechodząc do strategii rozwoju produktu. Dopiero wtedy ze względu np. na ograniczenia dotychczasowego rynku decyduje się wejść ze swoimi nowymi produktami na nowe rynki, dokonując ekspansji geograficznej. Tak samo jak w przypadku 1 firma nie wykorzystuje szansy wejścia z pierwotnie wytwarzanymi produktami na nowe rynki.

Najpełniejsze wykorzystanie wszystkich możliwości sprzedaży zapewnia realizacja kierunku rozwoju oznaczonego jako 3. Strategia ta polega na szybkim wprowadzaniu produktu zarówno na rynek pierwotny, jak i na rynki nowe. Dopiero gdy kończą się możliwości sprzedaży dotychczas wytwarzanych produktów, przedsiębiorstwo decyduje się na ich modyfikacje i wprowadzanie nowych. Najpierw jednak ich sprzedaż odbywa się znowu na rynku pierwotnym i dobrze znanym, a dopiero później dokonuje się dywersyfikacji, wchodząc z nowymi produktami na nowe rynki [Sznajder 1995, s. 90].

W przypadku bardzo dobrej kondycji firmy można również zakładać, że jej pozycja strategiczna w najbliższej przyszłości nie zmieni się. Tylko w nielicznych przypadkach należy rozpatrywać ewentualność „cofania się” do poprzedniego etapu rozwoju. Będą to sytuacje związane ze starzeniem się rynku, szybkim wzrostem konkurencji, przy jednoczesnym nasileniu się problemów wewnątrz firmy.

Przedstawione narzędzie pozwala na wybór strategii rozwoju. Kolejnym krokiem powinno być zastanowienie się nad strategią konkurencji i strategiami funkcjonalnymi.

4. Zalety i wady zastosowania modelu wyceny przedsiębiorstwa na podstawie analizy strategii

Sformułowany powyżej model planowania strategii i szacowania wartości ma wiele zalet:

1) daje szansę wyceny przedsiębiorstwa na bazie jego możliwości rozwoju w przyszłości określonych w najbardziej optymalnej strategii,

2) jest przydatny do oceny alternatywnych możliwości strategicznych (pozwała wybrać najlepszą możliwą do realizacji w danym momencie strategię),

3) daje możliwość uzyskania informacji na temat przyszłych przepływów pieniężnych niezbędnych do przeprowadzenia wyceny,

4) 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),

5) daje możliwość porównywania planów z ich fizyczną realizacją, więc może stać się elementem controllingu, a także systemów motywacyjnych,

6) wykorzystuje modele i narzędzia analizy strategicznej, co sprawia, że proces szacowania parametrów wyceny ma charakter systemowy.

Przydatność wyników przeprowadzonej poprawnie proponowanej procedury wyceny jest oczywista. Należy jednak zwrócić również uwagę na jej słabe strony. Głównym problemem jest zgromadzenie wszystkich niezbędnych informacji, zwłaszcza o otoczeniu konkurencyjnym firmy. W praktyce proces wyceny powinien przeprowadzać analityk wewnętrzny. Musi on mieć pełny dostęp do danych

wewnętrznych przedsiębiorstwa. Musi również zgromadzić niezbędne informacje o dalszym i bliższym otoczeniu firmy. Duże przedsiębiorstwa zazwyczaj prowadzą badania rynkowe lub zlecają je wyspecjalizowanym firmom zewnętrznym. Często jednak takich analiz po prostu nie ma. Brakuje nie tylko prognoz co do np. zachowania się rynku w przyszłości, ale także danych na temat sytuacji bieżącej typu: wielkość rynku, udziały największych konkurentów. W takiej sytuacji analityk wewnętrzny może sam przeprowadzić takie badania lub, co ma miejsce najczęściej, zlecić je na zewnątrz. Niestety, wiąże się to z dodatkowymi nakładami finansowymi, upływem czasu i jest pracochłonne. Zarząd w takich sytuacjach może nie docenić wagi problemu i zdecydować się na nieponoszenie dodatkowych kosztów.

Drugim istotnym problemem jest ustalenie wariantów strategicznych. Nie ma jednego zbioru możliwych do zastosowania strategii. Każdy wariant musi być dopasowany do konkretnego przedsięwzięcia i być skorelowany z działaniami wykonywanymi dotychczas. Przeprowadzenie procesu wyznaczenia wariantów strategicznych powinno być prowadzone na zasadzie wielostronnych konsultacji zarówno z zarządem, jak i z kierownikami pionów, których zmiany strategii miałyby dotyczyć.

5. Wnioski

Ścisła integracja procesu wyceny z analizą i planowaniem przyszłych wariantów strategicznych dają pozytywne efekty w postaci uzyskania szerokiego spektrum informacji niezbędnych do wyceny. Budowa wariantów strategicznych zmusza analityka do zastanowienia się nad każdym aspektem działania danego podmiotu, znalezienia odpowiednich danych i przełożenia na dane liczbowe. Wyniki tak przeprowadzonej wyceny są dwojakiego rodzaju:

- 1) oszacowana jest wartość przedsiębiorstwa, która może być cenną informacją dla zarządu i właścicieli,
- 2) wskazany zostaje najbardziej korzystny pod względem kryterium kreacji wartości wariant strategiczny.

Zaprezentowane podejście do wyceny może być z powodzeniem wykorzystane w praktyce. Obserwowane obecnie bardzo dynamiczne zmiany w otoczeniu biznesowym podmiotów gospodarczych wymagają podejmowania szybkich decyzji strategicznych. Ich trafność zależy od dostępu do wielu danych. Proponowana procedura wyceny pozwala na uzyskanie syntetycznej informacji na temat najbardziej korzystnego pod względem maksymalizacji wartości kierunku rozwoju. Stanowi też kompletny zbiór informacji i analiz na temat działania przedsiębiorstwa w przeszłości i potencjalnych wariantów rozwoju w przyszłych okresach.

Literatura

- Black A., Wright P., Bachman J.E., *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, Dom Wyd. ABC, Warszawa 2000.
- Coppeland T., Koller T., Murrin J., *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa 1997.
- Ellis J., Williams D., *Strategia przedsiębiorstwa a analiza finansowa*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1997.
- Herman A., Szablewski A., *Zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 1999.
- Michalski M., *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG-Press, Warszawa 2001.
- Mittal B., Sneth J.N., *Value Space. Winning the Battle for Market Leadership*, McGraw-Hill, New York 2001.
- Nowak M., *Dynamiczne modele zarządzania finansami w przedsiębiorstwie*, PRET S.A., Warszawa 1995.
- Oblój K., *Strategia organizacji*, PWE, Warszawa 1998.
- Penc J., *Strategie zarządzania*, T. 2, Wyd. Placet, Warszawa 1995.
- Porter M.E., *Porter o konkurencji*, PWE, Warszawa 2001.
- Rappaport A., *Wartość dla akcjonariuszy*, Wyd. WIG-Press, Warszawa 1999.
- Skoczylas W., *Wartość przedsiębiorstwa w systemie jego oceny*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 1998.
- Sznajder A., *Strategie marketingowe na rynku międzynarodowym*, PWN, Warszawa 1995.
- Walczak M., *Prospektywna analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 1998.

STRATEGY VERSUS COMPANY VALUE

Summary

The concept of value based management has become more and more popular lately. It constitutes a base of operation for more and more enterprises. Efficient implementation of this concept and observance of its principles require first of all knowledge about current value and value possible to obtain due to strategic value changes of enterprises. This is possible to achieve only through certain procedures that integrate different aspects of enterprises activities and present it in a synthetic form. This paper presents such a procedure. It is an attempt of integrating strategic management with finance management.