

Karolina Daszyńska-Żygadło

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

USTALANIE OKRESU WZROSTU WARTOŚCI – TEORIA I PRAKTYKA

1. Wstęp

Okres wzrostu wartości jest jednym z czynników kształtujących wartość przedsiębiorstwa. Ustalenie tego parametru przekłada się na określenie horyzontu prognozy w wycenie. Okres wzrostu wartości może być ustalany na podstawie okresu utrzymania przewagi konkurencyjnej na rynku przez przedsiębiorstwo. Celem artykułu jest przedstawienie narzędzi pomocnych w ustalaniu okresu przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstwa, będących również integracją analizy strategicznej z zarządzaniem finansami w kontekście wyceny. Opracowanie obejmuje prezentację grup czynników wpływających na kształtowanie się przewagi konkurencyjnej oraz przegląd badań przeprowadzonych na ten temat w literaturze światowej. Na potrzeby artykułu przeprowadzono analizę ustalania okresu prognozy w wycenach giełdowych sporządzanych przez analityków domów maklerskich w latach 2000-2008 w celu zobrazowania praktyki szacowania tego parametru wyceny w Polsce.

2. Koncepcja okresu przewagi konkurencyjnej

Okresem przewagi konkurencyjnej jest czas, w którym firma generuje stopy zwrotu z inwestycji przyrostowych przewyższające jej koszt kapitału. Okres ten ma ścisły związek ze zdolnością przedsiębiorstwa do tworzenia wartości.

W długim okresie na danym rynku generowanie przez jedną firmę wysokich stóp zwrotu przewyższających koszt kapitału przyciąga konkurencję i powoduje wyrównywanie się i obniżanie możliwych do uzyskania stóp zwrotu w danej branży. Zatem zakłada się, szczególnie w wycenie, że okres ten jest skończonym przedziałem czasu.

Koncepcja okresu przewagi konkurencyjnej jest obecna w literaturze finansowej od wielu lat, również pod nazwą okresu wzrostu wartości [Rappaport 1999, s. 64].

Zostało opracowanych wiele metod strategicznych, które mogą być zastosowane do ustalania długości okresu przewagi konkurencyjnej. Parametr długości okresu przewagi konkurencyjnej jest podstawą do ustalenia okresu, na jaki przyjmuje się założenia do prognozy wolnych przepływów gotówkowych na potrzeby wyceny przedsiębiorstwa. Ma on również związek z założeniem dotyczącym wysokości stopy wzrostu wolnych przepływów gotówkowych po okresie prognozy, czyli do oszacowania wartości rezydualnej.

Rappaport [1999, s. 64-66], który jako jeden z pierwszych autorów zajmował się identyfikacją czynników kształtujących wartość, wśród siedmiu takich czynników wymienia okres wzrostu wartości przedsiębiorstwa, który w procesie wyceny jest odzwierciedlony w horyzoncie czasowym prognozy oraz pośrednio również w założeniach przyjętych do oszacowania wartości rezydualnej po ściśle oznaczonym okresie prognozy.

Do ustalenia okresu przewagi konkurencyjnej niezbędne jest zidentyfikowanie źródeł przewagi konkurencyjnej – indywidualnie dla każdego przedsiębiorstwa. Jednak należy zwrócić szczególną uwagę na to, że możliwe do określenia źródła przewagi konkurencyjnej nie przekładają się wprost na okres przewagi konkurencyjnej dla celów określenia wartości firmy. Dla celów wyceny wymagane jest stwierdzenie, czy jest możliwe i na jak długo utrzymanie przewagi konkurencyjnej w obszarze poszczególnych źródeł. Wtedy można mówić o występowaniu okresu przewagi konkurencyjnej.

Głos w dyskusji na temat kształtowania się okresu przewagi konkurencyjnej i długości jego trwania zabiera Damodaran [2006, rozdz. 12], który w formie spostrzeżeń dotyczących ogólnych tendencji podaje trzy czynniki, jakie należy brać pod uwagę przy jego określaniu oraz przy przewidywaniu, jak długo firma będzie w stanie utrzymać wysoką stopę wzrostu. Są to mianowicie:

- Wielkość firmy. Analizując wielkość firmy, należy zwracać uwagę nie tylko na obecny udział tej firmy w rynku, ale również na potencjalny wzrost rynku, na którym sprzedaje ona swoje produkty lub usługi.
- Istniejąca stopa wzrostu i ponadnormatywne stopy zwrotu. Jest bardzo prawdopodobne, że firmy osiągające znaczne stopy wzrostu przychodów będą miały zbliżone wyniki, przynajmniej w najbliższej przyszłości. Firmy osiągające wysokie stopy zwrotu z kapitału i wysokie nadwyżki stóp zwrotu nad kosztem kapitału (*spread*) mają szansę osiągać je przez kilka lat.
- Przewaga konkurencyjna. Jest to najważniejszy czynnik determinujący długość okresu wysokich wzrostów. Przewaga konkurencyjna może być utrzymana, jeśli są wysokie bariery wejścia, firma ma możliwość do utrzymania przewagi konkurencyjnej i zdolnych zarządzających.

3. Czynniki wpływające na zdolność do utrzymania przewagi konkurencyjnej i metody ustalania okresu jej trwania

Podczas określania długości okresu przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstwo może oprzeć się na wcześniej przeprowadzonej w ramach analizy strategicznej ocenie sił konkurencyjnych panujących na danym rynku, wykorzystując najbardziej popularną i znaną metodę zaproponowaną przez M.E. Portera [1998]. Analiza dotychczas panujących, a także przewidywanych relacji na danym rynku pomiędzy konkurentami, dostawcami, nabywcami, a także skali istniejącego zagrożenia ze strony nowych konkurentów oraz możliwości pojawienia się na rynku substytutów stanowi punkt wyjścia do oceny pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstwa.

Praktycznie w każdej branży utrzymaniu przewagi konkurencyjnej przez przedsiębiorstwo mogą zagrażać nowe firmy chcące wejść na rynek, a także nowe produkty będące substytutami dla produktów produkowanych przez tę firmę. Prognozując, należy ustalić, jak wysokie są bariery wejścia do danej branży i w jakim horyzoncie czasowym zagrożenie ze strony nowych firm lub substytutów może wpłynąć na obniżenie przewagi konkurencyjnej badanej firmy. Następnym elementem może być zagrożenie ze strony rywali wewnątrz branży. Przykładem zagrożenia osiągnięcia stabilnych stóp zwrotu jest wojna cenowa. Jeśli w badanej branży taka sytuacja nie występuje i nie leży ona w interesie głównych konkurentów, można założyć, że nie wystąpi również w przyszłości. Dostęp do znacznie tańszych surowców lub siły roboczej również może stanowić o przewadze konkurencyjnej, jednak w skończonym okresie. Na przykład w sytuacji stosunkowo mocno nasyconego rynku i wysokich barier wejścia na rynek szansą na zwiększanie udziału rynkowego może okazać się przejmowanie innych, mniejszych firm z branży. O przewadze konkurencyjnej w tym obszarze będzie stanowił zarząd firmy o dużym doświadczeniu w tym zakresie oraz wykazujący się sprawnością w wyszukiwaniu atrakcyjnych okazji inwestycyjnych na rynku.

Sytuacja na rynku najważniejszych surowców dla przedsiębiorstwa i wśród ich dystrybutorów również ma duże znaczenie, jeśli chodzi o kształtowanie się cen i warunków współpracy w branży; analizie poddawane są relacje danego przedsiębiorstwa z dostawcami i jego pozycja w negocjacjach, analogicznie analizuje się rynek odbiorców i kanały dystrybucji.

Analiza pięciu sił konkurencyjnych Portera należy do klasyki narzędzi analizy strategicznej przedsiębiorstwa. Jednak ma również wielu krytyków. Poszukuje się dowodów na to, że firmy działające w tej samej branży, w której działają te same siły konkurencyjne, mogą się wyróżniać i uzyskiwać trwałą i znaczną przewagę konkurencyjną.

Na przykład Schmalensee [1985, s. 341-351], a następnie Rumelt [1991, s. 167-185] podjęli próbę udowodnienia, że wyniki osiągnięte przez organizację zależą w większym stopniu od jej relatywnych wyników w branży niż od zjawisk zachodzących w branży, w której działa. Rumelt przeprowadził analizę powiązań stóp

zwrotu¹ osiąganych przez jednostki biznesu (*strategic business units*) grupy amerykańskich korporacji działających w różnych branżach produkcyjnych jednocześnie i czynników na nie wpływających. W wyniku przeprowadzonych badań ustalił, że zmienność stopy zwrotu uzyskiwanej przez jednostki biznesu jest wyjaśniana w następujących proporcjach przez poszczególne czynniki:

- 8% – efekty branży,
- 1% – efekty korporacyjne,
- 46% – specyficzne zjawiska zachodzące w jednostkach biznesu,
- 8% – efekty rocznych cyklicznych zjawisk w branży,
- 37% – pozostały błąd (*residual error*).

Zatem wnioski płynące z tych badań wskazują na najistotniejszy wpływ zjawisk zachodzących w samych jednostkach biznesu w produkcyjnej działalności amerykańskich przedsiębiorstw, przewyższający znacznie wpływ sytuacji w danej branży czy nawet wpływ funkcjonowania w danej korporacji (np. w grupie kapitałowej).

Czynnikami determinującymi zyskowność przedsiębiorstw zajmowali się również później McGahan i Porter [1997, s. 15-30], przeprowadzając badania na próbie amerykańskich przedsiębiorstw, a także Khanna i Rivikin [2000, s. 45-74], badając przedsiębiorstwa z krajów rozwijających się.

W 2002 r. McGahan i Porter [2002] podjęli próbę podsumowania dotychczasowych wyników badań, przeprowadzili ich porównanie, uwypuklając różnice w stosowanych metodach i zakresach danych. Wyciągnęli również wnioski na podstawie kolejnych własnych badań nad większą próbą amerykańskich przedsiębiorstw z różnych sektorów gospodarki. Do najważniejszych wniosków można zaliczyć to, że najistotniejszy wpływ na działanie przedsiębiorstw i ich zyskowność mają efekty związane ze specyfiką firmy, wynikające m.in. z pozycji konkurencyjnej. Autorzy ci dowiedli również, że istotne znaczenie ma wpływ czynników branżowych i efekty związane z przynależnością firmy do określonej korporacji. Zauważyli także, że istotność wpływu poszczególnych zmiennych jest różna w sektorach gospodarki, a także to, że czynniki dotyczące efektów branży i przynależności do korporacji współzależą od siebie.

J.L. Furman [2000] poszerzył analizę o wpływ czynnika dotyczącego kraju prowadzenia działalności na podstawie badań w czterech krajach OECD, dowodząc, że wyniki i wpływ poszczególnych czynników na zyskowność mogą się różnić w warunkach innych niż amerykańskie.

Na podstawie powyższych badań empirycznych, przeprowadzonych na reprezentatywnych grupach badawczych, można stwierdzić, że największe znaczenie dla utrzymania przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstwa ma zestaw unikatowych zjawisk i relacji zachodzących w tym przedsiębiorstwie.

¹ Liczoną jako zysk przed uwzględnieniem odsetek i opodatkowaniem (EBIT) dzielony przez aktywa ogółem.

W literaturze dotyczącej analizy strategicznej i zarządzania strategicznego mówi się o kluczowych kompetencjach firmy² lub o czterech grupach cech wyróżniających przedsiębiorstwa [Kay 1993], które pomagają w identyfikacji zjawisk zachodzących wewnątrz przedsiębiorstwa i stanowią źródła przewagi konkurencyjnej. Grupy te są następujące:

1. Reputacja.
2. Architektura.
3. Innowacja.
4. Wyróżniające zdolności.

Dzięki dobrej reputacji przedsiębiorstwo może uzyskiwać wyższy udział w rynku przy zbliżonych do konkurencji cenach za produkt o funkcjach i cechach zbliżonych do produktów oferowanych przez inne przedsiębiorstwa. Może również ustalać ceny na wyższym poziomie, przy założeniu, że klienci będą skłonni zapłacić więcej za produkt firmy o bardzo dobrej reputacji. Architektura z kolei jest rozumiana jako unikatowa struktura kontaktów wewnątrz lub wokół firmy, które istnieją między firmą a dostawcami. Stworzenie przez firmę architektury strategicznej będącej źródłem przewagi konkurencyjnej polega na stworzeniu konkretnych zdolności i umiejętności, którym nie będą w stanie dorównać inne przedsiębiorstwa. Innowacyjność jest uważana za istotne i poważne źródło przewagi konkurencyjnej, ale jednocześnie za trudne do utrzymania w dłuższym okresie ze względu na możliwość powielania. O wyróżniających zdolnościach można mówić w kilku obszarach. Po pierwsze źródłem przewagi mogą być wyróżniające zdolności zarządu i kadry pracującej w przedsiębiorstwie, po drugie – tzw. aktywa strategiczne dotyczące posiadania np. koncesji lub wyłącznego prawa do dostarczania określonego produktu na rynek lub świadczenia określonych usług.

Cechy wyróżniające są również określane jako wyróżniające kompetencje. Poszukiwanie wyróżniających kompetencji zajmuje istotną pozycję w procesach budowania strategii przedsiębiorstw. Wyróżniające kompetencje są definiowane jako takie zasoby i umiejętności posiadane przez organizację, których żadna inna organizacja nie jest w stanie naśladować lub posiadać, a które wyjaśniają strategiczne źródła pochodzenia wartości ekonomicznej danego przedsiębiorstwa [Fleischer, Bensoussan 2003, s. 2].

Koncepcję kluczowych (podstawowych) kompetencji przedsiębiorstwa rozwinęli C.K. Prahalad i G. Hamel. Mają one znaczenie w długiej perspektywie czasowej. Wpływają na konkurencyjność, która wynika właśnie ze zdolności przedsiębiorstwa do budowania kluczowych kompetencji po niższym koszcie i szybciej niż konkurencja. Identyfikacja kluczowych kompetencji sprawia, iż przedsiębiorstwo może zapewnić sobie potencjalny dostęp do różnorodnych rynków, definiuje oraz komunikuje klientom, jakie są wyróżniające i istotne cechy produktu finalnego, a także

² Wyróżnianych w metodzie Prahalada i Hamela, zob. [1990, s. 79-93].

definiuje cechy (zestaw kluczowych kompetencji), które są trudne do naśladowania [Hamel, Prahalad 1990].

Szeroko rozumiane wyróżniające kompetencje są źródłem przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstw. Przedsiębiorstwo jest w szczególności sposobem pozycjonowane na rynku, posiadając w ten sposób przewagę nad rywalami, która jest rozumiana jako przewaga konkurencyjna.

Tak przyjęta koncepcja również wskazuje na pewien okres, w którym przedsiębiorstwo może utrzymać przewagę konkurencyjną wynikającą z posiadania takiego unikatowego zestawu kluczowych kompetencji. Po pewnym czasie siła wynikająca z wyróżniania się w pewnych obszarach zarządzania, związana z prowadzeniem działalności na unikatowych rynkach, może się osłabić. Konkurujące przedsiębiorstwa mogą wejść na te same rynki, opracować systemy, funkcje i procesy, które pozwolą uzyskać podobny zestaw atrakcyjnych kluczowych kompetencji. Zatem analizując zestaw kluczowych kompetencji na potrzeby ustalenia długości okresu przewagi konkurencyjnej, w którym przedsiębiorstwo będzie tworzyło wartość, należy dokonać prognozy i szacunków dotyczących okresu, w którym utrzymanie tych kluczowych kompetencji pozwoli również na utrzymanie przewagi konkurencyjnej.

W tym miejscu można również wspomnieć o koncepcji cyklu życia sektora i produktu³. Analiza kształtowania się przewagi konkurencyjnej pod kątem fazy, w jakiej znajduje się dany produkt w cyklu życia, może również dać cenne wskazówki co do dalszego kształtowania się tej przewagi i okresu jej utrzymania.

Na podstawie przeglądu wybranych modeli i koncepcji literatury można stwierdzić, że:

1. Branża ma wpływ na funkcjonowanie przedsiębiorstwa i z punktu widzenia ustalenia okresu utrzymania przewagi konkurencyjnej należy określić pozycję konkurencyjną w branży przez przeprowadzenie np. analizy pięciu sił konkurencyjnych i relacji panujących w branży pomiędzy poszczególnymi przedsiębiorstwami, nabywcami, dostawcami (wg M.E. Portera).

2. Ważniejszy lub równie ważny wpływ na pozycję konkurencyjną ma unikatowy zestaw cech posiadanych przez każde przedsiębiorstwo definiowany jako kluczowe kompetencje lub cechy wyróżniające.

3. Przedsiębiorstwo funkcjonuje jako model dynamiczny, zatem określenie źródeł przewagi konkurencyjnej i prognoza ich utrzymania odbywa się na pewien zamknięty okres, na podstawie którego ustala się czas utrzymania przewagi konkurencyjnej.

4. Na poziomie strategicznym źródła tworzenia wartości wynikają z konkurencyjności. Natomiast konkurencyjność wynika zarówno z relacji przedsiębiorstwa w branży, jak i z zestawu unikatowych cech, jakie ma samo przedsiębiorstwo (niezależnie od branży, w jakiej działa). Mniejsze, ale również istotne znaczenie mają zaś:

³ Szerzej m.in. w: [Gierszewska, Romanowska 1998].

roczne cykliczne zjawiska następujące w branży, funkcjonowanie w korporacji (np. grupie kapitałowej).

Konsekwencją ustalenia długości trwania okresu przewagi konkurencyjnej jest przyjęcie założeń dotyczących okresu prognozy wolnych przepływów gotówkowych, a także sposobu kalkulacji wartości rezydualnej – przyjęcia określonej stopy wzrostu przepływów gotówkowych po okresie prognozy.

Na podstawie strategicznej oraz finansowej analizy utrzymywania przewagi konkurencyjnej w przeszłości można przeprowadzić wnioskowanie dotyczące utrzymywania tej przewagi przez przedsiębiorstwo w przyszłych okresach.

4. Macierz zyskowności – strategiczno-finansowa metoda ustalania okresu trwania przewagi konkurencyjnej

Poza analizą pięciu sił konkurencyjnych w sektorze, w którym działa przedsiębiorstwo, oraz określeniem kluczowych kompetencji i długości okresu ich utrzymania w przyszłości wydaje się, że wnioski dotyczące okresu trwania przewagi konkurencyjnej można wyciągnąć na podstawie metod macierzowych analizy portfelowej. Jeśli przewaga konkurencyjna będzie definiowana jako zdolność do zwiększania lub utrzymania udziału w atrakcyjnym, tj. wzrostowym, rynku, odpowiednim narzędziem do określenia bieżącej sytuacji i perspektyw przedsiębiorstwa lub produktu będzie macierz BCG [Obłój 1998, s. 122]. Natomiast jeśli utrzymanie przewagi konkurencyjnej jest definiowane jako utrzymanie nadwyżki stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału nad kosztem kapitału, odpowiednim narzędziem będą macierze zyskowności. Taka definicja jest zdecydowanie bliższa zagadnieniom związanym z zarządzaniem finansami i wyceną przedsiębiorstwa. Chociażby z tego względu, iż nie zawsze produkty o wysokim udziale w perspektywnym rynku będą zyskowne, będą generowały gotówkę i tworzyły wartość dla przedsiębiorstwa. Wprowadzenie do analizy wymiaru finansowego pozwala w bezpośredni sposób odnieść się do zdolności przedsiębiorstwa do maksymalizowania swojej wartości.

Koncepcję pierwszej macierzy zyskowności uwzględniającej parametr różnicy stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału i kosztu kapitału opracowała firma doradcza Marakon Associates w 1981 r. Była to poważna konkurencja w stosunku do konkluzji wynikających z macierzy BCG. W późniejszych latach koncepcja ewoluowała i była modyfikowana przez innych autorów, np. dodawano wymiar zysku ekonomicznego lub wymiar różnicy stopy wzrostu przychodów ze sprzedaży i podtrzymywanej stopy wzrostu przychodów ze sprzedaży [Hawawini, Viallet 2002; Daszyńska-Żygadło, Słoński 2008]. Pierwotna koncepcja macierzy zyskowności⁴ może być konstruowana na kilka sposobów. Początkowa forma zaproponowana przez Marakon w jednym wymiarze analizuje stopę zwrotu z kapitału własnego (*ROE*) przedsiębiorstwa, projektów lub produktów (strategicznym jednostek biznesu, SBU – *Strategic Business Units*).

⁴ Zob. szerzej w: [Hax, Majluf 1984, s. 231-234].

tegic Business Unit), natomiast w drugim stopę wzrostu przychodów ze sprzedaży (g). Macierz ma w każdym wymiarze graniczne wartości, które dzielą przedsięwzięcia na poszczególne kategorie. Wymiar ROE jest podzielony przez koszt kapitału własnego (k_e), dzięki czemu tworzą się dwie kategorie przedsięwzięć – zyskowne ($ROE > k_e$) oraz niezyskowne ($ROE < k_e$). Natomiast graniczną linię wymiaru stopy wzrostu stanowi stopa wzrostu rynku (G) w branży, w której produkt konkuruje, wyznaczając tym samym produkty budujące udział w rynku ($g > G$) lub takie, które tracą udział w rynku ($g < G$). Dodatkowo wyznaczona jest również oś przekątna oddzielająca projekty generujące gotówkę od tych które, ją konsumują. Dokładnie na osi przekątnej będą znajdowały się przedsięwzięcia, których zyskowość będzie równa stopie wzrostu, co oznacza, że cały zysk jest reinwestowany i wykorzystany do generowania wzrostu ($g = ROE$). Stopa wzrostu przedsięwzięcia może być wyrażona podstawowym wzorem:

$$g = (1 - d) \times ROE, \quad (1)$$

gdzie: d – wskaźnik wypłaty dywidendy, a $(1 - d)$ – wskaźnik retencji, czyli zatrzymanie zysku.

Wcześniej opisana sytuacja będzie miała miejsce, gdy $d = 0$. Zatem przedsięwzięcia generujące gotówkę znajdujące się powyżej osi przekątnej będą miały zyskowość większą od stopy wzrostu, implikowaną przez wskaźnik retencji niższy od jedynki. Odwrotna zależność będzie miała miejsce w przypadku przedsięwzięć znajdujących się poniżej tej osi, będących „konsumentami” gotówki.

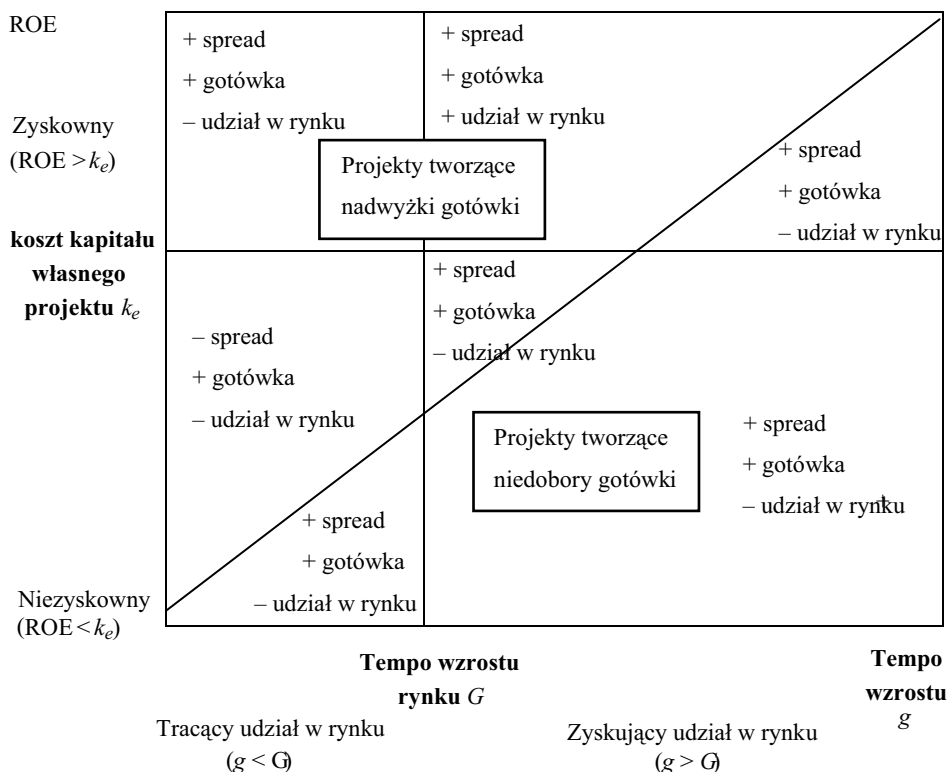
Macierz zyskowości firmy Marakon (rys. 1) pozwala przyporządkować przedsięwzięcie do siedmiu różnych kategorii w zależności od znaku różnicy pomiędzy ROE i k_e (*spread*), zdolności do generowania gotówki i zmian w udziale rynkowym.

Ze strategicznego punktu widzenia macierz zyskowości porusza bardzo istotne kwestie i jest podstawą do wyciągania wiążących i ważnych wniosków na temat tego, jak pozycjonowane jest przedsięwzięcie lub produkt z uwzględnieniem dwóch wymiarów: zyskowości i wzrostu.

Jeśli analizowana jest grupa przedsięwzięć, pojawia się problem w konstrukcji macierzy i wyznaczeniu osi granicznej kosztu kapitału, gdyż może się on różnić dla każdej jednostki; podobnie będzie również z udziałem w rynku i stopą wzrostu rynku. Alternatywą może być zastosowanie w jednym wymiarze *spreadu* pomiędzy ROE i k_e , natomiast w drugim – względnego wzrostu każdego przedsięwzięcia (g/G). Uniemożliwi to jednak wyznaczenie i interpretację na macierzy osi przekątnej oddzielającej projekty generujące nadwyżki gotówki od projektów powodujących niedobory, natomiast będzie to łatwe do stwierdzenia po przebadaniu wielkości wskaźnika retencji poszczególnych projektów.

Założenie o wyznaczeniu stopy wzrostu na podstawie podstawowego równania prezentowanego powyżej jest również obciążone wieloma wadami, które zostały przeanalizowane i zniwelowane pewnymi modyfikacjami tej zależności⁵.

⁵ Zob. szerzej: [Higgins 1977; Horne 1989; Govindarajan, Shank 1984].



Rys. 1. Macierz zyskowości

Źródło: opracowane na podstawie: [Hax, Majluf 1984, s. 232].

Analiza historycznej pozycji w macierzy i jej zmian w poszczególnych latach danego projektu lub jednostki biznesu daje obraz kształtowania się jej przewagi konkurencyjnej. W połączeniu z oceną kluczowych kompetencji i kluczowych czynników sukcesu można ustalić, jaki jest przewidywany okres utrzymania się przewagi konkurencyjnej na rynku. Na tej podstawie powinny być wyciągane wnioski dotyczące długości okresu tworzenia wartości przez przedsiębiorstwo, a w konsekwencji – okresu szczegółowej prognozy parametrów wyceny.

Jak pokazują poniższe przykłady, w praktyce nie zawsze brane są pod uwagę wyniki analizy strategicznej do ustalania tego parametru w wycenie przedsiębiorstw.

5. Praktyka ustalania okresu trwania przewagi konkurencyjnej w wycenach analityków giełdowych

W celu zobrazowania wycinka praktyki ustalania okresu przewagi konkurencyjnej, odzwierciedlonego w okresie prognozy wolnych przepływów gotówkowych

w wycenach przedsiębiorstw, przeanalizowano dostępne raporty oraz rekomendacje domów maklerskich dla spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2000-2008.

Tabela 1. Porównanie okresów prognozowania stosowanych przez domy maklerskie w analizach i rekomendacjach

Analitycy	Badany okres	Liczba obserwacji (raportów)	Okres prognozy w wycenie metodą DCF
BDM PKO	01.2006-11.2008	81	10 lat
DM Millenium	02.2005-11.2008	214	10 lat
ERSTE Group	01.2000-11.2008	130	5-6 lat
Beskidzki Dom Maklerski (BDM)	12.2004-10.2008	40	10 lat
DM BOŚ	07.2002-09.2008	13	5-8 lat
Dom Inwestycyjny BRE Banku	03.2003-11.2008	178	10 lat

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Materiały z bazy EMIS...].

Na podstawie analizy ogólnodostępnych raportów domów maklerskich można wyciągnąć pewne wnioski odnośnie do praktyki ustalania okresu prognozy. Z pewnością nie jest to reprezentatywna grupa wycen przedsiębiorstw przeprowadzanych w Polsce, jednak może być wstępną, testową próbą badawczą, którą w dalszych badaniach będzie należało rozszerzyć.

W grupie analizowanych rekomendacji można zaobserwować elementy analizy strategicznej zarówno branży, jak i przedsiębiorstwa, często przedstawiana jest również analiza SWOT. Jednak wydaje się, że niezależnie od stosowania opisowej lub ilościowej analizy strategicznej przedsiębiorstwa oraz branży lub sektora, w jakim działa to przedsiębiorstwo, okres, na jaki prognozowane są wolne przepływy gotówkowe, a zatem okres utrzymania przewagi konkurencyjnej, jest ustalany odgórnie, mechanicznie i zawsze w ten sam sposób. Łącznie na 656 wycen aż 513 zrealizowanych przez cztery z sześciu badanych domów maklerskich miało zawsze ten sam okres prognozy równy 10 lat. Do tej grupy można właściwie dołączyć kolejne 130 rekomendacji, w których mniej więcej połowa wycen miała pięcioletni okres prognozy, a druga połowa okres sześcioletni. Z tej grupy wyróżnia się jedynie DM Banku Ochrony Środowiska, nie tylko najmniejszą liczbą dostępnych raportów, ale przede wszystkim najbardziej zróżnicowanymi horyzontami prognoz.

Pomimo małej liczby obserwacji można stwierdzić, że w praktyce wycen giełdowych w większości przypadków nie przywiązuje się tak dużej wagi do źródeł tworzenia przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstw i nie uwzględnia się tych informacji przy ustalaniu okresu szczegółowej prognozy. Dalszym kierunkiem badań

mogłaby być analiza tego zagadnienia w wycenach biznesowych przeprowadzanych na potrzeby negocjacji i realizacji transakcji kupna i sprzedaży przedsiębiorstw.

6. Zakończenie

Analiza strategiczna, narzędzia wprowadzające wymiar finansowy do oceny pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstwa i oceny przewagi konkurencyjnej nad rywalami na rynku dają duże możliwości zastosowania w celu ustalenia i prognozy kształtowania się przewagi konkurencyjnej w przyszłości. Dla każdego sektora oraz przedsiębiorstwa indywidualnie można wyznaczyć kluczowe kompetencje oraz czynniki wpływające na utrzymanie przewagi konkurencyjnej i okres wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Długość okresu wzrostu wartości odzwierciedlona w horyzoncie prognozy oraz założeniach dotyczących wielkości wartości rezydualnej ma istotny wpływ na wynik wyceny przedsiębiorstwa.

Jednak należy również pamiętać o efektywności stosowania różnych narzędzi w procesie analizy przedsiębiorstwa, szczególnie na potrzeby wyceny. Odpowiedni wybór metody, jak również wykorzystanie dostępnych raportów branżowych, sektorowych i rynkowych oraz wewnętrznych analiz przedsiębiorstwa, może znacznie usprawnić pracę w procesie wyceny. Przeanalizowana próba badawcza jest mało liczebna, zatem wniosków dotyczących analizy indywidualnego ustalania horyzontu prognozy w wycenach rynkowych nie można uogólniać na wszystkie wyceny dokonywane w Polsce. Natomiast można zauważyć, że w większości przypadków analitycy domów maklerskich nie przekładali wniosków z analizy strategicznej sektora i spółki na określenie horyzontu prognozy oraz nie ustalali tego parametru indywidualnie.

Literatura

- Damodaran A., *Damodaran on Valuation*, 2nd edition, John Wiley & Sons Inc., New York 2006.
- Daszyńska-Żygadło K., Słoński T., *Analiza siły ekonomicznej przedsiębiorstw na podstawie macierzy zyskowności właścicieli*, [w:] *Rynek finansowy. Inspiracje z integracji europejskiej*, red. P. Karpuś, J. Węclawski, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2008.
- Fleischer C.S., Bensoussan B.E., *Strategic and Competitive Analysis. Methods and Techniques for Analyzing Business Competition*, Pearson Education, Inc., New Jersey 2003.
- Furman J.L., *Does industry matter differently in different places. A comparison of industry, corporate parent, and business segment effects in four OECD countries*, Globalization Study, Industrial Performance Center, Special Working Paper Series 00-002, czerwiec 2000.
- Gierszewska G., Romanowska M., *Analiza strategiczna przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 1998.
- Govindarajan V., Shank J., *Cash sufficiency: the missing link in strategic planning*, „Corporate Accounting”, Winter 1984.
- Hamel G., Prahalad C.K., *The core competencies of the corporation*, „Harvard Business Review”, May-June 1990.

- Hawawini G., Viallet C., *Finance for Executive. Managing for Value Creation*, second edition, South-Western 2002.
- Hax A.C., Majluf N.S., *Strategic Management. An Integrative Perspective*, Prentice-Hall, International Editions, 1984
- Higgins R.C., *Analysis for Financial Management*, McGraw-Hill, Boston 2003.
- Higgins R.C., *How much growth can firm afford?*, „Financial Management”, Fall 1977.
- Horne J. van, *Financial Management and Policy*, Prentice Hall International, Engle Wood Cliffs 1989.
- Kay J., *Foundations of Corporate Success: How Business Strategies Add Value*, Oxford University Press, 1993.
- Khanna T., Rivikin J.W., *Estimating the performance effects of business groups in emerging markets*, „Strategic Management Journal” 2000 vol. 22, Issue 1, s. 45-74.
- Koźmiński A., *Zarządzanie. Teoria i praktyka*, PWN, Warszawa 1996.
- Materiały z bazy EMIS (Emerging Markets Information Service), www.securities.com.
- McGahan A.M., Porter M.E., *How much does industry matter, really?*, „Strategic Management Journal” 1997 vol.18, Issue S1, s.15-30.
- McGahan A.M., Porter M.E., *What do we know about variance in accounting profitability?*, „Management Science” vol. 48, no. 7, czerwiec 2002.
- Oblój K., *Strategia sukcesu firmy*, PWE, Warszawa 1998.
- Porter M. E., *Strategia konkurencji. Metody analizy sektorów i konkurentów*, PWE, Warszawa 1998.
- Prahalad C.K., Hamel G., *The core competence of the corporation*, „Harvard Business Review”, Roznik 68, nr 3, maj-czerwiec 1990.
- Rappaport A., *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa 1999.
- Rumelt R.P., *How much does industry matter?*, „Strategic Management Journal” 1991 no. 12, s. 167-185
- Schmalensee R., *Do markets differ much?*, „American Economy Review” 1985 no. 75(3), s. 341-351.

ESTIMATION OF VALUE DURATION – THEORY AND PRACTICE

Summary

The value duration is one of the value drivers. Estimation of that parameter leads to setting up the forecasting horizon in valuation. The value growth period can be estimated on the basis of competitive advantage period. The purpose of this paper is to present tools to estimate the competitive advantage period, being an integration of strategic analysis and financial management methods in valuation. The author presents factors influencing competitive advantage and research done in this field. The practice of setting up the competitive advantage period in the Polish market valuations has been also shown.