

WYCENA PRZEDSIĘBIORSTWA METODĄ ZDYSKONTOWANYCH PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH JAKO NARZĘDZIE ZARZĄDZANIA JEGO WARTOŚCIĄ

AGNIESZKA ŚCISŁO

WOJSKOWA AKADEMIA TECHNICZNA
WYDZIAŁ CYBERNETYKI

Wstęp

Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa jest koncepcją integrującą procesy zarządzania przez wyznaczenie nadrzędnego celu: maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa. Realizacja tego ogólnie sformułowanego celu wymaga narzędzi, które pomogą w podejmowaniu odpowiednich decyzji taktycznych i operacyjnych. Niniejszy artykuł zwraca uwagę na możliwość wykorzystania wyceny przedsiębiorstwa metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych w zarządzaniu jego wartością.

1. Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa jako jedna z przesłanek jego wyceny

Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa (*Value Based Management* – VBM) definiowane jest jako „integracyjny proces zaprojektowany tak, by usprawnić proces podejmowania strategicznych i operacyjnych decyzji poprzez koncentrację na kluczowych czynnikach kształtujących wartość firmy, nazywanych nośnikami wartości (*value drivers*)”¹.

Podstawą koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa jest założenie, że nadrzędnym, strategicznym celem zarządzających powinno być maksymalizowanie wartości dla akcjonariuszy, ponieważ w ten sposób maksymalizowane są w długim okresie czasu korzyści wszystkich podmiotów związanych z przedsiębiorstwem. Wyjaśnienie tego mechanizmu jest następujące: „pracownicy chcą konkurencyjnych płac i świadczeń pozapłacowych. Odbiorcy domagają się produktów wysokiej jakości i usług świadczonych po konkurencyjnych cenach. Dostawcy i posiadacze obligacji oczekują spłaty swoich wierzytelności z nadejściem terminu zapadalności ich roszczeń. W celu zaspokojenia tych roszczeń kierownictwo firmy musi generować gotówkę, utrzymując odpowiedni poziom efektywności działalności

¹ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG Press, Warszawa 1997, s. 6.

przedsiębiorstwa. Koncentrowanie się na przepływach gotówki w długim okresie stanowi treść modelu polityki zwiększania wartości dla akcjonariuszy².

Można w tym miejscu podkreślić stwierdzenie, że zarządzanie wartością przedsiębiorstwa realizowane jest w długim okresie czasu. Oznacza to, że zarządzający przedsiębiorstwem powinni maksymalizować korzyści akcjonariuszy nie w bieżącym roku, ale w okresie kilku, kilkunastu lub nawet kilkudziesięciu lat. Takie podejście wymaga prowadzenia działań prowadzących do zrównoważonego wzrostu przedsiębiorstwa i do tworzenia takich relacji z klientami, pracownikami, kooperantami i innymi podmiotami w otoczeniu przedsiębiorstwa, które będą sprzyjały jego rozwojowi.

Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa obejmuje:

- tworzenie wartości,
- utrzymanie wartości,
- jej realizację³.

Tworzenie wartości wymaga podejmowania działań operacyjnych i przedsięwzięć inwestycyjnych, nastawionych na generowanie stopy zwrotu wyższej niż oczekiwana przez inwestorów. To z kolei dokonywane jest przez zaspokajanie potrzeb klientów przy ponoszeniu kosztów odpowiednio niższych od cen przez nich akceptowanych.

Utrzymanie wartości polega na wprowadzeniu ładu korporacyjnego (*governance*), czyli odpowiednich systemów, procesów i struktur zarządzania oraz zarządzania zmianą, przywództwa i kultury organizacyjnej wspierających wzrost wartości przedsiębiorstwa⁴.

Realizacja wartości to przekazywanie właścicielom finansowych efektów działania przedsiębiorstwa – w postaci dywidendy i wzrostu wartości akcji. Realizacja wartości firmy oparta jest o informacje o jej wysokości⁵. W szczególności oznacza to, że realizacja wartości oparta jest na wycenie przedsiębiorstwa.

Wartość firmy dla akcjonariuszy określa wartość przyszłych przepływów pieniężnych (*Free Cashflow* – FC), generowaną przez przedsiębiorstwo, która jest zdyskontowana z użyciem średniego ważonego kosztu kapitału (*Weighted Average Cost of Capital* – WACC) i pomniejszona o wartość zadłużenia przedsiębiorstwa⁶.

Do głównych komponentów kształtujących wartość przedsiębiorstwa A. Rappaport zaliczył:

- przepływy pieniężne z działalności operacyjnej,
- stopę dyskontową,
- zadłużenie⁷.

² Por.: A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy – poradnik menadżera i inwestora*, WIG Press, Warszawa 1999, s. 8; D. Wędzki, *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa. Przepływy pieniężne a wartość dla właścicieli*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002, s. 23-31.

³ A. Black, P. Wright, J.E. Bachman, *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy. Kształtowanie wyników działalności spółek*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000, s. 84.

⁴ *What is value based management*, [on line]: www.valuebasedmanagement.net, 25.08.2012.

⁵ P. Szczepankowski, *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2007, s. 30.

⁶ Szerzej: T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena...*, op. cit., s. 8.

⁷ A. Rappaport, *Wartość...*, op. cit., s. 65.

Najważniejsze czynniki kształtujące wartość firmy według tego autora to:

- okres wzrostu wartości,
- stopa wzrostu sprzedaży,
- marża zysku operacyjnego,
- inwestycje w majątek trwały,
- inwestycje w majątek obrotowy,
- stopa podatku dochodowego,
- koszt kapitału⁸.

Wymienione wyżej komponenty i czynniki kształtujące wartość przedsiębiorstwa są bezpośrednio wykorzystywane w wycenie przedsiębiorstwa metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych, dlatego akurat ta metoda wydaje się najbardziej użyteczna w procesie VBM.

Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa wymieniane jest jako jedna z przesłanek do dokonania jego wyceny. Jako okoliczności wyceny bezpośrednio związane z VBM wymienia się: ocenę pracy zarządu oraz tworzenie systemów motywacyjnych⁹. Można również wskazać na inne cele wyceny przedsiębiorstwa wykorzystywane w zarządzaniu wartością. Należą do nich: monitoring wartości przedsiębiorstwa, ocena efektywności różnych form inwestowania, pozyskiwanie obcego kapitału, czy transfer własności¹⁰.

2. Metody wyceny przedsiębiorstwa

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych jest jednym z wielu sposobów wyceny przedsiębiorstw. Można je podzielić na 4 grupy: metody majątkowe, dochodowe, rynkowe i pozostałe¹¹.

Metody majątkowe opierają się na wycenie poszczególnych składników majątku przedsiębiorstwa. Nie uwzględniają jednak synergicznych efektów wynikających z posiadania tych zasobów, sposobów ich zorganizowania i wykorzystania. Dlatego zakres wykorzystania tej grupy metod wyceny jest wysoce ograniczony¹².

Metody dochodowe zakładają, że wartość spółki określają generowane przez nią przyszłe nadwyżki finansowe. Są one sumowane po zdyskontowaniu. Tabela 1 zawiera zestawienie podstawowych informacji dotyczących dochodowych metod wyceny przedsiębiorstw.

Metody dochodowe są popularne, ponieważ wycena opiera się na istocie przedsiębiorstwa – możliwości i umiejętności generowania strumienia dochodów.

⁸ Ibidem.

⁹ A. Jaki, *Wycena przedsiębiorstwa. Przesłanki, procedury, metody*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 54.

¹⁰ Ibidem, s. 56.

¹¹ M. Panfil (red.), *Wycena biznesu w praktyce*, Poltext, Warszawa 2009, s. 15-28.

¹² Majątkowe metody wyceny przedsiębiorstw są przydatne np. w sytuacji, gdy sprzedawana jest firma, która nie generuje zysków, ale posiada majątek o dużej wartości.

Trzeba jednak pamiętać, że jakość tego rodzaju wycen zależy od umiejętności przewidywania przyszłości (również odległej).

Tabela 1. Metody dochodowe wyceny przedsiębiorstw

Nazwa metody	Opis metody
Zdyskontowanych przepływów pieniężnych <i>Discounted Cash Flows</i> (DCF)	Wartość podmiotu wyliczana jest jako suma: – sumy sald wpływów i wydatków generowanych przez przedsiębiorstwo w kolejnych latach prognozy, zdyskontowanych za pomocą stopy dyskontowej uwzględniającej średni ważony koszt kapitałów oraz – wartości rezydualnej, zdyskontowanej na moment wyceny.
Ekonomicznej wartości dodanej <i>Economic Value Added</i> (EVA)	Wartość przedsiębiorstwa jest sumą: – sumy ekonomicznych wartości dodanych (EVA), generowanych przez przedsiębiorstwo w kolejnych latach prognozy, zdyskontowanych za pomocą średniego ważonego kosztu kapitałów oraz – wartości zainwestowanego kapitału. EVA to różnica między faktycznym wynikiem zrealizowanym na podstawowej działalności przedsiębiorstwa a minimalnym wynikiem wymaganym przez inwestorów (kosztem kapitałów).
Zdyskontowanych zysków	Wartość podmiotu wyliczana jest jako suma: – sumy przewidywanych zysków przedsiębiorstwa w kolejnych latach prognozy, zdyskontowanych za pomocą stopy dyskontowej uwzględniającej poziom ryzyka oraz – wartości rezydualnej, zdyskontowanej na moment wyceny.
Skorygowanej wartości bieżącej <i>Adjusted Present Value</i> (APV)	Wartość podmiotu wyliczana jest jako suma: – wartości przedsiębiorstwa finansowanego całkowicie z kapitałów własnych oraz – zdyskontowanej wartości tarczy podatkowej. Wartość przedsiębiorstwa finansowanego całkowicie z kapitałów własnych wyliczana jest na podstawie sald wpływów i wydatków (wolnych przepływów pieniężnych dla przedsiębiorstwa), zdyskontowanych kosztem kapitałów własnych. Tarcza podatkowa dyskontowana jest kosztem kapitałów obcych.
Zdyskontowanych dywidend	Wartość spółki wyliczana jest jako suma zdyskontowanych przyszłych dywidend. Wycenie podlega tylko kapitał własny przedsiębiorstwa.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: M. Panfil (red.), *Wycena biznesu w praktyce*, Poltext, Warszawa 2009, s. 17-25

Wady tej nie mają metody rynkowe (porównawcze, mnożnikowe). Opierają się one na wycenie spółek dokonywanej aktualnie przez rynek. Dana spółka porównywana jest z podobnymi, których udziały kupowane są na rynku publicznym (giełdy papierów wartościowych) lub prywatnym (np. fuzje, przejęcia). Dostępne informacje o cenach aktualnie płaconych za akcje spółek działających w tej samej branży, wytwarzających podobne produkty itp., stanowią punkt odniesienia dla wyceny wybranego przedsiębiorstwa.

Mnożniki, za pomocą których spółki są ze sobą porównywane, oparte są o wybrany parametr (zysk netto, EBIT, sprzedaż, liczba subskrybentów (abonentów),

liczba wejść na stronę internetową itp.)¹³. Wartość przedsiębiorstwa wyliczana jest na zasadzie proporcji.

Niewątpliwą zaletą metod mnożnikowych jest ich obiektywizm (opierają się na danych rynkowych, na transakcjach faktycznie przeprowadzonych) i łatwość użycia. Można jednak zauważyć kilka problemów. Po pierwsze, ceny akcji wykazują dość dużą zmienność w krótkich okresach czasu (nie związaną ze zmianą warunków rynkowych lub zmianami w działalności przedsiębiorstwa). Po drugie, każde przedsiębiorstwo ma swoją specyfikę, jest niepowtarzalne, dlatego bardzo uważnie należy wybrać spółki „podobne” do wycenianego. Również wybór mnożnika jest trudny i znaczący dla poprawnej wyceny. Powinien on zawierać syntetyczny parametr, który odzwierciedla wartość przedsiębiorstwa¹⁴.

Do pozostałych metod wyceny zaliczyć można metody mieszane (majątkowo-dochodowe lub dochodowo-majątkowe) oraz metodę opcji realnych. Z punktu widzenia zagadnienia zarządzania wartością przedsiębiorstwa, szczególnie interesująca wydaje się ostatnia z wymienionych metod. Przy wyznaczaniu wartości przedsiębiorstwa z jej zastosowaniem, bierzemy pod uwagę możliwości (opcje) zastosowania alternatywnych strategii działania przez zarząd przedsiębiorstwa. Do opcji realnych, wycenianych tak jak opcje giełdowe, zaliczamy:

- opcje rezygnacji (zaniechania),
- opcje zmiany skali (zwiększenia lub zmniejszenia),
- opcje rozwoju,
- opcje odroczenia (wyboru terminu) inwestycji,
- opcje przełączenia,
- opcje etapowego wzrostu.

Podstawą wyceny dochodowej jest przyjęcie najbardziej prawdopodobnego scenariusza działania. W rzeczywistości zarząd podmiotu zazwyczaj dysponuje różnorodnymi możliwościami, które mogą być wykorzystane (lub nie) w określonych warunkach. Istnienie tych możliwości stanowi źródło dodatkowej wartości przedsiębiorstwa – wartości strategicznej¹⁵.

3. Zasady wyceny przedsiębiorstwa metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (*Discounted Cash Flows* – DCF), najogólniej polega na:

- oszacowaniu przyszłych przepływów pieniężnych, które będą wygenerowane przez wyceniane przedsiębiorstwo,

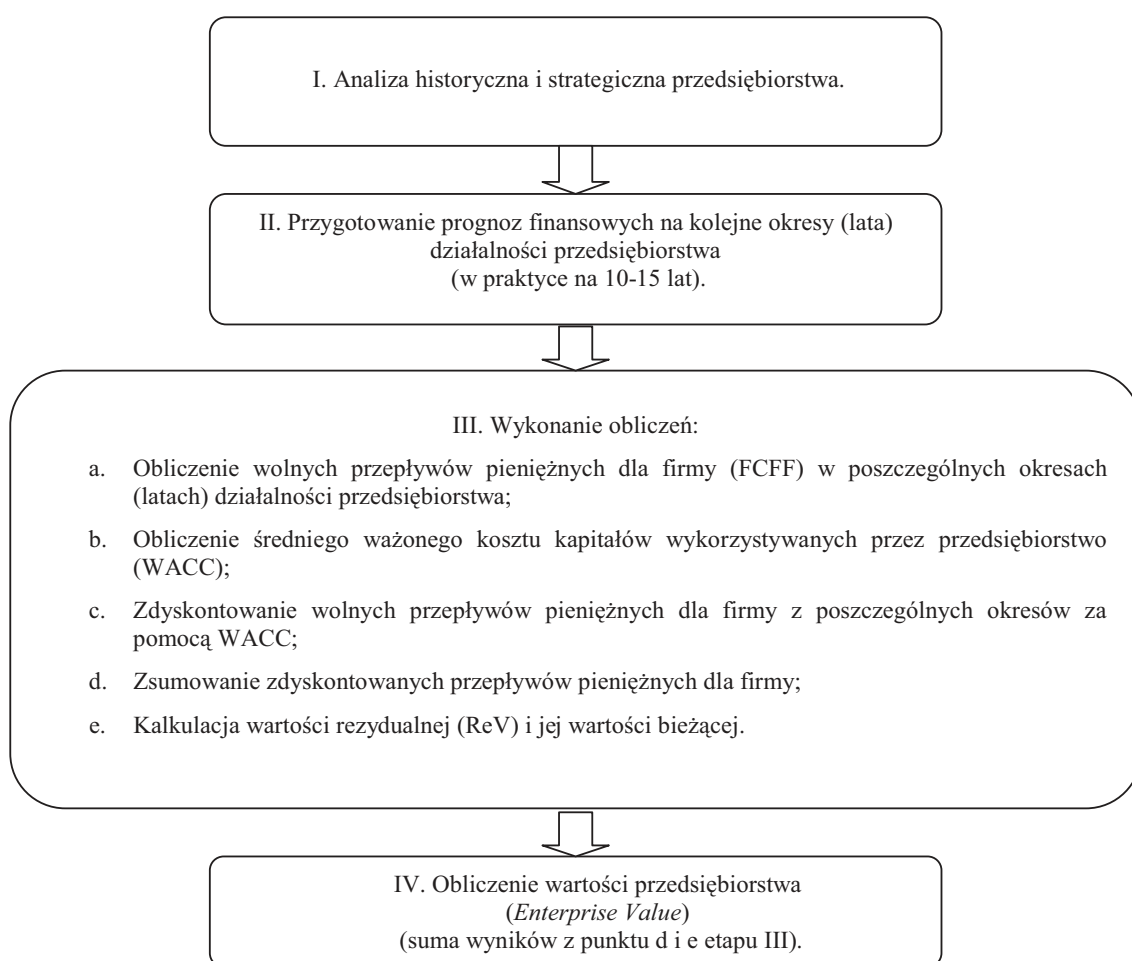
¹³ Opracowanie własne na podstawie: M. Panfil (red.), *Wycena...*, op. cit., s. 26-27.

¹⁴ Szczególnie trudne jest wybranie takich parametrów dla firm internetowych. Szerzej na ten temat: P. Kossecki, *Wycena i budowanie wartości przedsiębiorstw internetowych*, Wyd. Akademickie i Profesjonalne, Warszawa 2008, s. 14-18.

¹⁵ A. Fierla, *Wycena przedsiębiorstwa metodami dochodowymi*, SGH, Warszawa 2008, s. 172-173.

- zdyskontowaniu wszelkich przyszłych przepływów pieniężnych, które będą wygenerowane przez przedsiębiorstwo, z uwzględnieniem kosztu zaangażowanych kapitałów i ryzyka przedsięwzięć,
- zsumowaniu ich.

Rysunek 1 przedstawia proces wyceny przedsiębiorstwa metodą DCF¹⁶ z wykorzystaniem przepływów pieniężnych dla firmy (*Free Cash Flow to the Firm – FCFF*)¹⁷, czyli generowanych przez przedsiębiorstwo dochodów, należących do jego właścicieli i wierzycieli¹⁸.



Rys. 1. Proces wyceny przedsiębiorstwa metodą DCF z wykorzystaniem wolnych przepływów pieniężnych dla przedsiębiorstwa

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: M. Panfil (red.), *Wycena biznesu w praktyce*, Poltext, Warszawa 2009, s. 20-22

¹⁶ Proces wyceny przedsiębiorstw metodą DCF został szczegółowo przedstawiony w wielu publikacjach i podręcznikach z dziedziny finansów, np.: A. Damodaran, *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, wyd. II, Helion, Gliwice 2007, s. 1145 -1181; T. Dudycz, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005, s. 37-144; P. Szczepankowski, *Wycena...*, op. cit., s. 204-215.

¹⁷ Istnieje również możliwość zastosowania modelu przepływów pieniężnych FCFE (*Free Cash Flow to Equity*), czyli dochodów generowanych przez przedsiębiorstwo, które należą do jego właścicieli.

¹⁸ P. Szczepankowski, *Wycena...*, op. cit., s. 74.

Na przedstawionym wyżej rysunku proces wyceny przedsiębiorstwa metodą DCF został podzielony na 4 etapy. Podręczniki i publikacje przedmiotowe skupiają się na etapach III i IV, czyli na wielu dość skomplikowanych kalkulacjach. Prawidłowe wykonanie ich daje poczucie obiektywizmu wyniku wyceny. Jednak łatwo zauważyć, że kalkulacje te poprzedzają etapy I i II, które, zdaniem autorki niniejszego artykułu, są znacznie trudniejsze niż późniejsze wyliczenia.

Podstawowym problemem jest określenie wpływów i wydatków przedsiębiorstwa w przyszłości. Poprawne przygotowanie modelu przepływów pieniężnych wymaga gruntownej znajomości zarówno samego przedsiębiorstwa, jak i branży, w której ono działa. Wpływy są wszakże zależne zarówno od działań firmy, jak i od sytuacji rynkowej. Oto przykłady pytań, na jakie należy udzielić odpowiedzi w trakcie budowania modelu:

- Jakie czynniki decydują o popycie na produkty danego przedsiębiorstwa? Aspekty prawne? Moda? Konkurenci? Dochody klientów?
- W jakim stopniu poszczególne czynniki są istotne?
- Jak będą się kształtowały w przyszłości?

Oczywiście w większości przypadków nie można udzielić obiektywnych i jednoznacznych odpowiedzi na te pytania. Stąd prognozy wpływów stanowią w dużym stopniu odzwierciedlenie opinii ekspertów.

Drugim obszarem, w którym trudno o jednoznaczne rozstrzygnięcia, jest określenie struktury kapitałów oraz ich kosztów. O ile struktura kapitałów jest przedmiotem decyzji zarządu przedsiębiorstwa, o tyle na ich koszty wpływają czynniki rynkowe oraz ocena ryzyka związanego z działalnością przedsiębiorstwa przez wierzycieli.

Trzeci dyskusyjny czynnik to wartość rezydualna (wartość przedsiębiorstwa po okresie prognozy). Już samo określenie wpływów i wydatków przedsiębiorstwa na kilkanaście lat do przodu jest bardzo trudne, a wartość rezydualna dotyczy okresu od ostatniego roku dokładnej prognozy przepływów pieniężnych do końca działalności firmy.

4. Wykorzystanie wyceny przedsiębiorstwa metodą DCF w zarządzaniu jego wartością

Wycena przedsiębiorstw metodą DCF jest powszechnie stosowana w przypadku przygotowania do sprzedaży części lub całości ich udziałów. Jak wspomniano w poprzednim punkcie, jest to metoda dość skomplikowana: wymaga budowy odpowiedniego modelu przepływów pieniężnych na wiele przyszłych lat, oszacowania kosztów wszystkich kapitałów (własnych i obcych) i wyliczenia średniego ważonego kosztu kapitału. Należy również określić wartość rezydualną firmy. Kalkulacja wartości przedsiębiorstwa tą metodą wymaga głębokiej znajomości przedsiębiorstwa, jego strategii, rynku, na którym działa oraz teorii finansów. Powstaje zatem pytanie: czy taka wycena może być narzędziem do zarządzania wartością przedsiębiorstwa? Czy wysiłek włożony w okresowe szacowanie wartości

przedsiębiorstwa tą metodą przyniesie efekty w postaci praktycznych informacji pomocnych w kształtowaniu tej wartości?

Można spróbować odpowiedzieć na te pytania, porównując potrzeby informacyjne zarządów przedsiębiorstw w poszczególnych etapach VBM z informacjami zbieranymi, systematyzowanymi i uzyskiwanymi podczas wyceny metodą DCF.

4.1. Informacje zbierane, systematyzowane i uzyskiwane dzięki wycenie przedsiębiorstwa metodą DCF

Wycena przedsiębiorstwa metodą DCF oparta jest bezpośrednio na następujących zmiennych:

- prognozy wpływów i wydatków przedsiębiorstwa w długim okresie czasu (10-15 lat),
- średni ważony koszt kapitałów wykorzystywanych przez przedsiębiorstwo (WACC),
- stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po zakończeniu okresu prognozy.

Wolne przepływy pieniężne w danym okresie (t) obliczane są według następującego algorytmu:

$$FCFF(t) = \text{zysk operacyjny} \times (1 - \text{stopa podatku dochodowego}) + \text{amortyzacja} \\ - \text{wydatki inwestycyjne na aktywa trwałe} - \text{wydatki na sfinansowanie wzrostu zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto}^{19}.$$

Wymienione wyżej zmienne, stanowiące bezpośrednią podstawę do wyliczenia wartości przedsiębiorstwa, są również wynikiem kalkulacji (z wykorzystaniem reguł finansowych i rachunkowych). Do wykonania ich potrzebne są kolejne zmienne, takie jak:

- przychody operacyjne,
- koszty operacyjne,
- wydatki inwestycyjne na aktywa trwałe,
- kapitał obrotowy netto,
- struktura kapitałów wykorzystywanych przez przedsiębiorstwo,
- koszty poszczególnych rodzajów kapitałów.

Jak widać, zmienne potrzebne do kalkulacji przepływów pieniężnych i średniego ważonego kosztu kapitału przedsiębiorstwa są dość szczegółowe. Z reguły nie można ich wyliczyć z jednoznacznie określonego wzoru (finansowego lub rachunkowego). Mogą one być oszacowane na zasadzie prognozowania, czyli racjonalnego, naukowego przewidywania przyszłości. Zgodnie z nomenklaturą ekonometryczną nazywamy je zmiennymi objaśnianymi (prognozowanymi).

¹⁹ P. Szczepankowski, *Wycena...*, op. cit., s. 76.

Prawidłowo przeprowadzony proces prognozowania przebiega od sformułowania przesłanek prognostycznych do budowy prognozy, z wykorzystaniem teorii i narzędzi badawczych. Przesłanki prognostyczne są założeniami określającymi mechanizm rozwojowy prognozowanego zjawiska. Są one przyjmowane na podstawie wiedzy o jego naturze – wynikającej z teorii, doświadczeń i zebranych danych. Innymi słowy, przesłanki prognostyczne to określone czynniki wpływające na prognozowane zjawisko oraz kierunki ich oddziaływania²⁰.

Można zauważyć, że na etapie formułowania założeń (przesłanek prognostycznych), wycena przedsiębiorstwa DCF jest ściśle związana z planowaniem strategicznym. „W procesie strategicznym wyróżniamy etapy:

- analiza strategiczna,
- prognozowanie zmian otoczenia,
- opracowanie strategicznej wizji przedsiębiorstwa,
- opracowanie strategii rozwoju,
- opracowanie strategii konkurencji,
- sporządzenie planu inwestycyjnego i opracowanie strategii finansowej²¹”.

Wszelkie informacjebrane pod uwagę w planowaniu strategicznym oraz sam plan strategiczny są niezbędne do wykonania wyceny metodą DCF²². Można również zauważyć, że na tym etapie procesu wyceny bierzemy pod uwagę niematerialne czynniki kształtujące wartość przedsiębiorstwa.

Jak widać z powyższych rozważań, informacje zbierane, systematyzowane i uzyskiwane podczas wyceny metodą DCF można podzielić na 5 grup:

- a) wynik kalkulacji – wyliczona aktualna wartość przedsiębiorstwa,
- b) zmienne wykorzystywane bezpośrednio do obliczenia wartości przedsiębiorstwa metodą DCF („zmienne bezpośrednie”),
- c) zmienne wykorzystywane do obliczenia wartości zmiennych bezpośrednich („zmienne objaśniane”),
- d) zmienne wykorzystane do wykonania prognozy zmiennych objaśnianych („zmienne objaśniające”),
- e) założenia przyjęte w prognozowaniu zmiennych objaśniających („przesłanki prognostyczne).

W tabeli 2 przedstawiono systematyczny podział informacji zbieranych, systematyzowanych i uzyskiwanych podczas wyceny metodą DCF.

²⁰ P. Dittmann, *Prognozowanie w przedsiębiorstwie*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003, s. 32.

²¹ M. Romanowska, *Planowanie strategiczne w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2009, s. 23.

²² Szerzej na temat zakresu informacji analizowanych w procesie planowania strategicznego: G. Gierszewska, M. Romanowska, *Analiza strategiczna przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2009.

Tabela 2. Informacje zbierane, systematyzowane i uzyskiwane w procesie wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych

Kategoria informacji	Zakres informacji
Wynik kalkulacji	– Aktualna wartość przedsiębiorstwa, wynikająca z przyjętych założeń (w tym z planu strategicznego).
Zmienne bezpośrednie	– Prognozy wpływów i wydatków przedsiębiorstwa w długim okresie czasu (10 – 15 lat), – średni ważony koszt kapitałów wykorzystywanych przez przedsiębiorstwo (WACC), – stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po zakończeniu okresu prognozy.
Zmienne objaśniane	– Przychody operacyjne (do których należą przychody ze sprzedaży oraz pozostałe przychody operacyjne), – koszty operacyjne (główne elementy kosztów operacyjnych to amortyzacja, zużycie materiałów i energii, usługi obce, podatki i opłaty (poza dochodowym), wynagrodzenia, ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia, pozostałe koszty rodzajowe oraz wartość sprzedanych towarów i materiałów) ¹ , – wydatki inwestycyjne na aktywa trwałe, – kapitał obrotowy netto (zmiany poziomu zapasów, należności i zobowiązań krótkoterminowych) ² , – struktura kapitałów wykorzystywanych przez przedsiębiorstwo, – koszty poszczególnych rodzajów kapitałów.
Zmienne objaśniające	Zmienne dotyczące: – makrootoczenia przedsiębiorstwa (np. PKB, liczba gospodarstw domowych na danym rynku, liczba użytkowników Internetu), – otoczenia konkurencyjnego (np. liczba konkurentów, ceny produktów konkurencyjnych, liczba klientów), – przedsiębiorstwa (np. liczba zatrudnionych pracowników, punktów sprzedaży, produktów).
Założenia (przesłanki prognostyczne)	Siła i kierunki wpływu zmiennych objaśniających na objaśniane (np. określenie relacji między zmianą PKB a wartością sprzedaży produktów przedsiębiorstwa, wydatkami na badania i rozwój a marżą zysku).

Źródło: Opracowanie własne

4.2. Wykorzystanie wyceny metodą DCF w trzech etapach zarządzania wartością przedsiębiorstwa

Przedstawiono powyżej zasady wyceny przedsiębiorstwa metodą DCF oraz typy danych i informacji, które należy zebrać lub wyprognozować w trakcie jej przeprowadzenia. Zestawiając je z działaniami realizowanymi w trzech etapach zarządzania wartością przedsiębiorstwa, można określić stopień przydatności wyceny zdyskontowanych przepływów pieniężnych dla VBM.

Pierwszym etapem zarządzania wartością przedsiębiorstwa jest jej tworzenie, czyli podejmowanie działań operacyjnych i przedsięwzięć inwestycyjnych nastą-

wionych na generowanie stopy zwrotu wyższej niż oczekiwana przez inwestorów. Na tym etapie metoda DCF może być wysoce użyteczna, ponieważ wymusza:

- określenie rentowności bieżącej działalności operacyjnej przedsiębiorstwa,
- przedstawienie długoterminowego planu inwestycyjnego (to z kolei jest możliwe jedynie po opracowaniu planu strategicznego),
- oszacowanie rentowności planowanych inwestycji.

Prognozowanie przyszłych strumieni pieniężnych opiera się na założeniach wynikających ze znajomości mechanizmów rynkowych, dotychczasowej działalności przedsiębiorstwa oraz z przewidywań dotyczących przyszłości. Planując działania przedsiębiorstwa w szybko zmieniającym się środowisku, można przyjąć tezę, że dotychczasowe związki występujące między zjawiskiem prognozowanym a oddziałującymi na nie czynnikami ulegną zmianie (postawa prognostyczna aktywna)²³. Świadomość istnienia takiej możliwości skłaniać może zarząd do podejmowania nowatorskich, innowacyjnych przedsięwzięć. Jednak rygor metody wyceny DCF oraz metod prognozowania powoduje konieczność wyjaśnienia natury tych związków i przedstawienia przyjętych założeń. To z kolei daje możliwość uzasadnienia potrzeby działań wpływających pozytywnie na niematerialne źródła wartości przedsiębiorstwa, np. powiększających jego kapitał intelektualny.

W procesie wyceny metodą DCF wierzenia i przeczucia zarządu co do przyszłości rynku i przedsiębiorstwa zostają wyartykułowane. Dzięki temu mogą być przedmiotem dyskusji, uzgodnień, zwiększając spójność działania poszczególnych członków kadry kierowniczej.

Drugi etap zarządzania wartością to jej utrzymanie (wprowadzenie odpowiednich systemów, procesów i struktur zarządzania oraz zarządzania zmianą, przywództwa i kultury organizacyjnej). Proces przygotowania planu strategicznego, planu inwestycyjnego, celów strategicznych, dyskusja na temat przewidywanych zmian rynku i źródeł wartości przedsiębiorstwa stanowią istotne wsparcie działań tego etapu.

Ostatni etap, realizacja wartości (przekazywanie właścicielom finansowych efektów działania przedsiębiorstwa), oparty jest o informacje o wartości firmy. Przydatność wyceny firmy na tym etapie jest oczywista.

Metoda DCF wymaga syntezy wszelkich istotnych dla przyszłości przedsiębiorstwa informacji i oszacowania końcowych, finansowych efektów działań przeprowadzanych przez jego zarząd. Pozwala to na podporządkowanie wszelkich decyzji kadry zarządzającej głównemu celowi, jakim jest podnoszenie wartości firmy. Okresowe przygotowywanie wyceny metodą DCF stanowi zatem niewątpliwie użyteczne narzędzie w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa.

²³ P. Dittmann, *Prognozowanie...*, op. cit., s. 32.

Podsumowanie

Wycena firmy metodą DCF wspiera wszystkie trzy etapy zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Dlatego okresowe, systematyczne przeprowadzanie jej może stanowić ważne narzędzie VBM.

Wycena metodą DCF stanowi podstawę do dyskusji zarządu na temat przewidywanych zmian rynkowych oraz projektowania działań przedsiębiorstwa uwzględniających je. Pozwala na racjonalne zaplanowanie i uzasadnienie wszelkich działań mających na celu wzrost wartości firmy.

Istotną słabością omawianej metody jest wykorzystanie do wyceny tylko jednego, najbardziej prawdopodobnego scenariusza rozwoju przedsiębiorstwa. Można ją zniwelować przez uzupełnienie analizy wycenami przedsiębiorstwa dla alternatywnych scenariuszy lub wyceną opcji realnych.

THE DISCOUNTED CASH FLOW APPROACH OF BUSINESS VALUATION AS A VALUE BASED MANAGEMENT TOOL

Summary: The paper points out the possibility of using the Discounted Cash Flow (DCF) approach of enterprise valuation as a tool of Value Based Management. It contains the classification of data and information that are collected, forecasted and obtained in a DCF valuation process. The possibility of using those data and information in three stages of VBM (creating, managing for and measuring value) is shown.

Keywords: Discounted cash flow, Enterprise valuation, Value Based Management.

LITERATURA

- [1] BLACK A., WRIGHT P., BACHMAN J.E., *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy. Kształtowanie wyników działalności spółek*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000.
- [2] COPELAND T., KOLLER T., MURRIN J., *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG Press, Warszawa 1997.
- [3] DAMODARAN A., *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, wyd. II, Helion, Gliwice 2007.
- [4] DITTMANN P., *Prognozowanie w przedsiębiorstwie*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003.
- [5] DUDYCZ T., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005.
- [6] FIERLA A., *Wycena przedsiębiorstwa metodami dochodowymi*, SGH, Warszawa 2008.
- [7] GIERSZEWSKA G., ROMANOWSKA M., *Analiza strategiczna przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2009.
- [8] JAKI A., *Wycena przedsiębiorstwa. Przesłanki, procedury, metody*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.
- [9] KOSSECKI P., *Wycena i budowanie wartości przedsiębiorstw internetowych*, Wyd. Akademickie i Profesjonalne, Warszawa 2008.
- [10] PANFIL M. (red.), *Wycena biznesu w praktyce*, Poltext, Warszawa 2009.
- [11] RAPAPORT A., *Wartość dla akcjonariuszy – poradnik menadżera i inwestora*, WIG Press, Warszawa 1999.

- [12] ROMANOWSKA M., *Planowanie strategiczne w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2009.
- [13] RUTKOWSKI A., *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2000.
- [14] SZCZEPANKOWSKI P., *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2007.
- [15] *Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości*, Dz.U. z 1994 r., nr 121, poz. 591.
- [16] WĘDZKI D., *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa. Przepływy pieniężne a wartość dla właścicieli*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002.
- [17] *What is value based management*, www.valuebasedmanagement.net (25.08.2012).