

Przemysław Pietrzak

Zachodniopomorski Uniwersytet Technologiczny w Szczecinie

OKRES PROGNOZY DOCHODÓW JAKO ELEMENT WYCENY PRZEDSIĘBIORSTWA W KONCEPCJI ZARZĄDZANIA UKIERUNKOWANEGO NA MAKSYMALIZACJĘ JEGO WARTOŚCI (*VALUE BASED MANAGEMENT*)

Streszczenie: Przedmiotem opracowania jest przedstawienie wybranych zagadnień dotyczących ustalania okresu prognozy dochodów przedsiębiorstwa w procesie pomiaru jego wartości w ramach koncepcji zarządzania ukierunkowanego na maksymalizację wartości przedsiębiorstwa.

Słowa kluczowe: wartość przedsiębiorstwa, okres prognozy, zarządzanie ukierunkowane na maksymalizację wartości przedsiębiorstwa.

1. Wstęp

Zarządzanie przedsiębiorstwem ukierunkowane na maksymalizację jego wartości – koncepcja znana jako *Value Based Management* (VBM) – stanowi element łączący strategię przedsiębiorstwa z finansowymi efektami jego działalności, osiąganymi dzięki odpowiednim sposobom postępowania kadry zarządzającej. VBM zakłada także kształtowanie procesu podejmowania decyzji, aby wszystkie procesy zarządzania podporządkowane były maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa [Copeland i in. 1997]. W koncepcji VBM podstawowe znaczenie uzyskuje określenie podstawowego celu działalności przedsiębiorstwa, za który uważa się maksymalizację jego wartości. Jest to azymut określania strategii jego działalności. Tak sformułowany cel uwzględnia pierwszoplanową pozycję właścicieli, wśród grup aspiracyjnych występujących w przedsiębiorstwie, jako beneficjentów sukcesu jego działalności. Realizacja podstawowego celu działalności przedsiębiorstwa – istnienia i rozwoju, utożsamiana jest coraz częściej z maksymalizacją jego wartości, i to w o wiele wyższym stopniu niż z maksymalizacją generowanych przez przedsiębiorstwo zysków. Z tego względu finansowe efekty działalności mierzone są poziomem kreacji wartości przedsiębiorstwa, a nie jak dotychczas jedynie poziomem zysku wygenerowanego przez przedsiębiorstwo. Na styku strategii maksymalizacji wartości i mierników

oceny tego procesu umiejscowiony jest system zarządzania poprzez wartość, którego realizacja jest możliwa dzięki odpowiedniemu postępowaniu kadry zarządzającej, motywowanej systemem wynagrodzeń i rozliczanej ze swoich dokonań dzięki miernikom kreacji wartości przedsiębiorstwa.

2. Podstawowe elementy wyceny przedsiębiorstwa metodą zdyskontowanych sald przepływów pieniężnych

Wartość przedsiębiorstwa wykorzystywana w procesie zarządzania ukierunkowanego na jej maksymalizację jest najczęściej określana z wykorzystaniem metod wyceny bazujących na prognozie oczekiwanych dochodów przedsiębiorstwa, określanych powszechnie jako dochodowe metody wyceny. Najistotniejsze znaczenie wśród nich ma metoda oparta na dyskontowaniu oczekiwanych przepływów pieniężnych, znana jako DCF (*Discounted Cash Flow*). Jest ona uzależniona od prognozy przepływów środków pieniężnych oraz kosztu kapitału – stopy dyskontowej, umożliwiającej szacowanie wartości bieżącej przepływów pieniężnych.

Zarządzanie ukierunkowane na maksymalizację wartości przedsiębiorstwa wymaga przede wszystkim określenia założeń pomiaru tej kategorii. Proces formułowania założeń wyceny wartości przedsiębiorstwa sprowadza się do określenia szeregu parametrów, które kształtują wartość przedsiębiorstwa. Pomiar wartości przedsiębiorstwa z wykorzystaniem dochodowych metod wyceny wymaga sprecyzowania następujących jej elementów [Malinowska 2001, s. 59]:

- rodzaju dochodów będących podstawą wyceny,
- horyzontu projekcji dochodów – okresu prognozy wartości,
- metody obliczenia wartości końcowej (rezydualnej) oraz momentu jej obliczenia,
- metody prognozowania dochodów będących podstawą wyceny,
- prognozy rozwoju przedsiębiorstwa oraz jego bliższego i dalszego otoczenia,
- prognozy podstawowych parametrów kształtujących przyszłe dochody przedsiębiorstwa, w tym przede wszystkim: wartości sprzedaży w okresie objętym prognozowaniem, kosztów działalności przedsiębiorstwa, inwestycji w aktywa trwałe, zmian w kapitale obrotowym przedsiębiorstwa,
- wysokości kosztu kapitału – stopy dyskontowej wykorzystywanej do aktualizacji przyszłych dochodów.

3. Okres prognozy i pozycja konkurencyjna w wycenie przedsiębiorstwa

Jednym z najważniejszych elementów wymagających określenia w procesie pomiaru wartości przedsiębiorstwa jest okres prognozy wartości, czyli okres projekcji jego dochodów jako podstawy wyceny. Biorąc pod uwagę czas jako element wpływający na wartość przedsiębiorstwa, konieczne jest rozstrzygnięcie problemu: czy przedsię-

biorstwo ma ograniczoną czy też nieograniczoną w czasie zdolność do generowania przyszłych dochodów. W praktyce wyceny przyjmuje się najczęściej ściśle określony okres, w którym dochody będą oddziaływały na wartość przedsiębiorstwa. Jest to spowodowane wykorzystaniem rachunku dyskonta. Przyjęcie nieograniczonego czasowo okresu projekcji dochodów spowodowałoby, że malejące wraz z oddalaniem się w czasie, współczynniki dyskonta doprowadziłyby do sytuacji, w której wartość zdyskontowanych przyszłych dochodów byłaby bliska zeru. W takiej sytuacji przyszłe dochody przestałyby mieć znaczenie dla wartości przedsiębiorstwa.

Jednym z elementów mających wpływ na ustalenie długości okresu prognozy na potrzeby pomiaru wartości przedsiębiorstwa jest określenie pozycji, jaką w otoczeniu konkurencyjnym na rynku zajmuje wyceniane przedsiębiorstwo. W procesie wyceny przedsiębiorstwa analiza pozycji konkurencyjnej odgrywa bardzo istotną rolę. T. Copeland T. Koller i J. Murrin uważają, że powinna być ona pierwszym etapem prognozowania dla potrzeb wyceny przedsiębiorstwa [Copeland i in. 1997, s. 192]. Termin „przewaga konkurencyjna” może być rozumiany jako [Malinowska 2001, s. 115]:

- cecha odróżniająca dane przedsiębiorstwo od innych przedsiębiorstw,
- stan rzeczywistości oznaczający, że przedsiębiorstwo jest liderem w swojej branży.

Pierwszy ze sposobów rozumienia przewagi konkurencyjnej utożsamia ją z pozycją przedsiębiorstwa na tle konkurencji bez wskazywania na konieczność uzyskania przewagi nad konkurentami. Drugie podejście akcentuje dążenie do zdobycia przewagi nad konkurencją. Określenie przewagi konkurencyjnej sytuuje przedsiębiorstwo w danym sektorze, pozwalając ustalić, którzy konkurenci mają nad przedsiębiorstwem przewagę i nad którymi konkurentami przewagę ma przedsiębiorstwo [Pierścionek 1998, s. 145]. T. Copeland i współautorzy utożsamiają osiąganie pozycji konkurencyjnej z dążeniem do osiągnięcia przewagi nad konkurencją, akcentują bowiem fakt, iż od osiągnięcia pozycji zapewniającej przewagę konkurencyjną zależy sukces finansowy przedsiębiorstwa w przyszłości. Piszą oni: „w celu uzyskania stopy zwrotu z kapitału przewyższającej alternatywny koszt kapitału każda firma musi wypracować i wykorzystać przewagę konkurencyjną. Bez niej konkurencja spowodowałaby, że wszystkie firmy z branży zarobiłyby jedynie tyle, ile wynosi koszt kapitału” [Copeland i in. 1997, s.192].

Podsumowując: przewaga konkurencyjna jest to pozycja konkurencyjna, do której powinno dążyć przedsiębiorstwo, chcąc maksymalizować swoje dochody, natomiast „pozycja konkurencyjna” jest terminem o szerszym znaczeniu niż „przewaga konkurencyjna”. W przypadku prognozowania rozwoju przedsiębiorstwa na potrzeby pomiaru wartości, oprócz analizy bieżącej pozycji konkurencyjnej, znaczenie mają również możliwości jej przyszłych zmian [Malinowska 2001, s. 114].

Pozycję konkurencyjną przedsiębiorstwa kształtuje wiele czynników. Według Z. Pierścioneka można je podzielić na czynniki bezpośrednie oraz pośrednie [Pierścionek 1998, s. 149]. Wśród czynników bezpośrednich autor wymienia: jakość i no-

woczesność produktów, renomę przedsiębiorstwa, system obsługi sprzedaży oraz serwisu, politykę cenową przedsiębiorstwa; natomiast wśród czynników pośrednich, oddziałujących na czynniki bezpośrednie – między innymi: stosowane technologie, organizację procesu produkcji, umiejętność zarządzania, jakość siły roboczej, działania motywacyjne, informację. U. Malinowska na potrzeby pomiaru wartości przedsiębiorstwa wyróżnia następujące czynniki określające jego pozycję konkurencyjną [Malinowska 2001, s. 116-117]:

- stopień dostosowania oferty produktów do potrzeb odbiorców pod względem rodzaju i jakości sprzedawanych wyrobów oraz ich ceny,
- potencjał produkcyjny i finansowy przedsiębiorstwa,
- wielkość realizowanej sprzedaży,
- udział w rynku,
- poziom osiągniętej rentowności,
- wysokość ponoszonych kosztów,
- sposób sprzedaży i obsługi serwisowej,
- zakres kredytowania odbiorców,
- intensywność reklamy i promocji.

Przy określaniu i ocenie pozycji konkurencyjnej brane są również pod uwagę: umiejętności pracowników i kadry zarządzającej, dyscyplina i wydajność pracy, sprawność systemu informacyjnego oraz przystosowanie struktury organizacyjnej do realizacji celów przedsiębiorstwa [Gierszewska, Romanowska 1997, s. 148-149].

Według T. Copelanda, T. Kollera i J. Murrina przewaga konkurencyjna przedsiębiorstwa przybiera postać przynajmniej jednej z następujących cech [Copeland i in. 1997, s. 192]:

- dostarczanie klientom wartości większej niż konkurencja poprzez połączenie atrybutów ceny i produktu, którym konkurencja nie jest w stanie dorównać,
- kształtowanie kosztów na poziomie niższym od konkurencji,
- skuteczniejsze w stosunku do konkurencji sposoby wykorzystania kapitału.

Działania menedżerów zarządzających przedsiębiorstwami, uwzględniających maksymalizację wartości przedsiębiorstwa jako azymutu w zarządzaniu, skupiają się na osiągnięciu na rynku pozycji, która zapewni przedsiębiorstwu przewagę konkurencyjną. Umożliwia to osiągnięcie nadwyżki stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału (Return on Invested Capital – ROI) nad średnim ważonym kosztem kapitału (Weighted Average Cost of Capital – WACC), co jest równoznaczne z kreacją wartości przedsiębiorstwa. Ocena pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstwa ma znaczenie dla prognozowania okresu przewagi konkurencyjnej, czyli przedziału czasu, w którym przedsiębiorstwo będzie osiągało wspomnianą nadwyżkę. W teorii wyceny przedsiębiorstwa dominuje pogląd, iż okres prognozy wartości powinien pokrywać się z okresem przewagi konkurencyjnej. Taki pogląd prezentują między innymi T. Copeland, T. Koller i J. Murrin, według których okres prognozy przyszłych dochodów powinien obejmować wszystkie lata, w których stopa zwrotu z kapitału będzie wyższa od średniego kosztu kapitału, czyli będzie pokrywać się z okresem

przewagi konkurencyjnej [Copeland i in. 1997, s. 203]. W miarę upływu czasu oddziaływanie konkurencji spowoduje jednak zrównanie się obydwu wielkości co, przynajmniej z punktu widzenia kreacji wartości przedsiębiorstwa zakończy okres przewagi konkurencyjnej. Ustalanie okresu prognozy, pokrywającego się z okresem przewagi konkurencyjnej, powinno uwzględniać czynniki mające wpływ na tworzenie wartości przedsiębiorstwa, takie jak [Bertoneche, Knight 2001, s. 141]:

- posiadane przez przedsiębiorstwo technologie,
- opatentowane produkty,
- cykl życia produktu,
- kanały dystrybucji,
- utrwalona marka produktu.

Według D. Zarzeckiego o wyborze okresu szczegółowej prognozy wartości powinny decydować dwa podstawowe czynniki [Zarzecki 1999, s. 140-141]:

- długość okresu, w którym możliwe jest rozsądne szacowanie szczegółowych pozycji planu finansowego wycenianego przedsiębiorstwa,
- specyfika wycenianego przedsiębiorstwa oraz jego aktualna sytuacja ekonomiczna.

W przypadku określania długości okresu, w którym możliwe jest szacowanie pozycji planu finansowego, konieczna staje się znajomość aktualnej sytuacji ekonomicznej wycenianego przedsiębiorstwa oraz specyfiki branży, w jakiej ono funkcjonuje. Nie bez znaczenia jest również program inwestycyjny, jaki przedsiębiorstwo zamierza realizować w przyszłości. Aby możliwe było ukazanie efektów realizacji programu inwestycyjnego po okresie inwestowania, okres prognozy powinien być dłuższy niż okres ponoszenia nakładów inwestycyjnych. Z kolei przez rozsądne szacowanie pozycji planu finansowego rozumieć można takie ich prognozowanie, które można poprzeć przekonującymi argumentami. Obydwa czynniki wzajemnie się uzupełniają. O ile drugi z nich, czyli uwzględnienie specyfiki działalności przedsiębiorstwa i jego sytuacji ekonomicznej, poddaje się obiektywnej ocenie, o tyle pierwszy – wyznaczenie okresu „rozsądnego szacowania” pozycji planu finansowego – zależy w dużym stopniu od doświadczenia osób dokonujących wyceny oraz dostępu do odpowiednich informacji, a więc jest to czynnik o charakterze subiektywnym, co w dużym stopniu rzutuje na subiektywizm wyboru okresu prognozy wartości przedsiębiorstwa. Według D. Zarzeckiego subiektywizm wyboru może zostać zredukowany poprzez weryfikację wyceny drogą przeprowadzenia kolejnych wycen przez innych analityków przy różnej długości okresu szczegółowej prognozy wartości. Dowodem poprawności i rzetelności wyceny byłoby w tym przypadku otrzymanie zbliżonych rezultatów innych wycen [Zarzecki 1999, s.141].

Wyznaczanie okresu prognozy dla potrzeb pomiaru wartości przedsiębiorstwa można również opierać na długości trwania cyklu inwestycyjnego. Takie rozwiązanie można stosować przede wszystkim w przedsiębiorstwach charakteryzujących się cyklicznością inwestowania w rzeczowe aktywa trwałe. Wymaga to najczęściej wydłużenia horyzontu prognozy, w niektórych przypadkach nawet powyżej 10 lat.

Jednak w przypadku przedsiębiorstw modernizujących lub wymieniających na bieżąco swoje środki trwale, oparcie długości okresu prognozy na długości trwania cyklu inwestycyjnego jest problematyczne. Trudność stanowi bowiem ustalenie jednolitego cyklu inwestycyjnego z uwagi na fakt, iż czasy trwania poszczególnych inwestycji nie pokrywają się. W takim przypadku możliwe jest określenie długości trwania okresu prognozy na podstawie przeciętnej wartości inwestycji w przeszłości, co stanowi jedynie przybliżenie obarczone mniejszym bądź większym błędem.

W praktyce wyceny przedsiębiorstw działających w krajach o rozwiniętych systemach rynkowych i ustabilizowanej sytuacji gospodarczej przyjmuje się, że przeciętny okres prognozowania wynosi 7-8 lat [Malinowska 2001, s. 71]. Natomiast w Polsce, ze względu na zmienność warunków gospodarowania i niestabilność polskiej gospodarki, w przeprowadzanych wycenach powszechnie przyjmuje się pięcioletni okres trwania prognozy dochodów [Jaki 2000, s. 135].

Powyżej przedstawiono jedynie wybrane poglądy dotyczące ustalania okresu prognozy. Ponieważ kluczowe znaczenie w przypadku formułowania założeń pomiaru wartości przedsiębiorstwa ma indywidualna sytuacja wycenianego podmiotu oraz warunki gospodarcze, w jakich on funkcjonuje, można stwierdzić, że nie jest możliwe sformułowanie jednej metody ustalania okresu prognozy na potrzeby wyceny przedsiębiorstwa. Stosowane powszechnie w wycenach arbitralne ustalenie okresu prognozy (w Polsce najczęściej 5 lat) stanowi jeden ze sposobów, przyjmowanych w przypadku braku możliwości zastosowania innych rozwiązań. Jego zaletą jest możliwość porównywania wartości różnych przedsiębiorstw, dla których ustalono taki sam okres prognozy. Mankamentem rozwiązania zakładającego arbitralne ustalenie okresu prognozy jest brak możliwości dopasowania tego okresu do realiów i specyfiki konkretnego przedsiębiorstwa.

4. Wartość rezydualna jako parametr powiązany z okresem prognozy dochodów dla potrzeb wyceny przedsiębiorstwa

Z ustalaniem długości okresu prognozy wartości związany jest problem obliczenia wartości rezydualnej (*Residua Value* – RV). Sprowadza się on do podjęcia decyzji w sprawie ustalenia momentu, w którym w wycenie zostanie wykorzystana metoda uproszczona, oraz określenie metody stosowanej w kalkulacji wartości rezydualnej. Wybór momentu obliczenia wartości rezydualnej zależy od ustalenia długości okresu prognozy, a wybór metody jej obliczenia – od przyjmowanych w prognozie perspektyw działalności przedsiębiorstwa. Według T. Copelanda, T. Kollera i J. Murrina wyróżnić można dwie grupy metod ustalania wartości rezydualnej [Copeland i in. 1997, s. 271]:

- metody niezwiązane ze zdyskontowanymi saldami przepływów pieniężnych, do których należą:

- a) metoda bazująca na koszcie odtworzeniowym,
- b) metoda wartości likwidacyjnej,
- c) metoda ustalania RV na podstawie wskaźnika cena/zysk (P/E),
- d) metoda ustalania RV na podstawie wskaźnika cena/wartość księgową (P/BV);

– metody oparte na zdyskontowanych saldach przepływów pieniężnych, wśród których są m.in.:

- a) metoda bazująca na rencie wieczystej,
- b) metoda zakładająca stały wzrost wartości wolnego salda przepływów pieniężnych (oparta na modelu Gordona),
- c) metoda uwzględniająca czynniki kształtujące wartość przedsiębiorstwa.

Metoda oparta na koszcie odtworzeniowym zakłada obliczenie wartości rezydualnej na podstawie kosztu zastąpienia dotychczas posiadanych przez przedsiębiorstwo aktywów nowymi aktywami. Mankamentem tej metody jest możliwość odtworzenia jedynie niektórych składników aktywów, głównie o charakterze rzeczowym.

Metoda oparta na wartości likwidacyjnej zakłada, że wartość rezydualna jest równa przychodom, jakie można uzyskać ze sprzedaży posiadanych przez przedsiębiorstwo aktywów na końcu okresu prognozy po zaspokojeniu wszystkich zobowiązań. Tak ustalona wartość rezydualna nie zakłada jednak kontynuacji działalności przedsiębiorstwa, a jej wykorzystanie jest wskazane tylko wówczas, gdy przyjmuje się założenie o likwidacji przedsiębiorstwa na końcu okresu objętego prognozą [Copeland i in. 1997, s.192].

W metodzie bazującej na wskaźniku cena/zysk przyjmuje się założenie, że wartość rezydualna jest oparta na przyszłych zyskach z okresu kontynuacyjnego, po okresie prognozy, i stanowi ich wielokrotność. W przypadku takiej metody ustalania wartości rezydualnej są trudności z określeniem wskaźnika cena/zysk, który w możliwie najlepszy sposób odzwierciedlałby perspektywy przedsiębiorstwa na koniec okresu prognozy.

Metoda opierająca się na wskaźniku cena/wartość księgową zakłada, że wartość rezydualna jest wielokrotnością wartości księgowej przedsiębiorstwa na koniec okresu objętego prognozowaniem. Mankamentami tej metody są problemy w ustaleniu przyszłej wartości księgowej przedsiębiorstwa w wyniku: wpływu inflacji i konieczności prognozowania jej poziomu, stosowania przez menedżerów instrumentów polityki bilansowej mających wpływ na wartość księgową przedsiębiorstwa, różnic w stosowanych przez poszczególne przedsiębiorstwa zasadach rachunkowości. Powoduje to trudności w ustaleniu wskaźnika P/BV na poziomie, który obrazowałby realne możliwości przyszłej działalności przedsiębiorstwa po okresie prognozy.

W grupie metod opartych na zdyskontowanych saldach przepływów pieniężnych można wyróżnić kilka sposobów ustalania wartości rezydualnej [Copeland i in. 1997, s. 274]. Pierwszym z nich jest model oparty na rencie wieczystej, zakładający, że przedsiębiorstwo będzie generowało wolne saldo przepływów pieniężnych o tej samej wartości w okresie kontynuacji po okresie prognozy. W myśl założeń tego modelu wartość rezydualną przedsiębiorstwa można obliczyć według formuły:

$$RV = FCF_{t+1} / WACC,$$

gdzie: FCF_{t+1} – wartość wolnego salda przepływów pieniężnych w pierwszym roku po okresie prognozy, równa wartości FCF_t (z ostatniego roku prognozy),

$WACC$ – średni ważony koszt kapitału.

Przyjęcie takiego rozwiązania wynika z założenia, że po okresie prognozy nie będzie następował wzrost wartości przedsiębiorstwa. Według W. Skoczylas można to uzasadnić twierdzeniem, że w normalnych warunkach gospodarowania przedsiębiorstwa wprowadzona strategia w ograniczonym przedziale czasu pozwala na osiągnięcie rentowności przewyższającej koszt kapitału, spełniając warunek tworzenia przedsiębiorstwa [Skoczylas 1998, s. 141]. Wartość rezydualna w myśl tego wzoru obliczana jest w tym momencie, w którym stopa zwrotu zrówna się z kosztem kapitału.

Kolejną metodą ustalania wartości rezydualnej przedsiębiorstwa, bazującą na zdyskontowanym saldzie przepływów pieniężnych, jest model zakładający stały wzrost wartości wolnego salda przepływów pieniężnych po okresie objętym prognozowaniem. Można to przedstawić w następujący sposób:

$$RV = FCF_{t+1} / (WACC - g),$$

gdzie: g – oczekiwana stopa wzrostu wolnych sald przepływów pieniężnych po okresie objętym prognozowaniem,

FCF_{t+1} – wartość wolnego salda przepływów pieniężnych w pierwszym roku po okresie prognozy, równa $FCF_t \cdot (1 + g)$.

Wykorzystanie tego sposobu obliczania wartości rezydualnej ma sens tylko wówczas, gdy średni ważony koszt kapitału jest większy niż spodziewana stopa wzrostu wolnego salda przepływów pieniężnych. W przypadku gdy $WACC$ będzie mniejszy od stopy wzrostu salda przepływów pieniężnych, wartość rezydualna przedsiębiorstwa będzie ujemna. Równość kosztu kapitału i stopy wzrostu salda przepływów pieniężnych wyklucza możliwość zastosowania tego algorytmu do obliczenia wartości rezydualnej. Poza tym przyjęcie w prognozie stałego wzrostu dochodów przedsiębiorstwa i związanego z tym stałego wzrostu salda przepływów pieniężnych w nieskończonej przyszłości jest mało realne i może być uzasadnione tylko w wyjątkowych przypadkach [Cornell 1999, s. 131].

W trzeciej metodzie obliczania wartości rezydualnej wykorzystuje się czynniki kształtujące wartość przedsiębiorstwa. Według założeń tej metody wartość rezydualna jest obliczana według wzoru:

$$RV = [NOPAT_{t+1} \cdot (1 - g/ROD)] / [WACC - g],$$

gdzie: $NOPAT_{t+1}$ – wynik operacyjny netto (po opodatkowaniu), pomniejszony o skorygowane obciążenia podatkowe (Net Operating Profit After Taxes) w pierwszym roku kontynuacji po okresie prognozy,

- g – oczekiwana stopa wzrostu wyniku operacyjnego po opodatkowaniu w nieskończonej przyszłości,
 ROI – oczekiwana stopa zwrotu z kapitału zaangażowanego w nowe inwestycje przedsiębiorstwa.

Stopa wzrostu wyniku operacyjnego powinna być niższa niż poziom kosztu kapitału. W innym przypadku obliczona wartość rezydualna będzie ujemna (gdy $WACC < g$) lub niemożliwa do obliczenia z wykorzystaniem tej formuły (gdy $WACC = g$).

Przyjmując, że założenie o nieskończonym wzroście dochodów w przyszłości jest mało realne, oraz zakładając, że stopa zwrotu z zainwestowanego w nowe inwestycje kapitału, w miarę upływu czasu i w wyniku działań konkurencji, będzie się zbliżała do poziomu kosztu kapitału, T. Copeland, T. Koller i J. Murrin sformułowali uproszczoną wersję tego modelu, opierającą się na rencie wieczystej, która ma postać [Copeland i in. 1997, s. 272-273]:

$$RV = NOPAT_{t+1}/WACC.$$

Według T. Copelanda, T. Kollera i J. Murrina brak w algorytmie elementu związanego ze wzrostem wyniku operacyjnego netto oznacza, że mimo iż wzrost ten będzie występował, to nie będzie miał on wpływu na wzrost wartości przedsiębiorstwa. Dzieje się tak dlatego, że oczekiwana stopa zwrotu związana ze wzrostem NOPAT będzie równa średniemu ważonemu kosztowi kapitału. Wzór ten może być jednak interpretowany niewłaściwie, jeśli przyjęte zostanie założenie, że wzrost wyniku operacyjnego netto jest zerowy i nie dorównuje nawet poziomowi inflacji. Wynikająca stąd niewłaściwa interpretacja zbieżności oczekiwanej stopy zwrotu z nowych inwestycji oraz kosztu kapitału, stała się przyczyną sformułowania takiej wersji tego wzoru, która zakłada uwzględnienie inflacji jako stopy wzrostu wyników operacyjnych netto po opodatkowaniu w okresie kontynuacyjnym. Wspomniani autorzy określili ten wzór mianem „agresywnego” [Copeland i in. 1997, s. 273]. Ma on postać:

$$RV = NOPAT_{t+1}/(WACC - i),$$

gdzie i jest przewidywaną stopą inflacji po okresie objętym prognozą.

Takie ujęcie wartości rezydualnej zakłada dyskontowanie wyniku operacyjnego realnym, nie zaś nominalnym średnim ważonym kosztem kapitału. Zastosowanie jednego z tych modeli może jednak znacząco podwyższyć obliczoną wartość rezydualną, ponieważ przyjętym w nich założeniem jest wzrost wyniku operacyjnego netto w przyszłości, bez uwzględnienia dodatkowych inwestycji na zwiększenie aktywów trwałych i kapitału obrotowego [Copeland i in. 1997, s. 273].

5. Zakończenie

W opracowaniu przedstawiono wybrane elementy wartości przedsiębiorstwa. Jednym z najistotniejszych elementów wyceny przedsiębiorstwa dokonywanej metodą oparta na oczekiwanych dochodach, wyrażonych saldem przepływów pieniężnych, jest okres przyjmowany jako horyzont prognozy. Istotność tego elementu wyceny wynika z wpływu, jaki długość okresu prognozy wywiera na bieżącą wartość oczekiwanych dochodów przedsiębiorstwa oraz na wartość przedsiębiorstwa po zakończeniu okresu objętego prognozą (wartość rezydualną określaną również jako wartość kontynuacyjną). Możliwie precyzyjne ustalenie parametrów wyceny dopasowane do realiów funkcjonowania podmiotu ma na celu stworzenie bazy informacyjnej dla procesu pomiaru wartości. System służący temu pomiarowi, umożliwiając ustalenie wyniku pomiaru na określony moment, powinien również pozwalać na określenie efektów zmian wartości jednostki gospodarczej w kolejnych przedziałach czasu. Kluczowe znaczenie ma w tym przypadku określenie pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstwa. Może to stanowić bazę do podejmowania działań mających na celu zdobycie przewagi konkurencyjnej i w efekcie realizację podstawowego celu zarządzania przedsiębiorstwem w myśl koncepcji VBM – ukierunkowania na maksymalizację jego wartości. Efektem dokonania wyceny będą przyszłe, hipotetyczne wyniki działalności operacyjnej wycenianego podmiotu, których osiągnięcia spodziewają się menedżerowie oraz obecni akcjonariusze i potencjalni inwestorzy na rynku.

Jeżeli przyjętą metodą pomiaru będzie metoda DCF, wówczas dla potrzeb pomiaru wartości przedsiębiorstwa zostaną wykorzystane salda przepływów pieniężnych. Określenie wartości umożliwi również sformułowanie strategii pomnażania wartości przedsiębiorstwa poprzez koncentrację na czynnikach tworzących wartość. Ustalenie okresu prognozy wartości stanowi podstawę do formułowania strategii zarządzania, ukierunkowanego na maksymalizację wartości przedsiębiorstwa. Kolejne etapy pomiaru wartości – określenie przyszłych dochodów i stopy dyskontowej oraz sprowadzenie przyszłych dochodów jednostki do wartości bieżącej – umożliwią określenie wartości przedsiębiorstwa wówczas, gdy na początku procesu pomiaru zostanie określony okres objęty prognozą parametrów wyceny.

Koncepcja VBM zakłada przewartościowanie sposobów postrzegania mierników efektu gospodarowania przedsiębiorstwa. Uwzględniając przyszłość, czego wyrazem jest ustalanie wartości przedsiębiorstwa z wykorzystaniem planów finansowych i wartości prognozowanych, wychodzi naprzeciw oczekiwaniom kadry zarządzającej w zakresie planowania i powiązania planów z pomiarem efektów gospodarowania. Tradycyjny zestaw mierników efektu, bazujący na kategorii zysku księgowego, uległ w ten sposób rozszerzeniu o miernikami oparte na parametrach umożliwiających ocenę procesu tworzenia wartości przedsiębiorstwa. To spowodowało, że koncepcja VBM zdobyła szeroką rzeszę zwolenników wśród kadry zarządzającej wielu przedsiębiorstw o zasięgu międzynarodowym. Postępująca internacjonaliza-

cja przedsiębiorstw i rozszerzenie możliwości inwestowania kapitału, a także wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych na rynkach kapitałowych powoduje, że mierniki efektu gospodarowania bazujące na określeniu kreacji wartości przedsiębiorstwa mają istotne znaczenie w postrzeganiu atrakcyjności podmiotów z punktu widzenia najważniejszej z grup aspiracyjnych w każdym przedsiębiorstwie – jego właścicieli. Również niektóre polskie przedsiębiorstwa, przede wszystkim podmioty o silnej pozycji ekonomicznej i dużym potencjale rozwoju, starają się wdrażać systemy zarządzania oparte na maksymalizacji wartości, co stanowi jeden z przejawów wpływu procesów globalizacyjnych na polską gospodarkę.

Literatura

- Bertoneche M., Knight R., *Financial Performance*, Butterworth-Heinemann, Oxford 2001.
- Copeland T., Koller J., Murrin J., *Wycena: Mierzenie i kształtowanie wartości firmy*, WIG Press, Warszawa 1997.
- Cornell B., *Wycena spółek. Metody i narzędzia efektywnej wyceny*, Wydawnictwo „Liber”, Warszawa 1999.
- Dudycz T., *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2001.
- Dudycz T., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005.
- Gierszewska G., Romanowska M., *Analiza strategiczna przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 1997.
- Jaki A., *Wycena przedsiębiorstwa. Pomiar i ocena wartości*, Kantor Wydawniczy Zakamycze, Kraków 2000.
- Malinowska U., *Wycena przedsiębiorstwa w warunkach polskich*, Difin, Warszawa 2001.
- Pierścionek Z., *Strategie rozwoju firmy*, PWN, Warszawa 1998.
- Skoczylas W., *Wartość przedsiębiorstwa w systemie jego oceny*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 1998.
- Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999.

THE PERIOD OF REVENUE FORECAST AS A PART OF THE COMPANY VALUATION IN THE VALUE BASED MANAGEMENT CONCEPT

Summary: The subject of the study is the presentation of the selected problems relating to fixing the period of forecast revenue in the process of measuring its value within the framework of the Value Based Management concept.