

**Tomasz Słoński**

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

---

## UWZGLĘDNIENIE SPOSOBU REDYSTRYBUCJI PRZEPLÝWÓW PIENIĘŻNYCH W KALKULACJI WARTOŚCI ODSETKOWYCH TARCZ PODATKOWYCH W METODZIE SKORYGOWANEJ WARTOŚCI BIEŻĄCEJ (APV)

---

**Streszczenie:** W tradycyjnych metodach wyceny zakłada się brak współzależności między wolnymi przepływami pieniężnymi oraz przepływami finansowymi. Metoda APV pozwala na analizę wpływu skutków decyzji dotyczących sposobu finansowania na wartość przedsiębiorstwa. Podejście to jest szczególnie istotne w ocenie przedsiębiorstw, które w pełni wykorzystują swoją pojemność kredytową. W artykule prezentowany jest przykład przedsiębiorstwa podlegającego transakcji wykupu lewarowanego. W tego typu transakcjach o wielkości przepływów finansowych w następnym okresie decyduje zrealizowany operacyjny przepływ pieniężny w okresie bieżącym. W artykule zaproponowano sposób doboru stóp dyskonta odsetkowych tarcz podatkowych w sytuacji współzależności wolnych i finansowych przepływów pieniężnych.

**Słowa kluczowe:** wykup lewarowany, skorygowana wartość bieżąca.

### 1. Wstęp

Skorygowana wartość bieżąca (*adjusted present value* – APV) jest wariantem wyceny aktywów na podstawie sumy zdyskontowanych przepływów pieniężnych netto. APV pozwala na ocenę wpływu decyzji dotyczących sposobu finansowania na wartość przedsiębiorstwa. Tradycyjne metody wyceny zakładają odseparowanie skutków decyzji finansowych od skutków decyzji operacyjnych i inwestycyjnych. W rachunku decyzyjnym zakłada się niezmienną strukturę kapitału oraz stały poziom ryzyka przepływów pieniężnych. Metoda APV pozwala na wycenę przedsiębiorstw, które będą przechodzić znaczne zmiany w sposobie finansowania. W metodzie tej przepływy finansowe są dyskontowane stopą dyskonta odzwierciedlającą wielkość ryzyka. Podmiotem analizowanym w artykule jest przedsiębiorstwo podlegające wykupowi lewarowanemu (*leveraged buy-out* – LBO). W transakcjach LBO znaczna część wolnych przepływów pieniężnych jest przeznaczana na spłatę zobowiązań finansowych i odsetkowych. Uzależnienie wielkości oczekiwanych

przepływów finansowych od wielkości wcześniej zrealizowanych wolnych przepływów stwarza problemy w doborze odpowiedniej stopy dyskontowej i szacunku wartości przedsiębiorstwa. W artykule przedstawiono rozwiązanie problemu wyceny przedsiębiorstwa przy założeniu współzależności wolnych i finansowych przepływów pieniężnych.

## 2. Skorygowana wartość bieżąca – oryginalne APV

Skorygowana wartość obecna APV jest wariantem wyceny wartości przedsiębiorstwa na podstawie strumienia zdyskontowanych przepływów środków pieniężnych. Mimo że termin skorygowana wartość obecna został wprowadzony przez S.C. Myersa [1974, s. 1-25], to za pionierskie prace z tej dziedziny uważa się prace F. Modiglianiego i M. Millera [1958; 1963].

Wycena przedsiębiorstwa zgodnie z metodą APV przebiega wieloetapowo. W pierwszym etapie wycenia się wartość przedsiębiorstwa przy założeniu, że udział kapitału własnego w strukturze kapitału to 100%. Wartość ustaloną na tym etapie określa się jako wartość przedsiębiorstwa przy samofinansowaniu. Wartość tę wyznacza się poprzez wyznaczenie sumy zdyskontowanych „wolnych” przepływów środków pieniężnych (*free cash flow* – FCF). Właściwą stopą dyskontową wykorzystywaną na tym etapie jest koszt kapitału przy samofinansowaniu, który odzwierciedla poziom ryzyka operacyjnego przedsiębiorstwa. Wartość przedsiębiorstwa przy samofinansowaniu nie uwzględnia wpływu decyzji dotyczących sposobu finansowania na wartość przedsiębiorstwa.

W kolejnych etapach obliczeniowych wyznacza się bieżącą wartość części przepływów finansowych, które zwiększają wartość przedsiębiorstwa. Jeżeli przepływy te są odroczone w czasie, należy, zgodnie z zasadą dopasowania stopy dyskontowej do ryzyka towarzyszącego przepływowi środków pieniężnych, wybrać właściwą stopę dyskontową<sup>1</sup>.

Model zaproponowany przez S.C. Myersa [1974, s. 1-23] można odczytać jako grupę normatywnych wskazówek dla analityków stosujących model MM w wycenie aktywów (szczególnie w procedurach budżetowania kapitałowego). W oryginalnej wersji modelu APV zaproponowanej przez S.C. Myersa (w dalszej części oryginalne APV) przyjmuje się, że właściwą stopą dyskonta dla odsetkowych tarcz podatkowych jest stopa kosztu długu, ponieważ odzwierciedla ona poziom ryzyka kredytowego związanego z płatnościami odsetkowymi. Jeżeli przepływy osiąmane przez przedsiębiorstwo są rentą wieczystą<sup>2</sup>, to wskazania modelu oryginalnego APV nie różnią się istotnie od wskazań modelu Modiglianiego-Millera:

<sup>1</sup> Do tej kategorii przepływów zalicza się najczęściej odsetkowe tarcze podatkowe.

<sup>2</sup> Modigliani i Miller interpretowali przepływ do dyskontowania (w tym przypadku FCF) jako średnią serii przepływów. Założenie to nie wymaga, aby przepływ w każdym okresie był identyczny, wymaga natomiast, aby seria przepływów była skończona. Wybór interpretacji zależy wyłącznie od preferencji analityka, ponieważ sposób interpretacji nie wpływa na ostateczny wynik wnioskowania.

$$V = V_U + PVTS = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF}{(1+k^*)^t} + PVTS = \frac{FCF}{k^*} + PVTS \quad (1)$$

oraz

$$PVTS = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{k_D DT}{(1+k_D)^t} = \frac{k_D DT}{k_D} = DT, \quad (2)$$

gdzie:  $V$  – wartość przedsiębiorstwa,  
 $V_U$  – wartość przedsiębiorstwa przy samofinansowaniu,  
 $PVTS$  – wartość bieżąca odsetkowych tarcz podatkowych,  
 $D$  – wartość zadłużenia,  
 $k^*$  – koszt kapitału przy samofinansowaniu,  
 $T$  – stawka podatku dochodowego,  
 $k_D$  – stopa kosztu kapitału obcego.

Zgodność między wynikiem wyceny za pomocą klasycznego modelu DCF a oryginalnym APV wymaga ustalenia wpływu sposobu finansowania przedsiębiorstwa na wielkość WACC (stopa średnio ważonego kosztu kapitału). Zależność tę można ustalić na podstawie równania WACC oraz równań (1), (2). Zależność między WACC a kosztem kapitału przy samofinansowaniu przedstawia równanie:

$$\frac{FCF}{WACC} = \frac{FCF}{k^*} + TD. \quad (3)$$

Jeżeli  $V = \frac{FCF}{WACC}$ , to równanie (3) można przekształcić do następującej postaci:

$$WACC = k^* \left( 1 - T \frac{D}{V} \right). \quad (4)$$

W jednookresowym modelu wyceny spółki wartość wyznacza równanie:

$$V = \frac{FCF}{(1+k^*)} + \frac{k_D DT}{(1+k_D)}. \quad (5)$$

Dla modelu jednookresowego, tj.  $V = \frac{FCF}{(1+WACC)}$ , równanie (5) przybiera postać:

$$\frac{FCF}{(1+WACC)} = \frac{FCF}{(1+k^*)} + \frac{FCF}{(1+WACC)} \frac{1}{V} \frac{k_D DT}{(1+k_D)}. \quad (6)$$

W wyniku dalszych przekształceń równanie (6) przybiera postać:

$$WACC = k^* - k_D \frac{D}{V} T \frac{(1+k^*)}{(1+k_D)}. \quad (7)$$

Wnikliwą analizę równania (7) przedstawili J.A. Miles i J.R. Ezzell [1980, s. 719-730]. W pierwszej kolejności odrzucili przypuszczenie S.C. Myersa o tym, że na sposób korekty stopy WACC w procedurach wyceny może wpływać długość okresu generowania przepływów środków pieniężnych. Wykazali, że standardowe równanie WACC można zastosować przy dwóch skrajnych założeniach: 1) analiza obejmuje jeden okres oraz 2) przepływy przedsiębiorstwa są rentą wieczystą. Miles oraz Ezzell zwrócili uwagę, że zasadniczym założeniem przyjmowanym podczas stosowania WACC w wycenia spółki (równanie (5)) jest założenie o utrzymywaniu stałego wskaźnika zadłużenia liczonego na podstawie wartości rynkowych. Jeżeli analiza obejmuje jeden okres, to nie ma możliwości ani potrzeby, aby dostosowywać poziom długu do zmian wartości projektu. Wykorzystując ten zestaw założeń, można okres analizy rozbić na pojedyncze okresy i w analizie zmian stóp kosztu kapitału wykorzystać równanie (7) – por. [Słoński 2004, s. 394-404].

### 3. Skorygowana wartość bieżąca transakcji wykupu lewarowanego

Sposób zagospodarowania nadwyżek środków pieniężnych w czasie trwania np. wykupu menedżerskiego może być różny. Zwykle zakłada się, że wolne przepływy pieniężne będą w pierwszej kolejności przeznaczane na spłatę odsetek i rat kapitałowych zgodnie z harmonogramem spłat, a pozostała część wolnych przepływów będzie przeznaczona do dalszej redukcji zadłużenia spółki. W niektórych przypadkach nadwyżki mogą być przeznaczane na wypłatę dywidend lub inwestycje w papiery wartościowe przeznaczone do obrotu w celu zwiększenia płynności finansowej przedsiębiorstwa.

Przy założeniu, że wolne przepływy pieniężne przeznaczy się na spłatę odsetek i kapitału obcego, zmianę wartości kapitału obcego opisują równania:

$$D_t = D_{t-1}(1+k_D) - (FCF_t + k_D TD_{t-1}) = D_{t-1} - (FCF_t - k_D D_{t-1}(1-T)), \quad (8)$$

$$\Delta D_t = D_{t-1} - D_t = FCF_t - k_D D_{t-1}(1-T). \quad (9)$$

Jeżeli dodatkowo założymy, że część wolnych przepływów będzie przeznaczona na wypłatę dywidendy oraz krótkoterminowe inwestycje (lokata krótkoterminowa lub papiery wartościowe przeznaczone do sprzedaży zabezpieczają poziom płynności przedsiębiorstwa), to równanie (9) przyjmie postać:

$$\Delta D_t = D_{t-1} - D_t = FCF_t(1-div)(1-s) - k_D D_{t-1}(1-T), \quad (10)$$

gdzie: *div* – dywidenda jako ułamek wolnych przepływów pieniężnych,  
*s* – środki przeznaczone na lokaty lub papiery wartościowe przeznaczone do sprzedaży jako ułamek wolnych przepływów pieniężnych.

Następnym krokiem jest obliczenie wartości tworzonej w poszczególnych okresach analizy. Wartość przepływów do dyskontowania w poszczególnych okresach analizy przedstawiają równania (11) i (12):

$$CCF_t = FCF_t + k_D TD_0, \text{ dla } t = 1, \quad (11)$$

$$CCF_t = FCF_t + k_D T(D_{t-2} - \Delta D_{t-1}), \text{ dla } t = 2, \dots, \infty. \quad (12)$$

Zgodnie z metodą skorygowanej wartości bieżącej wartość bieżącą wolnych przepływów środków pieniężnych uzyskuje się poprzez dyskontowanie stopą kosztu kapitału przy samofinansowaniu. Zakłada się, że stopa kosztu kapitału obcego dobrze odzwierciedla wielkość ryzyka inwestycji właścicieli kapitału obcego oraz wielkość ryzyka przypisanego odsetkowym tarczom podatkowym spółki. Oznacza to, że wartość bieżącą przepływu pieniężnego dla kapitału w okresie 1 oblicza się na podstawie równania:

$$PV(CCF_1) = \frac{FCF_1}{(1+k^*)} + \frac{k_D TD_0}{(1+k_D)}. \quad (13)$$

Ryzyko związane z wielkością przepływów środków pieniężnych oraz sposobem redystrybucji wolnych przepływów pieniężnych oznacza, że część przyszłych odsetkowych tarcz podatkowych będzie obciążona ryzykiem operacyjnym. Na przykład przy założeniu, że zmianę wartości długu w okresie 2 opisuje równanie (9), wartość bieżącą przepływów pieniężnych dla kapitału w okresie 2 oblicza się za pomocą następującego równania:

$$PV(CCF_2) = \frac{FCF_2}{(1+k^*)^2} + \left( \frac{k_D TD_0 (1+k_D)}{(1+k_D)^2} \right) - \left( \frac{k_D T (FCF_1)}{(1+k^*)(1+k_D)} \right) + \left( \frac{k_D^2 TD (1-T)}{(1+k_D)^2} \right) \quad (14)$$

lub

$$PV(CCF_2) = \frac{FCF_2}{(1+k^*)^2} + \frac{k_D T (D_{t-1} - PV(\Delta D_1))}{(1+k_D)}. \quad (15)$$

Dla przepływów od  $t = 2, \dots, \infty$  wartość bieżącą przepływów można przedstawić za pomocą równania:

$$PV(CCF_t) = \frac{FCF_t}{(1+k^*)^t} + \frac{k_D T \left( D_{t-1} - \sum_{i=1}^{t-1} PV(\Delta D_i) \right)}{(1+k_D)}. \quad (16)$$

Wartość przepływów pieniężnych dla kapitału wymaga znajomości tychże przepływów z okresu poprzedniego. Wartość bieżącą wszystkich przepływów pieniężnych dla kapitału uzyskuje się dzięki metodzie iteracyjnej. Należy zwrócić uwagę, że dobór stóp dyskontowych dla przepływów związanych z wolnymi przepływami środków pieniężnych zależy od momentu ich realizacji. Na przykład

pierwsza składowa prawej strony równania (12) przedstawia zdyskontowaną wartość wolnego przepływu pieniężnego uzyskanego pod koniec okresu 2. Dlatego przepływ ten jest dyskontowany stopą kosztu kapitału przy samofinansowaniu przez dwa okresy (tj. dwa okresy zwiększonego ryzyka związanego z poziomem wolnego przepływu pieniężnego w okresie 2). Natomiast trzecia składowa równania (12) przedstawia bieżącą wartość odsetkowej tarczy podatkowej, której spółka nie uzyska, ponieważ część wolnego przepływu z okresu 1 została przeznaczona na spłatę zobowiązań. Poziom ryzyka związanego z wolnym przepływem pieniężnym w tej części równania (12) zredukował się do poziomu reprezentowanego przez stopę kosztu kapitału obcego pod koniec okresu 1. Z tego powodu utracone korzyści podatkowe wynikające ze spłaty zadłużenia są dyskontowane w okresie 1 stopą kosztu kapitału przy samofinansowaniu, a w następnym przez stopę kosztu kapitału obcego. Podobne rozumowanie stosuje się w doborze stopy dyskonta pozostałych składowych przepływów dla kapitału.

Poniższy przykład pokazuje, jak redystrybucja wolnych przepływów pieniężnych wpływa na sposób kalkulacji skorygowanej wartości obecnej. Pomimo korzyści związanych z przyjęciem założenia o wykorzystaniu stopy kosztu przy samofinansowaniu jako stopy dyskonta odsetkowych tarcz podatkowych w przykładzie przyjęto założenie, że w najbliższym okresie analizy jako stopę dyskontową wykorzystana zostanie stopa kosztu kapitału obcego. Powodem przyjęcia tego założenia jest fakt, że przy niepewnej wielkości przyszłego poziomu zadłużenia odsetkowe tarcze podatkowe są ujemnie skorelowane z wolnymi przepływami pieniężnymi. Można wykazać, że  $\text{cov}(Tk_D D_t, FCF_t) = -Tk_D \text{var}(FCF_t)$ . Oznacza to, że odsetkowa tarcza podatkowa powinna być dyskontowana stopą niższą od stopy kosztu kapitału przy samofinansowaniu.

### Przykład

Spółka X, która zakończyła proces akwizycji poprzez wykup lewarowany, zamierza zmienić sposób swojego finansowania w następnych pięciu okresach. Obecnie spółka wykorzystuje 22 mln kredytu, co stanowi 80,0% wartości przedsiębiorstwa. Wypracowane w poszczególnych okresach wolne przepływy środków pieniężnych zostaną przeznaczone na: zapłatę odsetek, wypłatę dywidendy, inwestycje krótkoterminowe mające zapewnić odpowiedni poziom płynności finansowej oraz spłatę zadłużenia. Dywidenda wypłacana na koniec okresu będzie stanowić 5% wielkości wolnego przepływu pieniężnego. Wymagana na początku okresu wielkość inwestycji krótkoterminowych o wysokim stopniu płynności stanowi 2% wolnych przepływów środków pieniężnych. Inwestycje krótkoterminowe dają dochód 5% rocznie. Stopa kosztu kapitału przy samofinansowaniu równa jest 17%, a stopa kosztu kapitału obcego to 12%. Oczekiwane poziomy wolnych przepływów pieniężnych dla spółki X przedstawiono w tab. 1.

Po pięciu latach analizy (w okresie prognostycznym) zmiany w sposobie finansowania będą przebiegać tak, aby można było utrzymać wskaźnik zadłużenia na docelowym poziomie ok. 50%. Przyjęcie założenia o utrzymaniu docelowego

Tabela 1. Harmonogram spłaty zadłużenia oraz wyznaczenie wartości spółki X (w tys. zł)

1	Numer okresu	0	1	2	3	4	5
2	Wolny przepływ pieniężny		2500,00	2900,00	3300,00	3550,00	3800,00
3	Dochód z inwestycji krótkoterminowych		6,25	7,25	8,25	8,88	9,50
4	Inwestycje krótkoterminowe	125,00	145,00	165,00	177,50	190,00	197,60
5	Zmiana inwestycji krótkoterminowych		20,00	20,00	12,50	12,50	7,60
6	Dywidenda		250,00	290,00	330,00	355,00	380,00
7	Przepływ pieniężny ( $CF_t$ )		2236,25	2597,25	2965,75	3191,38	3421,90
8	$k_dTD$		528,00	525,02	513,09	491,16	461,72
9	$k_dD(1-T)$		2112,00	2100,07	2052,34	1964,66	1846,89
10	Spłata zadłużenia		124,25	497,18	913,41	1226,72	1575,01
11	Poziom zadłużenia	22 000,00	21 875,75	21 378,57	20 465,16	19 238,45	17 663,44
12	$PV(CF_t)$			1897,33	1851,73	1703,08	1560,77
13	$PV(k_dD_t(1-T))$			1681,48	1482,82	1292,32	1118,65
14	$PV(\delta D_t)$		25,61	215,85	368,91	410,75	442,11
15	$\sum PV(\delta D_t)$		25,61	241,46	610,37	1021,12	1463,23
16	$CCF_t$		2764,25	3122,27	3478,84	3682,54	3883,62
17	$PV(CCF_t)$		2382,75	2368,21	2317,98	2161,43	2010,31
18	Wartość rezydualna						
19	WACC w okresie prognostycznym						15,88%
20	Wartość rezydualna						33 257,68
21	Skorygowana wartość obecna (APV)	27 775,63					

Źródło: opracowanie własne.

wskaźnika zadłużenia pozwala na zastosowanie formuły obliczeniowej zaproponowanej przez J.A. Milesa i J.R. Ezzella. W okresie prognostycznym wolne przepływy pieniężne będą się zwiększać o 4% rocznie, a stopa kosztu kapitału obcego będzie wynosić 10%. Wartość rezydualna wyznaczona na koniec okresu 5, jako suma renty rosnącej ze stałą stopą, zostanie zdyskontowana przez pierwsze 5 okresów stopą kosztu przy samofinansowaniu.

W tym modelu wyceny występują inwestycje krótkoterminowe, które w tradycyjnych metodach dochodowych są analizowane zazwyczaj jako zmiana kapitału pracującego netto. Tym samym ich wielkość została uwzględniona w strukturze kapitału, co oznacza, że źródło ich finansowania wpływa na stopę WACC. W konsekwencji dochód z inwestycji krótkoterminowych powiększa wolny przepływ pieniężny.

Wiersze od 2 do 11 pozwalają na prześledzenie harmonogramu spłaty kredytu w 5 okresach. W wierszu 5 znajdują się informacje o wielkości przepływów pieniężnych, którymi można obsłużyć spłatę odsetek i zadłużenie ( $CF'$ ). Tym samym przepływ dla kapitału nie jest zdefiniowany w sposób tradycyjny, ale jest sumą przepływu  $CF'$  i odsetkowej tarczy podatkowej. Tak skorygowany przepływ pieniężny dla kapitału jest w dalszej części tabeli oznaczany jako  $CCF'$ .

Wiersze tabeli od 12 do 21 pokazują mechanizm wyceny przedsiębiorstwa. Wycena przedsiębiorstwa polega na dyskontowaniu przepływów oznaczonych przez  $CCF'$ . Część  $CCF'$  stanowią  $CF'$  dyskontowane stopą kosztu kapitału przy samofinansowaniu. Pozostała część – odsetkowa tarcza podatkowa – z wyjątkiem przepływu w okresie 1, nie ma jednej, homogenicznej stopy dyskonta. Zgodnie z równaniem (15) każdy z przepływów przeznaczony na spłatę zadłużenia ma inną stopę dyskontową.

W zaprezentowanym przykładzie korzyści wynikające z efektu synergii oraz skutki działań restrukturyzacyjnych są uwzględniane w wolnych przepływach pieniężnych.

#### 4. Zakończenie

Należy podkreślić, że powyższa metoda obliczania skorygowanej wartości bieżącej jest poprawna metodologicznie, ponieważ spełnia postulat o uwzględnieniu ryzyka poszczególnych składowych przepływów środków pieniężnych w stopie dyskontowej. Jeżeli wielkość zmiany poziomu zadłużenia (wielkość odsetkowych tarcz podatkowych) nie ma istotnego wpływu na wartość przedsiębiorstwa, to stosowanie jednolitych stóp dyskonta dla odsetkowych stóp podatkowych nie powinno prowadzić do znaczących błędów.

Model skorygowanej wartości bieżącej zaprezentowany w artykule pokazuje uproszczony schemat wyceny. Przedstawiono tu wpływ korzyści podatkowych związanych z wykorzystaniem zmiany sposobu finansowania na wartość przedsiębiorstwa. Założono, że stopa kosztu kapitału przy samofinansowaniu (odzwierciedlająca poziom ryzyka operacyjnego) nie zmienia się pod wpływem zmian w sposobie fi-

nansowania. Oznacza to, że zmiana ryzyka finansowego wywołana efektem dźwigni finansowej nie powoduje zmiany ryzyka operacyjnego. Stosowanie w szacunku wartości przedsiębiorstwa reguły odseparowania skutków decyzji finansowych stawia przed analitykiem finansowym wymagania, którym nie jest łatwo sprostać. Na przykład kapitał finansujący transakcję może powodować finansowe konsekwencje w ściśle określonych warunkach w przyszłości, a całą specyfikę umowy z kapitałodawcą należy sprowadzić wyłącznie do oczekiwanej stopy zwrotu z kapitału.

W artykule nie ma bezpośrednich wskazań dotyczących sposobu szacowania stopy kosztu kapitału z poszczególnych źródeł finansowania. Przyjęto, że wymagane stopy zwrotu z kapitału są znane, co najwyżej należy poddać je modyfikacjom wynikającym ze specyfiki modelu wyceny. Jednym z parametrów finansowych, który najtrudniej oszacować, jest stopa kosztu kapitału przy samofinansowaniu, ponieważ nie można go uzyskać w wyniku obserwacji rynku kapitałowego. Dane pozyskane w wyniku obserwacji rynku kapitałowego należy zmodyfikować zgodnie z założeniami przyjętymi w modelu wyceny przedsiębiorstwa.

## Literatura

- Miles J.A., Ezzell J.R., *The weighted average cost of capital, perfect capital markets, and project life*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1980, no 15.
- Modigliani F., Miller M., *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, „American Economic Review”, June 1958.
- Modigliani F., Miller M., *Taxes and the cost of capital: a correction*, „American Economic Review”, June 1963.
- Myers S.C., *Interactions of corporate finance and investment decisions – implications for capital budgeting*, „Journal of Finance” 1974, no 29.
- Słoński T., *Iteracyjna technika wyznaczania struktury kapitału w modelu skorygowanej wartości netto (APV)*, [w:] *Zarządzanie finansami. Finansowanie przedsiębiorstw w Unii Europejskiej*, Szczecin 2004.

### **CONSIDERING THE WAY OF FREE CASH FLOW REDISTRIBUTION IN THE CALCULATION OF TAX SHIELD INTEREST VALUE IN THE METHOD OF ADJUSTED PRESENT VALUE (APV)**

**Summary:** APV is an enterprise valuation method which uses discounted cash flows. This valuation method allows to evaluate the impact of a firm's financing decisions on its value. Although the financial flows are analyzed separately no interdependence between financial and operating decisions is assumed. In this article, the impact of operating flows on financing decisions is incorporated into valuation model. This approach is useful in valuation of the restructuring firm which exhausts all its debt capacity. The article includes the example of a company's valuation evolved into leveraged buy-out process. In this case market value of companies is usually evaluated using comparables valuation. The technique presented in the article allows to determine fundamental value of leveraged buy-out transaction.