

**Bogumiła Brycz**

Politechnika Wrocławska

---

## WOLNE PRZEPIŁYWY PIENIĘŻNE – BRAK ZGODNOŚCI W DEFINIOWANIU I POMIARZE

---

**Streszczenie:** Zagadnienie wolnych przepływów pieniężnych jest dobrze znane i szeroko opisywane w literaturze z zakresu wyceny przedsiębiorstw, jednakże przy wnikliwej analizie prezentowanych tam sposobów pomiaru owych przepływów można zauważyć różnice w poglądach poszczególnych autorów. W artykule autorka wskazuje właśnie na występujące w literaturze różnice w definiowaniu i pomiarze wolnych przepływów pieniężnych, a następnie rozważa, jakie są przyczyny oraz konsekwencje (dla wyceny firmy) różnego definiowania tych przepływów.

**Słowa kluczowe:** wolne przepływy pieniężne, wycena przedsiębiorstwa, metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych.

### 1. Wstęp

Wartość ekonomiczna przedsiębiorstwa zdeterminowana jest jego zdolnością do generowania strumieni pieniężnych. Owe strumienie określa się mianem wolnych przepływów pieniężnych (*free cash flow*), bowiem wskazują one, ile gotówki wygenerowanej w toku prowadzonej działalności gospodarczej pozostaje przedsiębiorstwu do swobodnego rozdysponowania wśród inwestorów (po pokryciu wszystkich niezbędnych wydatków inwestycyjnych). Podstawowe znaczenie w procesie szacowania wyróżnionej kategorii wartości ma metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (*Discounted Cash Flow Method* – DCF), jednakże w rozważaniach teoretycznych niejednokrotnie podkreśla się, iż praktyczne zastosowanie tej metody wyceny wiąże się z licznymi problemami, które przede wszystkim wynikają z konieczności sporządzenia wiarygodnych szacunków owych przepływów pieniężnych oraz stopy dyskontowej odzwierciedlającej ryzyko związane z tymi przepływami. Ponadto, ponieważ w praktyce wykształciły się różne odmiany wolnych przepływów pieniężnych (i tym samym różne modele wyceny oparte na metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych), w literaturze dużo uwagi poświęca się również problemowi dopasowania stopy dyskontowej do przyjętej formy wolnych strumieni gotówkowych, podkreślając przy tym, że różne modele wyceny powinny doprowadzić do takiego samego wyniku.

Niewątpliwie jakość wyceny zależy od jakości prognoz wolnych przepływów pieniężnych, jednakże punktem wyjścia dla sporządzenia tej prognozy jest właściwe zdefiniowanie wolnych przepływów pieniężnych, czyli dokładne określenie poszczególnych składników owych przepływów. Niestety, mimo iż zagadnienie wolnych przepływów pieniężnych jest dobrze znane i szeroko opisywane w literaturze, to przy wnikliwej analizie prezentowanych tam sposobów pomiaru owych przepływów można zauważyć różnice w poglądach poszczególnych autorów. Zwłaszcza wśród autorów nie ma zgodności odnośnie do definiowania takich podstawowych czynników kształtujących wolne przepływy pieniężne, jak inwestycje w aktywa trwałe oraz inwestycje w kapitał obrotowy netto (nazywany też kapitałem pracującym). W związku z tym celem artykułu jest zwrócenie uwagi na występujące w literaturze różnice w definiowaniu i pomiarze wolnych przepływów pieniężnych oraz próba wyjaśnienia przyczyn ich występowania, a jest to o tyle istotne, iż niejednoznaczne określenie podstawowych składników wolnych przepływów pieniężnych może być powodem błędów w procesie wyceny przedsiębiorstwa. Dla osiągnięcia tego celu w pierwszej części artykułu zostaną zidentyfikowane różnice w definiowaniu wolnych przepływów pieniężnych, z jakimi można się spotkać w literaturze przedmiotu, a następnie zostaną podane prawdopodobne przyczyny oraz konsekwencje (dla wyceny firmy) różnego definiowania tych przepływów, na koniec zaś poruszony zostanie problem wyboru sposobu wyznaczania wolnych strumieni pieniężnych, który należałoby zastosować w procesie wyceny przedsiębiorstwa.

## **2. Identyfikacja różnic w definiowaniu wolnych przepływów pieniężnych**

W rozważaniach teoretycznych poświęconych wycenie przedsiębiorstwa metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych najczęściej wymienia się siedem głównych czynników determinujących jego wartość (po raz pierwszy zidentyfikowanych przez A. Rappaporta, a określanych też jako nośniki wartości). Są to mianowicie (zob. [Black, Wright, Bachman 2000, s. 56; Mills 2005, s. 27; Rappaport 1999, s. 40-42, 65]):

- stopa wzrostu sprzedaży,
- marża zysku operacyjnego,
- gotówkowa stopa podatku dochodowego,
- inwestycje w kapitał obrotowy netto,
- inwestycje w majątek trwały,
- koszt kapitału,
- okres wzrostu wartości (okres przewagi konkurencyjnej, okres planowania).

Spośród tych najważniejszych czynników kształtujących wartość przedsiębiorstwa pięć pierwszych znajduje odzwierciedlenie w składnikach wolnych przepływów pieniężnych, natomiast koszt kapitału stanowi właściwą stopę dyskontową wykorzystywaną w celu oszacowania aktualnej wartości owych przepływów pie-

nieżnych. Ogólnie wolne przepływy pieniężne odzwierciedlają strumienie gotówki generowane przez przedsiębiorstwo, które będzie można przeznaczyć dla inwestorów. W praktyce jednak wykształciły się różne odmiany owych przepływów, a do najczęściej stosowanych należą:

- wolne przepływy pieniężne dla przedsiębiorstwa (*Free Cash Flow to the Firm* – FCFF);
- wolne przepływy pieniężne dla kapitału (*Free Cash Flow to Capital* – FCFC);
- wolne przepływy pieniężne dla właścicieli (*Free Cash Flow to Equity* – FCFE).

Niewłaściwe definiowanie wyróżnionych form strumieni pieniężnych i tym samym niewłaściwy sposób ich pomiaru mogą być przyczyną błędów przy wycenie przedsiębiorstwa. Niestety, jak wspomniano we wstępie, wśród autorów nie ma zgodności odnośnie do definiowania poszczególnych składników wolnych strumieni pieniężnych, a dokładnie inwestycji w aktywa trwałe oraz inwestycji w kapitał obrotowy netto.

A. Damodaran dokonuje podziału składników majątkowych przedsiębiorstwa na aktywa o charakterze operacyjnym oraz nieoperacyjnym i uważa, że w wolnych strumieniach gotówkowych należy uwzględniać wyłącznie wpływy i wydatki dotyczące aktywów wykorzystywanych w działalności operacyjnej przedsiębiorstwa, natomiast aktywa nieoperacyjne powinny podlegać odrębnej wycenie [Damodaran, *Dealing...*]. Według S.Z. Benninga i O.H. Sarig, pojęcie wolnych przepływów pieniężnych odnosi się do operacyjnej działalności przedsiębiorstwa i dlatego: „Jeżeli, na przykład, firma posiada takie aktywa nieoperacyjne, jak gotówka lub papiery wartościowe przeznaczone do obrotu, i są one ujmowane w bilansie jako część pozycji „majątek obrotowy”, zmiana kapitału obrotowego nie powinna obejmować zmiany wartości tych aktywów” [Benninga, Sarig 2000, s. 129]; „Rzecz jasna, pozycja 'gotówka' może się wiązać ze sprzedażą (na przykład gotówka „trzymana w kasie” u detalisty). W takich przypadkach operacyjną część gotówki powinno się włączyć do majątku obrotowego, natomiast jej nadwyżka – gotówka, którą można rozdzielić jako dywidendę, nie zakłócając zwykłej działalności firmy – nie powinna być częścią majątku obrotowego” [Benninga, Sarig 2000, s. 123]. Podobnie w tym względzie wypowiadają się też m.in. T. Copeland, T. Koller i J. Murrin oraz S.D. Young i S.F. O’Byrne (zob. [Copeland, Koller, Murrin 2000, s. 168-170; Young, O’Byrne 2001, s. 126]). Z prowadzonych przez autorów rozważań wynika, że do aktywów nieoperacyjnych zaliczają przede wszystkim nadwyżkowe środki pieniężne, krótkoterminowe papiery wartościowe i finansowe aktywa trwałe. Oznacza to, że zmiany w poziomie tych składników majątkowych nie są przez nich uwzględniane przy obliczaniu wolnych przepływów pieniężnych w ramach inwestycji w aktywa trwałe i kapitał pracujący.

Odmienny pogląd na temat szacowania wolnych przepływów pieniężnych prezentują np. tacy autorzy, jak I. Vélez-Pareja, J. Tham oraz R.E. Shrieves i J.M. Wachowicz. Nie dokonują oni rozróżnienia pomiędzy inwestycjami w aktywa o cha-

rakterze operacyjnym oraz nieoperacyjnym i w rezultacie twierdzą, że inwestycje w kapitał pracujący powinny obejmować wszystkie składniki aktywów obrotowych, a więc również nadwyżki środków pieniężnych i krótkoterminowych papierów wartościowych [Shrieves, Wachowicz 2001, s. 35 i nast.; Tham, Vélez-Pareja 2004, s. 8-9; 2005a, s. 21; 2005b, s. 1-5]. Jak podkreśla I. Vélez-Pareja, kapitał pracujący jest, zgodnie z definicją, rozumiany jako „(..) różnica między aktywami bieżącymi i zobowiązaniami bieżącymi. W tym przypadku aktywa bieżące obejmują wszystkie pozycje wchodzące w skład tej pozycji. Przede wszystkim obejmują gotówkę, należności, zapasy i papiery wartościowe” [Vélez-Pareja 2005b, s. 4-5]. Podobnie są autorzy, którzy uważają, że inwestycje w aktywa trwałe powinny obejmować nie tylko rzeczowe aktywa trwałe, wartości niematerialne i prawne, ale również aktywa finansowe (zob. np. [Cwynar, Cwynar 2002, s. 133]).

### **3. Przyczyny i konsekwencje różnego definiowania wolnych przepływów pieniężnych**

Z czego wynikają różnice pomiędzy autorami reprezentującymi omówione powyżej dwa odmienne poglądy odnośnie do wyznaczania wolnych przepływów pieniężnych? Otóż prawdopodobnie wynikają one z różnego sposobu postrzegania tych przepływów. Jak podaje S.Z. Benninga i O.H. Sarig, pojęcie wolnych przepływów pieniężnych odnosi się do „przepływów gotówkowych generowanych przez działalność gospodarczą przedsiębiorstwa, które mogą zostać rozdzielone wśród wszystkich dostawców kapitału” [Benninga, Sarig 2000, s. 43]. Określenie „mogą” oznacza, że są to wszystkie środki pieniężne wypracowane przez przedsiębiorstwo, których rozdzielenie wśród dawców kapitału nie spowoduje zakłóceń w prowadzonej działalności gospodarczej. Podobnie uważa A. Damodaran, podkreślając, że wolne przepływy pieniężne dla właścicieli (FCFE) wyrażają ilość gotówki, jaką przedsiębiorstwo będzie w stanie wypłacać właścicielom; „FCFE to maksymalna kwota, jaką firma może przeznaczyć na dywidendę” [Damodaran 2007, s. 1058]. Innymi słowy, strumienie FCFE odzwierciedlają maksymalne środki pieniężne, jakie w przyszłości będzie można przekazać właścicielom, ale nie oznacza to wcale, że środki te rzeczywiście będą im wypłacone. W praktyce, jak podaje autor, gotówka wypłacana właścicielom, czy to w formie dywidendy, czy też wykupu akcji, najczęściej nie pokrywa się z wartością przepływów FCFE. Wynika to po pierwsze z tego, że przedsiębiorstwa chcą utrzymywać rezerwy środków pieniężnych, aby ograniczyć zmiany poziomu wypłacanej dywidendy nawet, jeśli ich zyski charakteryzują się dużą zmiennością. Po drugie, przedsiębiorstwa mogą gromadzić nadwyżki środków pieniężnych i ich ekwiwalentów, gdyż oczekują znacznych inwestycji w przyszłości lub też pojawienia się innych nieprzewidzianych wydatków. Po trzecie, firmy decydują się na wypłacanie mniejszych dywidend, niż jest to możliwe w sytuacji, gdy otrzymywanie dywidend przez właścicieli nie jest korzystne z podatkowego punktu widzenia. I wreszcie menedżerowie decydują się na zatrzymywanie części środków

pieniężnych w przedsiębiorstwie, ponieważ ich głównym celem jest budowanie imperium, powiększanie firmy, a w innych przypadkach troska o utrzymanie płynności finansowej i kontroli nad przedsiębiorstwem w okresach zmniejszonego zysku [Damodaran 2006, s. 115]. Podsumowując, można stwierdzić, iż tacy autorzy, jak S.Z. Benninga, O.H. Sarig, A. Damodaran, postrzegają wolne przepływy pieniężne jako strumienie gotówki generowane przez przedsiębiorstwo w ramach przyszłej działalności operacyjnej, które, według przewidywań, będą potencjalnie dostępne dla inwestorów. A zatem jeżeli działalność gospodarcza wymaga przeprowadzenia określonych inwestycji, to wówczas środki potrzebne do ich sfinansowania nie mogą być wypłacone dawcom kapitału i dlatego przy obliczaniu wolnych przepływów pieniężnych należy je odjąć. Jeżeli natomiast przedsiębiorstwo utrzymuje nadwyżki środków pieniężnych i inwestuje w krótkoterminowe papiery wartościowe, czyli generalnie dokonuje inwestycji, które nie są wymagane z punktu widzenia prowadzonej działalności operacyjnej, to tego rodzaju inwestycje nie są uwzględniane przy obliczaniu wolnych przepływów pieniężnych. Zainwestowane w ten sposób środki pieniężne stanowią „nadwyżkę płynności przedsiębiorstwa” [Benninga, Sarig 2000, s. 67], zostały one wypracowane przez przedsiębiorstwo i tak naprawdę można byłoby je przeznaczyć na wypłatę dla inwestorów, nie zakłócając przy tym zwykłej działalności przedsiębiorstwa. Jakie są konsekwencje takiego sposobu definiowania wolnych strumieni pieniężnych? Otóż należy zauważyć, iż zgodnie z prezentowanym podejściem w strumieniach tych ujmowane są wyłącznie przepływy pieniężne generowane przez aktywa wykorzystywane w działalności operacyjnej przedsiębiorstwa, czyli przy obliczaniu wolnych strumieni gotówkowych nie uwzględnia się przepływów związanych z aktywami nieoperacyjnymi, jak np. przychodów finansowych generowanych przez aktywa finansowe. Jednakże w związku z tym wycena przedsiębiorstwa nie kończy się na oszacowaniu wartości bieżącej wolnych przepływów pieniężnych (R.W. Mills określa ją jako wartość biznesu [Mills 2005, s. 50]). Mianowicie do wartości oszacowanej przez zdyskontowanie wolnych przepływów pieniężnych trzeba dodać wartość aktywów nieoperacyjnych, z których dochody nie są uwzględniane w wolnych przepływach pieniężnych. Jak podaje M. Michalski, „(...) zdyskontowana wartość przyszłych wolnych strumieni gotówkowych nie obejmuje wartości związanej z posiadanymi papierami wartościowymi przeznaczonymi do obrotu, istniejącym nadwyżkowym saldem gotówki i innymi aktywami niezwiązanymi z główną działalnością operacyjną. Wiadomo, że aktywa te mają określoną wartość, a zatem ustalając całkowitą wartość przedsiębiorstwa, nie można od nich abstrahować” [Michalski 2001, s. 88]. Oczywiście, poza wyróżnionymi nadwyżkami środków pieniężnych, krótko- i długoterminowymi papierami wartościowymi, przedsiębiorstwa mogą posiadać jeszcze inne aktywa o charakterze pozaoperacyjnym, jak np. niewykorzystywane składniki rzeczowego majątku trwałego. Ponieważ aktywa te nie generują przepływów pieniężnych, dlatego też niezależnie od tego, jaką mają wartość, nie znajdzie ona odzwierciedlenia w wartości oszacowanej na podstawie zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych. Wyceniając przed-

siębiorstwo, należy więc odrębnie oszacować wartość owych aktywów, a można to uczynić albo na podstawie ich bieżącej wartości rynkowej, albo też, opierając się na prognozowanych przepływach pieniężnych, jakie byłyby generowane przy założeniu właściwego wykorzystania tych aktywów [Damodaran 2006, s. 363-364].

Jak natomiast postrzegają wolne przepływy pieniężne zwolennicy drugiego z przedstawionych poglądów na temat sposobu obliczania inwestycji w owych przepływach pieniężnych? Otóż I. Vélez-Pareja podaje, że wolne przepływy pieniężne są to strumienie gotówki dostępne do swobodnego rozdysponowania wśród dostarczycieli kapitału, ale które są im faktycznie przekazywane. Innymi słowy, wolne przepływy pieniężne dla właścicieli powinny odzwierciedlać gotówkę, która jest faktycznie wypłacana właścicielom (zob. [Vélez-Pareja 2005a, s. 17; 2007, s. 19; 2005b]). Jeżeli przedsiębiorstwo utrzymuje nadwyżki środków pieniężnych lub inwestuje je w papiery wartościowe, to chociaż środki te można byłoby przekazać właścicielom (nie zakłócając przy tym zwykłej działalności przedsiębiorstwa), w rzeczywistości nie są one im wypłacane i w związku z tym nie powinny być zawarte w wolnych przepływach pieniężnych dla właścicieli [Tham, Vélez-Pareja 2004, s. 8-9]. W tym przypadku wolne przepływy pieniężne nie są to wszystkie potencjalne strumienie gotówki, jakie mogą być rozdzielone wśród inwestorów, ale tylko te, które są im ostatecznie faktycznie przekazywane. Jakie są zatem konsekwencje takiego sposobu definiowania wolnych strumieni pieniężnych? Otóż z jednej strony przy obliczaniu wolnych strumieni pieniężnych odejmuje się środki pieniężne, które są inwestowane w aktywa finansowe, ale z drugiej strony w strumieniach tych uwzględnia się korzyści osiągane z tytułu owych inwestycji, czyli przychody finansowe [Vélez-Pareja 2005a, s. 20-23].

Podsumowując powyższe rozważania na temat dwóch różnych sposobów postrzegania i w rezultacie szacowania wolnych przepływów pieniężnych, należy jeszcze zauważyć, że niestety nie wszyscy autorzy prezentują jednoznaczne stanowisko w tej kwestii. Mianowicie część autorów przy definiowaniu i pomiarze wolnych przepływów pieniężnych posługuje się tylko ogólnymi kategoriami inwestycji w aktywa trwałe i kapitał obrotowy netto, nie precyzując, jakie pozycje należy uwzględniać w ramach tych inwestycji (zob. [Jaki 2004, s. 100-101; *Metody wyceny...* 2006, s. 269; Nita 2007, s. 67-88; Stalmach 2005, s. 145-148]). Jeśli chodzi o inwestycje w kapitał pracujący, to bardzo często autorzy, omawiając ten składnik wolnych przepływów pieniężnych, definiują kapitał pracujący jako różnicę pomiędzy aktywami obrotowymi i zobowiązaniami bieżącymi [Szczepankowski 2007, s. 69]. Ponadto taka definicja kapitału pracującego jest powszechnie akceptowana w teorii finansów przedsiębiorstw (zob. [Brigham, Houston 2005, s. 243; Ross, Westerfield, Jordan 1999, s. 609]). Można więc wnioskować, iż w ramach inwestycji dotyczących kapitału pracującego należy uwzględniać zmiany poziomu wszystkich składników aktywów obrotowych, a nie tylko tych, które są niezbędne z punktu widzenia działalności operacyjnej przedsiębiorstwa. Niemniej jednak takie nieprecyzyjne definiowanie wyróżnionych składników wolnych przepływów pieniężnych może przyczyniać

się do popełniania błędów podczas wyceny przedsiębiorstwa. Jak bowiem wynika z wcześniejszych rozważań, jednoznaczne określenie, czy w szacunkach wolnych przepływów pieniężnych uwzględnia się tylko inwestycje w aktywa wykorzystywane w działalności operacyjnej, czy może również inwestycje w aktywa finansowe, warunkuje sposób traktowania przychodów finansowych osiąganych z tytułu tych ostatnich. A zatem jeżeli w wolnych strumieniach gotówkowych uwzględnia się wszystkie inwestycje, to konsekwentnie powinno się uwzględniać wszystkie generowane z tytułu tych inwestycji przepływy pieniężne, a więc również przychody finansowe, ale wobec tego należy pamiętać, że dodanie do zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych wartości rynkowej owych aktywów finansowych będzie wówczas prowadziło do podwójnego ich uwzględnienia. Zdarza się natomiast, że w rozważaniach teoretycznych poświęconych modelom wyceny opartym na wolnych przepływach pieniężnych brak konsekwencji w tym względzie. Na przykład w literaturze przedmiotu (zob. [Cwynar, Cwynar 2002, s. 122-146]) prezentowana jest definicja, zgodnie z którą wartość przedsiębiorstwa to „wartość biznesu powiększona o wartość inwestycji nieoperacyjnych (np. papierów wartościowych przeznaczonych do obrotu)”, a zatem sugeruje się odrębną wycenę aktywów nieoperacyjnych. O ile jednak autorzy podają, że inwestycje w kapitał obrotowy, kształtujące poziom wolnych przepływów pieniężnych, powinny odzwierciedlać zmiany wartości zapasów, należności oraz zobowiązań krótkoterminowych, czyli wyłączają oni inwestycje w krótkoterminowe aktywa finansowe (nie mówiąc przy tym w ogóle o wymaganym minimalnym poziomie środków pieniężnych), o tyle zalecają, aby w ramach inwestycji w majątek trwały były też uwzględniane aktywa finansowe. Wobec powyższego niezrozumiałe jest jeszcze, dlaczego w przykładach prezentujących sposób obliczania przepływów FCFF i FCFE uwzględniane są inwestycje, które dotyczą nie tylko całych aktywów trwałych, ale również całego kapitału pracującego, a jednocześnie tylko w przepływach FCFE ujmowane są przychody finansowe.

#### **4. Wybór sposobu wyznaczania wolnych przepływów pieniężnych**

Zaprezentowane powyżej rozważania koncentrują się na omówieniu różnych sposobów postrzegania i szacowania wolnych przepływów pieniężnych. Warto zatem na koniec poczynić jeszcze kilka uwag na temat wyboru jednego z zaprezentowanych podejść, jakie należałoby zastosować w procesie wyceny przedsiębiorstwa. Należy zauważyć, że wybór pierwszego podejścia, czyli traktowanie nadwyżek środków pieniężnych i krótkoterminowych papierów wartościowych jako aktywów nieoperacyjnych, których wartość jest odrębnie szacowana, znacznie ułatwia wycenę przedsiębiorstwa, ograniczając możliwości popełnienia błędów. Wyróżnione kategorie aktywów zwykle charakteryzują się mniejszym ryzykiem niż podstawowa działalność operacyjna firmy. W związku z tym, jeżeli w wolnych strumieniach gotówkowych byłyby ujmowane przepływy pieniężne związane z tymi inwestycjami (np. generowane przez te inwestycje przychody), wówczas stopa dyskontowa wykorzystywana

do oszacowania bieżącej wartości wolnych przepływów gotówkowych powinna odzwierciedlać nie tylko ryzyko związane z aktywami o charakterze operacyjnym, ale również ryzyko związane z wyróżnionymi aktywami nieoperacyjnymi. Oznacza to, że w sytuacji, gdy zmienia się udział owych inwestycji w sumie aktywów, w wyniku czego następuje zmiana ryzyka, a tym samym kosztu kapitału w przedsiębiorstwie (zarówno średniego ważonego kosztu kapitału, jak i kosztu kapitału własnego), zawsze pojawia się potrzeba skorygowania stopy dyskontowej wykorzystywanej do oszacowania zaktualizowanej wartości wolnych przepływów pieniężnych. Z tego też powodu łatwiej jest osobno dyskontować wolne przepływy pieniężne generowane na działalności operacyjnej i przepływy pochodzące z aktywów nieoperacyjnych za pomocą stóp dyskontowych odzwierciedlających różne ryzyko związane z każdym z tych przepływów (por. [Copeland, Koller, Murrin 2000, s. 160-161; Damodaran, *Dealing...*]). Uważa się przy tym, że ponieważ inwestycje w krótkoterminowe papiery wartościowe charakteryzują się zerową wartością bieżącą netto (stopa zwrotu z przepływów generowanych przez te aktywa jest równa stopie dyskonta dla tych przepływów), zaktualizowana wartość dochodów generowanych przez te inwestycje odpowiada ich wartości rynkowej na dzień wyceny [Benninga, Sarig 2000, s. 240; Copeland, Koller, Murrin 2000, s. 161]. Do składników majątkowych o charakterze nieoperacyjnym zalicza się również długoterminowe aktywa finansowe, czyli udziały, akcje i inne papiery wartościowe<sup>1</sup>, które generują dochód w postaci odsetek, dywidend oraz zysków kapitałowych. Podobnie jak w przypadku krótkoterminowych papierów wartościowych, tak i w tym przypadku ze względu na różny poziom ryzyka, jaki wiąże się z tymi inwestycjami, zaleca się, aby dochód ten nie był ujmowany w wolnych przepływach pieniężnych. Zamiast tego, wyceniając przedsiębiorstwo, należy dodać do zdyskontowanych wolnych strumieni gotówkowych bieżącą wartość rynkową owych aktywów finansowych. W odniesieniu do firm, które posiadają stosunkowo niewiele udziałów w innych przedsiębiorstwach, ale za to są one znaczne, zaleca się, aby w pierwszej kolejności dokonać wyceny samego przedsiębiorstwa emitującego owe papiery wartościowe, a dopiero potem oszacować wartość tych papierów (proporcjonalnie do posiadanego udziału w kapitale własnym tego przedsiębiorstwa), zob. [Damodaran 2006, s. 352-357].

Warto również zauważyć, że odrębne szacowanie dwóch składników wartości przedsiębiorstwa, czyli wartości pochodzącej z aktywów operacyjnych i nieoperacyjnych, umożliwia pozyskanie dodatkowych informacji odnośnie do źródeł tworzenia tej wartości, pozwala na lepszy wgląd w działalność operacyjną firmy, co ma szczególne znaczenie w kontekście zarządzania wartością przedsiębiorstwa.

---

<sup>1</sup> Oczywiście nie dotyczy to instytucji finansowych, których przedmiotem działalności jest kupno i sprzedaż papierów wartościowych.



## 5. Podsumowanie

Niejednokrotnie w literaturze podaje się, iż dla dokonania wiarygodnego szacunku wartości przedsiębiorstwa niezmiernie ważne jest prawidłowe oszacowanie wolnych przepływów pieniężnych. Niestety przy głębszej analizie przedstawianych tam definicji owych przepływów pieniężnych okazuje się, że wśród autorów nie ma zgodności odnośnie do definiowania takich podstawowych składników strumieni pieniężnych, jak inwestycje w aktywa trwałe i inwestycje w kapitał pracujący, a przy tym niejednokrotnie kategorie te są definiowane w sposób mało precyzyjny, co może prowadzić do popełniania błędów przy wycenie przedsiębiorstwa. Przede wszystkim należy więc zwrócić uwagę na konsekwentne stosowanie pewnych rozwiązań. Miaowicie jeżeli zamierza się odrębnie szacować wartość aktywów wykorzystywanych w działalności operacyjnej przedsiębiorstwa i aktywów nieoperacyjnych, zaliczając do tych ostatnich krótkoterminowe papiery wartościowe i inne aktywa finansowe, to wówczas nie należy odejmować inwestycji w owe aktywa przy obliczaniu wolnych przepływów pieniężnych i jednocześnie nie należy uwzględniać w wolnych strumieniach gotówkowych przychodów finansowych generowanych przez te aktywa. Jeżeli natomiast aktywów finansowych nie zalicza się do aktywów nieoperacyjnych i nie dokonuje się ich oddzielnej wyceny, wówczas inwestycje w owe aktywa powinno się odjąć przy obliczaniu wolnych przepływów pieniężnych i jednocześnie powinno się uwzględnić w tych przepływach przychody finansowe generowane przez te aktywa. Warto przy tym zwrócić uwagę, że odrębne szacowanie wartości wytworzonej w ramach działalności operacyjnej przedsiębiorstwa i wartości pochodzącej z aktywów nieoperacyjnych jest uzasadnione, można bowiem w ten sposób pozyskać nie tylko informację o całkowitej wartości przedsiębiorstwa, ale także o źródłach jej tworzenia, co pozwala na lepszy wgląd w działalność operacyjną firmy. Jest to szczególnie istotne w kontekście możliwości wykorzystywania modelu wyceny jako narzędzia zarządzania. Ponadto opisywany sposób wyceny przedsiębiorstwa charakteryzuje się większą prostotą ze względu na różny poziom ryzyka związanego z aktywami o charakterze operacyjnym i nieoperacyjnym.

## Literatura

- Benninga S.Z., Sarig O.H., *Finanse przedsiębiorstwa: metody wyceny*, WIG-Press, Warszawa 2000.
- Black A., Wright P., Bachman J.E., *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy. Kształtowanie wyników działalności spółek*, Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2000.
- Brigham E.F., Houston J.F., *Podstawy zarządzania finansami*, Tom 2, PWE, Warszawa 2005.
- Copeland T., Koller T., Murrin J., *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, McKinsey & Company, Inc., New York 2000.
- Cwynar A., Cwynar W., *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje – systemy – narzędzia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002.
- Damodaran A., *Damodaran on Valuation. Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, John Wiley & Sons, New Jersey 2006.

- Damodaran A., *Dealing with Cash, Cross Holdings and Other Non-Operating Assets: Approaches and Implications*, <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
- Damodaran A., *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Helion, Gliwice 2007.
- Jaki A., *Wycena przedsiębiorstwa. Przesłanki, procedury, metody*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004.
- Metody wyceny spółki – perspektywa klienta i inwestora*, red. M. Panfil, A. Szablewski, Poltext, Warszawa 2006.
- Michalski M., *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG-Press, Warszawa 2001.
- Mills R.W., *Dynamika wartości przedsiębiorstwa dla udziałowców. Zasady i praktyka analizy wartości strategicznej*, ODiDK, Gdańsk 2005.
- Nita B., *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007.
- Rappaport A., *Wartość dla akcjonariuszy: poradnik menedżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa 1999.
- Ross S.A., Westerfield R.W., Jordan B.D., *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999.
- Shrieves R.E., Wachowicz J.M., *Free Cash Flow (FCF), Economic Value Added (EVA<sup>TM</sup>), and Net Present Value (NPV): a reconciliation of variations of Discounted-Cash-Flow (DCF) valuation*, „The Engineering Economist” 2001 vol. 46, no 1.
- Stalmach R., *Zarządzanie firmą w interesie akcjonariuszy*, Difin, Warszawa 2005.
- Szczepankowski P., *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2007.
- Tham J., Vélez-Pareja I., *Top 9 (Unnecessary And Avoidable) Mistakes in Cash Flow Valuation*, January 2004, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=496083](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=496083).
- Vélez-Pareja I., *Construction of Cash Flow Revisited*, September 2005a, <http://ssrn.com/abstract=784486>.
- Vélez-Pareja., *Once More, the Correct Definition for the Cash Flows to Value a Firm (Free Cash Flow and Cash Flow to Equity)*, October 2007, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=642763](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=642763).
- Vélez-Pareja I., *Why We Subtract the Change in Working Capital when Defining Cash Flow? A Pedagogical Note*, May 2005b, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=718741](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=718741).
- Young S.D., O’Byrne S.F., *EVA<sup>®</sup> and Value-Based Management. A Practical Guide to Implementation*, McGraw-Hill, New York 2001.

## FREE CASH FLOW – DISAGREEMENT OVER DEFINING AND MEASURING

**Summary:** The topic of free cash flow is well known and widely discussed in the business valuation literature, however when thoroughly analyzing the measurement of cash flow, one can notice that there are differences among individual authors. In this paper, the author presents that in the literature there is disagreement over defining and measuring free cash flow. Then, the author discusses what are reasons and consequences (for the firm valuation) of the differences in defining free cash flow.