

VBM A RYNKOWA I KSIĘGOWA WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA W TWORZENIU BOGACTWA DLA AKCJONARIUSZY

W artykule zaprezentowano ogólne założenia koncepcji VBM (Value Based Management). Przedstawiono księgowo (kosztowe), proste metody wyceny wartości przedsiębiorstwa takie jak: wartość księgowo, skorygowane aktywa netto oraz wartość likwidacyjną z uwzględnieniem ich zalet oraz wad. Szczególną uwagę poświęcono jednak złożonym metodom dochodowym, a zwłaszcza koncepcji EVA (Economic Value Added). W artykule pokazano, że dochodowe metody mają większe znaczenie od metod księgowych dla określenia Value Based Management. Jednakże dla akcjonariuszy dla tworzenia obecnej wartości ich zbioru budżetowego, ostatecznie powinna się liczyć wartość rynkowa kapitału (firmy) a nie metoda wyceny. Kryzys pożyczek typu subprime na rynku kredytów hipotecznych pokazuje, że prawdopodobnie nie ma uprzywilejowanych, wyłącznych metod tworzenia wartości dla akcjonariuszy

Wstęp. Ochrona interesów inwestorów i właścicieli przedsiębiorstw zrodziła koncepcję zarządzania wartością firmy. Wychodzi ona z założenia, że podstawowym celem działania organizacji jest wzrost jej wartości. Przedsiębiorstwo traktuje się tutaj jako inwestycję, która powinna dać odpowiedni wzrost zainwestowanego kapitału (*Wartość firmy*, 2004:51). Tworzenie i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa *Value Based Management* – VBM jest jedną z metod takiego postępowania. Rosnąca liczba przedsiębiorstw przyjmujących kreowanie wartości jako podstawowy cel swojej działalności, wynika również z zewnętrznego nacisku inwestorów – aktywnych akcjonariuszy – na kadre zarządzającą. Kolejną przesłanką za stosowaniem polityki kreowania wartości przez firmę jest osiągnięcie uznania i prestiżu przez kadre menedżerska. Zarządzanie wartością przyczynia się bowiem do sukcesu przedsiębiorstwa w długim okresie czasu. Obserwuje się także, że przedsiębiorstwa tworzące wartość mają lepszy dostęp do funduszy, które można wykorzystać dla potrzeb wzrostu i inwestycji. Długoterminowe skupienie się na tworzeniu wartości często jest drogą do wejścia w samo napędzające się koło jej kreowania, długoterminowej przewagi konkurencyjnej i satysfakcji pracowników (Monnery 2000:165).

Koncepcję VBM można określać od strony wyników oraz od strony wyników i procesów. Przykładami takich definicji są:

1) VBM to takie podejście do zarządzania, w którym przedsiębiorstwo kierując się maksymalizacją wartości dla akcjonariusza osiąga wyższe zwroty od kosztu kapitału, (Simms, 2001:34-35);

2) VBM jest konstrukcją polegającą na mierzeniu i zarządzaniu biznesem dla wykreowania wyższej długoterminowej wartości dla akcjonariuszy; efekty są mierzone w formie wyższych kursów akcji i wzrostu wielkości wypłaconych dywidend (Marsh, 1999:58-59);

3) VBM może obejmować niemal wszystko; ustawia pod kątem zwiększenia wartości dla akcjonariuszy strategię, politykę, pomiary osiągnięć, nagrody, organizację, procesy, zasoby ludzkie i systemy, które przyczyniają się do zwiększenia wartości dla akcjonariusza (Black, et al, 200:83);

4) VBM jest uznanym menedżerskim podejściem, które obejmuje redefinicję celów, struktur i systemów, ożywiających strategię i procesy operacyjne przewartościowujących praktyki zarządzania zasobami pracy; VBM nie jest szybką naprawą, lecz drogą wymagającą konsekwencji i zaangażowania (Boulos, et al., 2001:54).

Wprowadzenie do zarządzania opartego na wartości wymaga transformacji organizacji na wszystkich szczeblach. Najważniejsze jednak zmiany powinny pochodzić od góry. Decyzje podejmowane w firmie powinny być rozpatrywane z punktu widzenia wartości, w tym decyzje dotyczące kształtu przedsiębiorstwa, planowania portfela, alokacji zasobów, fuzji, dezinwestycji i przejęcia oraz elementów polityki finansowej. Przyjmuje się, że aby zarządzanie przez wartość było skuteczne musi istnieć zgodność pomiędzy czterema procesami (Marcinkowska, 2000:24) :

- planowaniem strategicznym,
- budżetowaniem,
- sprawozdawczością finansową,
- motywacyjnym wynagrodzeniem

Wdrażanie idei VBM składa się z czterech faz:

- opracowania strategii,
- wyznaczenia celów,
- zaplanowania działań
- sporządzenia budżetu

Metody najczęściej służące oszacowaniu wartości przedsiębiorstwa to:

Metoda księgowa – należy do najprostszych metod pozwalających wycenić dane przedsiębiorstwo. Wystarczy odczytać z ostatniego bilansu wartość kapitałów własnych na które składają się: kapitał podstawowy akcyjny lub udziałowy, należne nie wniesione wkłady na kapitał akcyjny, kapitał zapasowy, kapitały rezerwowe,

w tym z aktualizacji wyceny, zyski niepodzielone lub straty niepokryte z lat ubiegłych, zyski lub straty wypracowane w bieżącym roku obrotowym. Wadami tej metody jest, że nie nadaje się do zastosowania w przypadku przedsiębiorstw kontynuujących swoją działalność oraz brak ekonomicznej interpretacji z punktu widzenia wartości firmy. Należy pamiętać, iż wartość firmy może być poważnie zniekształcona, gdy firma korzystając z ulg inwestycyjnych, dokonała w przeszłości na potrzeby rachunkowości bilansowej, również „superprzyspieszonej”, jednorazowej amortyzacji. Z uwagi na powyższe wady zauważa Machała (2001: 429-432), pojawił się pomysł, aby dzisiejszą wartość księgową skorygować o *prognozowane zyski lub straty*, które firma powinna wygenerować w dającej się przewidzieć przyszłości i o wartość rynkową ewentualnych aktywów pozabilansowych. Istnieje jednak problem określenia za jaki okres w przyszłości uwzględnić zyski/straty oraz czy będzie ta prognoza wiarygodna? Ta *skorygowana wartość księgową* jest jednak metodą trudną do interpretacji. Wartość aktywów netto według tej metody to suma bilansowa pomniejszona o wartość całkowitych zobowiązań firmy. Jest to metoda zakładająca brak kontynuacji działania, gdyż wartość aktywów można “odzyskać” jedynie w przypadku ich sprzedaży. Podobnie w przypadku wartości likwidacyjnej w której oszacowaną wartość rynkową majątku pomniejszamy o całkowite zobowiązania firmy a za wartość aktywów netto przyjmuje się nie ich wartość księgową, lecz szacunkową wartość rynkową. W każdej metodzie likwidacyjnej, mówi dalej autor, należy pamiętać, aby uwzględnić ewentualne czynniki niewykazane w aktywach firmy takie jak np.: posiadane, unikatowe zezwolenia, koncesje, licencje, które mogą często mieć dużą wartość rynkową.

Metoda, która należy do grupy metod złożonych, ale również i najpopularniejszych to metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych – *DCF*. Wymaga ona zaprojektowania na kilka najbliższych lat przepływów pieniężnych, ustalenia kosztu kapitału i oszacowania wartości rezydualnej czyli wartości jaką będzie miał podmiot po kilku najbliższych latach (*Finanse firmy*, 2003:265).

Metoda ta w praktyce napotyka na następujące problemy:

- 1) wybór najbardziej prawdopodobnego wariantu przepływów pieniężnych w latach objętych projekcją;
- 2) dobór długości okresu, który taką projekcją będzie objęty;
- 3) wybór stopy dyskontowej, która zostanie użyta do dyskontowania nadwyżek finansowych, powstających w poszczególnych latach – będących przedmiotem projekcji;

4) określenie – ewentualnej – średniej stopy wzrostu tych nadwyżek w okresie wykraczającym poza lata objęte projekcją, jeśli wyceniany podmiot będzie nadal funkcjonował (*Finanse firmy*, 2003:270).

Wartość przedsiębiorstwa według metody opartej na szacowaniu cash flow jest sumą zdyskontowanych wolnych strumieni pieniężnych netto i zdyskontowanej wartości majątku przedsiębiorstwa, dla roku wyceny:

$$PV = \sum_{t=1}^n FCF_t (1+r)^{-t} + W_m (1+r)^{-n}, \quad (1)$$

gdzie:

PV – wartość przedsiębiorstwa ustalona dla roku wyceny;

FCF_t – wolne strumienie pieniężne netto dla okresu t ;

r – stopa dyskontowa;

V_m – wartość majątku przedsiębiorstwa ustalona w roku $t=n$, czyli dla roku wyceny;

n – liczba kresów.

Do dochodowych metod zaliczamy również metodę EVA – *Economic Value Added*. Jest ona także miarą oceny działalności przedsiębiorstwa. Nie jest to jednak miara nowa, została ona opisana w 1890 r. przez Alfreda Marshalla w pracy nt. *Principles of Economics* (Knight, 1998:2). Jest koncepcją opracowaną przez Stern Stewart Management Services (Stewart, 1991). Przyjmuje się, że teoretyczne podstawy EVA stanowi model wartości firmy rozwinięty przez laureatów nagrody Nobla – Mertona H. Millera i Franco Modiglianiego.

Skrót EVA został opatentowany przez Stern Stewart Management Services, dlatego też wiele przedsiębiorstw zdecydowało się na stosowanie innych terminów, które jednak odnoszą się do tej samej koncepcji. Należą do nich: – EP – zysk ekonomiczny (*economic profit*), – SVA – dodana wartość dla właścicieli (*shareholder value added*), – CVA – gotówkowa wartość dodana (*cash value added*).

EVA jest równa obliczonej dla każdego roku różnicy między zyskiem operacyjnym firmy po opodatkowaniu a wyrażonym kwotowo kosztem wszystkich kapitałów w niej zaangażowanych lub jest równa iloczynowi dwóch elementów: różnicy między ROIC (stopą zwrotu z łącznego zainwestowanego kapitału) a WACC oraz wartości łącznego zainwestowanego kapitału. Różnica ta jest obliczana dla każdego roku, a jeśli w danym roku odejmowane wartości są sobie równe wówczas kreowanie wartości nie występuje. Kiedy jednak druga z nich przewyższa pierwszą to wartość ta jest ujemna.

Posługując się metodą EVA planuje się na kolejne lata oczekiwane wartości EVA, a następnie się je dyskontuje, po czym dodaje do wartości kapitału własnego i nie oprocentowanego długu, jaki posiadało przedsiębiorstwo w momencie jego

wyceny. Jeśli kres wycenianej firmy nie jest przy jej wycenie znany, szacuje się także – z uwzględnieniem reguł obowiązujących w metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych – wartość rezydualną, którą po zdyskontowaniu dodaje się do wartości wyżej wymienionych, uzyskując pełną wartość podmiotu oszacowaną przy pomocy EVA (*Finanse firmy*, 2003:273-274).

EVA jest definiowana jako:

$$EVA = NOPAT - (WACC \times AKTYWA NETTO) \quad (2)$$

gdzie:

NOPAT – zysk operacyjny netto po opodatkowaniu;

WACC – średni ważony koszt kapitału;

AKTYWA NETTO – skorygowana wartość księgowa aktywów netto (Milbourn, 2000:184);

Inaczej EVA można przedstawić jako: $EVA = (\text{rentowność kapitału} - \text{koszt kapitału}) \times \text{całkowity kapitał}$, lub: $EVA = NOPAT - C\% \times TC$.

gdzie:

C % – wyrażony w procentach koszt kapitału;

TC – całkowity kapitał.

Ten prosty wzór ma fundamentalne znaczenie dla zarządzania, które ma pomóc w osiągnięciu lepszych wyników dla akcjonariuszy, pracowników i klientów. Dotyczy to zarówno spółek znajdujących się w obrocie publicznym jak i prywatnych. Wartość bieżąca przyszłych strumieni EVA jest „rynkową wartością dodaną” (*MVA – Market Value Added*) definiowaną jako różnica między wartością rynkową przedsiębiorstwa a wartością księgową jego aktywów, a zatem wewnętrznie generowaną wartością firmy (Marcinkowska, 2000:28-29). EVA wykorzystuje *NOPAT* jako reprezentację zysku operacyjnego i odejmuje od niego należną opłatę za wykorzystanie kapitału. Jako miarę ilości kapitału dostarczonego przedsiębiorstwu przez jego właścicieli traktuje się natomiast ekonomiczną wartość księgową aktywów. EVA może przyjmować wartości ujemne, mimo że przedsiębiorstwo wypracowuje dodatni wynik operacyjny po opodatkowaniu, a nawet dodatni wynik finansowy netto (zysk netto). Zysk netto jest różnicą pomiędzy zyskiem operacyjnym i kosztem kapitału obcego (oprocentowaniem długu) po uwzględnieniu opodatkowania. EVA jest natomiast różnicą między zyskiem operacyjnym po opodatkowaniu i całkowitym kosztem kapitału zarówno własnego jak i obcego.

Kreowanie dodatkowej wartości przedsiębiorstwa wymaga większych wyników z działalności przedsiębiorstwa ponieważ oczekuje się tutaj nie tylko dodatnich wskaźników rentowności, ale kształtowania się ich na poziomie przewyższającym koszt kapitału.

Dodatnia różnica między rentownością zainwestowanego kapitału – ROI – a średnim ważonym kosztem kapitału – WACC – powstaje wówczas, gdy przedsiębiorstwo realizuje projekty inwestycyjne charakteryzujące się dodatnią zaktualizowaną wartością netto ($NPV > 0$), tj. takie, dla których wewnętrzna stopa zwrotu (IRR) jest większa od kosztu kapitału.

Istnieje duży związek pomiędzy MVA a EVA. Wskaźnik EVA_t dotyczy konkretnego okresu (t), bieżącego lub przyszłego. Może on przyjmować wartości dodatnie i ujemne. Ocena zdolności przedsiębiorstwa do kreowania dodatkowej wartości dokonywana poprzez rynek kapitałowy zależy od kształtowania się wskaźników ekonomicznej wartości dodanej w przyszłości. Suma zdyskontowanych wskaźników wartości EVA_t , które przedsiębiorstwo, zgodnie z przyjętymi planami rozwoju ma osiągnąć w przyszłości, wyznacza rynkową wartość dodaną (MVA). Wówczas:

$$MVA = \sum_{t=1}^{\infty} \left(\frac{EVA_t}{(1+k)^t} \right) \quad (3)$$

Warunkiem wystąpienia powyższej równości jest założenie, że rynek kapitałowy jest efektywny, czyli że ceny akcji dobrze odzwierciedlają informacje dotyczące przyszłych efektów działania przedsiębiorstwa. Wartość rynkowa jest wówczas równa ekonomicznej wartości przedsiębiorstwa (Duliniec, 2001:151-152).

Analiza wyceny przedsiębiorstwa metodami księgowymi i dyskontowymi (DCF oraz EVA) przeprowadzona zostanie na podstawie Przedsiębiorstwa Budownictwa Technicznego (PBT) „HAWE” Sp. z o.o. w Legnicy, które powstało w roku 1990 jako mała firma działająca w obszarze budownictwa. Od 14 lutego 2007 r. jej akcje notowane są na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. HAWE S.A. posiada 100 % udziałów w spółce zależnej – PBT Hawe Sp. z o.o. w Legnicy. Obszar działalności telekomunikacyjnej i teleinformatycznej firmy koncentruje się na świadczeniu usług głosowych na terenie Polski. Drugim istotnym obszarem są uruchamiane usługi dostępu do Internetu, zarówno hurtowego dla operatorów, jak i dla dużych klientów biznesowych. Kolejnym obszarem działalności spółki jest dystrybucja nowoczesnego sprzętu telekomunikacyjnego na zasadzie wyłączności terytorialnej.

Do wyceny wartości PBT „HAWE” Sp. z o.o. w Legnicy wykorzystano metody księgowe takie jak: wartość księgową, wartość aktywów netto oraz metodę likwidacyjną.

Zakładając, że jest 2006 rok, a bilans analizowanej spółki wygląda tak jak pokazuje to Tab.1. to wartość księgową PBT „HAWE” Sp. z o.o. w Legnicy wynosi 22 398 tys. zł (łącznie wartość kapitałów własnych).

Tabela 1. Bilans PBT "HAWE" Sp. z o.o. w Legnicy w 2006 r. (w tys. zł)

Aktywa		Pasywa	
Aktywa trwale	49474	Kapitał (fundusz) własny	22398
Wartości niematerialne i prawne	211	Kapitał (fundusz) podstawowy	1000
Rzeczowe aktywa trwale	48 613	Kapitał (fundusz) zapasowy	9721
Należności długoterminowe	414	Kapitał (fundusz) z aktualizacji wycen	
Inwestycje długoterminowe	35	Zysk (strata) z lat ubiegłych	11434
Długoterminowe rozliczenia	201	Zysk (strata) netto	252
Aktywa obrotowe	23403	Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	50479
Zapasy	14121	w tym:	
Należności krótkoterminowe	1854	Zobowiązania długoterminowe	43479
Inwestycje krótkoterminowe	3581	Zobowiązania krótkoterminowe	6431
Krótkoterminowe rozliczenia	3847		
Aktywa razem	72 876	Pasywa razem	72 876

Źródło: dane Spółki

Posługując się metodą aktywów netto według, której wartość firmy jest sumą bilansową pomniejszoną o wartość całkowitych zobowiązań firmy otrzymujemy, iż wartość analizowanej spółki wynosi 22 966 tys. zł. (72 876 tys. zł – 49910 tys. zł). Jest zatem większa od wartości księgowej co spowodowane jest wartością rezerw oraz rozliczeń międzyokresowych, które nie występują w kapitale własnym.

Do obliczenia wartości przedsiębiorstwa metodą likwidacyjną wykorzystano model Wilcoxa-Gamblera. Procedura postępowania jest następująca: + wartość środków pieniężnych + wartość papierów wartościowych + 70% należności + 50% wartości księgowej pozostałych aktywów – całkowite zobowiązania. Wykorzystując zetem dane zawarte w Tab.1. stwierdza się, iż wartość likwidacyjna jest ujemna i wynosi (11 227,9 tys. zł). A zatem jest niższa niż metodą księgową i aktywów netto.

Wartość analizowanego przedsiębiorstwa przy użyciu metod dochodowych uwzględniających czynniki dyskontujące będzie kształtowała się następująco:

Najczęściej stosowaną metodą należącą do grup metod dochodowych jest metoda DCF. Do obliczeń wykorzystano dane wykonane przez firmę consultingową, która dokonała założeń i wyliczeń służących określeniu wartości firmy w przygotowaniu jej do publicznego obrotu.

Wartość analizowanego przedsiębiorstwa przy założeniu, iż średni ważony koszt kapitału – WACC w latach od 2006-2010 wynosi odpowiedni: 5,1%, 11,2%, 11,8%, 11,8%, 12,1%, została ustalona na poziomie 308 149 tys. zł.

Табела 2. Wartość PBT "HAWE" Sp. z o. o. w Legnicy metodą DCF w okresie projekcji 2006 – 2010 (w tys. zł)

Treść	lata					Rezydualna
	2006	2007	2008	2009	2010	
Cash flow	(24 788)	(60 991)	(39 524)	15 779	44 680	X
Współczynnik dyskontujący	0,98	0,90	0,81	0,72	0,65	X
Zaktualizowana wartość Cash flow	(24 185)	(55 048)	(31 990)	11 425	28 903	X
Suma zaktualizowanych wartości Cash flow						(70 895)
Wartość rezydualna						585 953
Zaktualizowana wartość rezydualna						379 044
Wartość przedsiębiorstwa						308 149

Źródło: dane Spółki

Przy kalkulowaniu wyceny PBT "HAWE" Sp. z o.o. w Legnicy metodą EVA wykorzystano algorytm opracowany przez P. Szczepankowskiego (2001:74-75). Przyjęto następujące założenia:

1) przyjęty okres projekcji to lata 2006 do 2010, zakłada się także, że kres wycenianej spółki nie jest znany;

2) przychody netto w poszczególnych latach wynosiły odpowiednio: 47 395 – w 2006 r., 134 986 – w 2007 r., 225 782 – w 2008 r., 244 866 – w 2009 r., 313 921 – w 2010 r. (Tab.13);

3) zysk operacyjny wynosi odpowiednio: 2 294 – w 2006 r., 17 243 – w 2007 r., 43 597 – w 2008 r., 59 402 – w 2009 r., 78 841 – w 2010 r. (Tab.13);

4) kapitał obrotowy w okresie projekcji wynosi odpowiednio: 2006 r. – 29 834, 2007 r. 40 230, 2008 r. – 81 951, 2009 r. – 43 719, 2010 r. – 86 940 (Tab.15 i 16);

5) aktywa trwałe w okresie projekcji kształtują się następująco: w 2006 r., 49 474, w 2007 r., – 124 795, w 2008 r. – 205 231, w 2009 r. – 234 309, w 2010 – 250 911 (Tab.14);

6) kapitał zaangażowany w roku 2006 wyniósł – 72 877 (Tab.16);

7) WACC – średni ważony koszt kapitału – w całym okresie projekcji wynosi 11 %;

8) stopa podatku dochodowego w poszczególnych latach wynosić będzie 19%.

W procesie obliczenia zastosowano zaokrąglenia dla otrzymania przejrzystości zapisu. Biorąc pod uwagę powyższe, rozbieżności wyników poza naturalnymi różnicami między rzeczywistymi wielkościami a zakładanymi mogą wynikać także z powodu zastosowanych tychże uproszczeń. Uzyskane wyniki przedstawiono w Tab. 3.

Tabela 3. Procedura postępowania przy kalkulowaniu EVA w PBT „HAWE” Sp. z o.o. w Legnicy w okresie projekcji 2006 – 2010 (w tys. zł)

Założenia	lata				
	2006	2007	2008	2009	2010
Stopa wzrostu sprzedaży (%)		184,8	67,3	8,5	28,2
Sprzedaż	47 395	134986	225782	244866	313921
Zysk operacyjny	2294	17243	43597	59402	78841
Stopa podatkowa (%)	19	19	19	19	19
NOPAT (zysk operacyjny po opodatkowaniu)	1858	16915	35314	48116	63861
Procentowy przyrost kapitału obrotowego w relacji do przyrostu sprzedaży (%)	–	0,2	1,5	-5,6	3,5
Zmiana kapitału obrotowego	–	17518	-136194	-104962	241693
Procentowy przyrost aktywów trwałych w relacji do przyrostu sprzedaży	–	0,8	1,0	1,7	0,25
Zmiana aktywów trwałych	–	70072	90796	32443	17263
Łączne nakłady na kapitał obrotowy i aktywa trwałe	–	87590	226990	-74427	258955
Kapitał zaangażowany (K)	72877	160467	387457	313030	571985
ROIC = NOPAT/kapitał zaangażowany w (%)	–	10,5	9,1	15,4	11,2
WACC (%)	–	11	11	11	11
ROIC – WACC (p.p)	–	-0,5	-1,9	4,4	0,2
EVA= (ROIC – WACC) x K	–	-80 234	-736 163	1377332	103591
Współczynniki dyskontujące	–	0,90	0,80	0,71	0,64
Zdyskontowana EVA	–	-72211	-588930	977906	66298
Suma zdyskontowanych EVA	383063	–	–	–	–
RV= (NOPAT3/WACC)x 100	–	–	–	–	580600
Zdyskontowana RV = (RV/ (1+WACC) ³	369800	–	–	–	–
Wartość przedsiębiorstwa (skumulowana zdyskontowana EVA + zdyskontowana RV + kapitał początkowy)	825740	–	–	–	–

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Finanse firmy* (2003)..., op. cit., s. 283

Konkluzje. Przy wyborze miar wartości przedsiębiorstwa (czy też wzrostu wartości) podstawowe znaczenie ma nie dokonanie wyboru metody wyceny ale zdawanie sobie sprawy z ograniczeń poszczególnych metod. Rozbieżności w przypadku spółki *Hawe* są bardzo duże. Należy jeszcze dodać, że mimo tych różnic jej dzisiejsza wartość rynkowa jest ok. piętnastokrotnie mniejsza niż była rok temu mimo, że w działalności operacyjnej spółki nie zaszły istotne zmiany. Zmieniła się sytuacja na rynku kapitałowym. Wzrosła awersja do ryzyka Dopóki nie ma ryzyka maksymalizacja strumienia zysków dla przedsiębiorstwa jest maksymalizacja wartości giełdowej, czyli wartości dla właścicieli- akcjonariuszy. Akcjonariuszy

interesuje maksymalna cena rynkowa ich spółki. także wtedy kiedy strumień zysków jest niepewny i maksymalizacja zysku staje się nielogiczna. To ile ktoś jest skłonny zapłacić za daną spółkę zależy nie tylko od metody ale i od okresu w jakim dokonywana jest wycena. To powoduje, że wybierając metodę wyceny spółki powinniśmy dokonać wyboru między zastosowaniem zysku lub przepływów pieniężnych. Wielu autorów wyceny podaje, iż podstawowe znaczenie ma generowana gotówka – tylko posiadanie wolnych zasobów pieniężnych i tworzenie nadwyżki środków pieniężnych daje gwarancję do kontynuowania działalności. Przy wycenie wartości firmy należy jednak pamiętać o tym, iż zyski i przepływy pieniężne dają inny obraz przebiegających w przedsiębiorstwie cykli: spojrzenie od strony zysków albo gotówki ujmuje cykle przedsiębiorstwa w różnych fazach. Przepływy gotówkowe mierzą wpływy i wypływy gotówki w danym okresie bez względu na fazy cyklu operacyjnego. Zyski natomiast mierzą koszty i przychody w cyklu eksploatacyjnym danego okresu, bez względu na zaistnienie przepływów gotówkowych. Są to również dwie odmienne koncepcje. Zyski i przepływy gotówkowe mieszczą się w szerszej kategorii dochodów przedsiębiorstwa. Zyski i dochody należą do kategorii księgowych pojęć i zawierają jako takie też niegotówkowe pozycje (np. deprecjację majątku). Cash flow jest opisem synchronizacji otrzymywanej i wydawanej gotówki w jakimś okresie czasu. Cash flow jest zapisywany na bazie kasowej. Zyski mają charakter aktualny. Oparcie więc analizy firmy na metodzie memoriałowej lub kasowej powinno być uzależnione od rodzaju działalności przedsiębiorstwa oraz stadium jego rozwoju. Szybko rozwijające się małe firmy mają duże potrzeby gotówkowe i jednocześnie ale także dlatego mogą generować wysokie zyski. Oparcie prognozy przepływów pieniężnych na gotówce generowanej w tym okresie może dać mylne wyniki. Podobnie wygląda to w przypadku przedsiębiorstw o długich cyklach operacyjnych: standardy rachunkowości rozwiązują kwestię kwalifikacji przychodów i kosztów, jednak podział w czasie wpływów i wydatków jest kwestią umowy i ponownie analiza oparta na przepływach gotówki może doprowadzić do niemiarodajnych wyników. W związku z powyższym w niektórych przypadkach bardziej zasadne jest oparcie się na zysku jako czynnika determinującym wartość przedsiębiorstwa (Marcinkowska, 2000:29). Ostatecznie to rynek wycenia plany produkcyjne przedsiębiorstwa. Obserwowanie obecnej ceny akcji jak i branie pod uwagę obecnych zysków może być tak samo uzasadnione. W pierwszym przypadku ważny jest giełdowy rynek w drugim księgi rachunkowe. Sytuacje kryzysowe, takie jak obecnie na rynku kredytów hipotecznych pokazują, że rzeczywista wartość leży

gdzieś pomiędzy tymi dwoma podejściami. Gdy prognozy są dłuższy czas zbyt optymistyczne rynek sprowadzi wartość do akcjonariuszy do rozsądnych wielkości. Cena rynkowa do wartości księgowej jest w tym przypadku dobrym wskaźnikiem.

LITERATURA:

1. *Black, Wright P., Bachman J.E.* (2000) W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy. Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.

2. *Boulos F., Haspeslagh, Noda T.* (2001) Getting the value out of value – based management. INSEAD, Paryż.

3. *Duliniec A.* (2001) Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa.

4. *Finanse firmy. Jak zarządzać kapitałem* (2003) red. Szczęsny W., Beck, Warszawa.

5. *Machała R.* (2001) Praktyczne zarządzanie finansami firmy, PWN, Warszawa.

6. *Marcinkowska M.*, (2000) Kształtowanie wartości firmy, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa
Marsh, D.G. (1999) Making or breaking value, New Zealand Management, March.

7. *Milbourn T.* (2000) Urok EVA jako miary efektywności, w: Tajniki Finansów. Praktyczny przewodnik po fundamentach i arkadach finansów, Liber Warszawa.

8. *Monnery N.* (2000) Przesłanki za zarządzaniem wartością, w: Tajniki finansów praktyczny przewodnik po fundamentach i arkadach finansów, Liber, Warszawa.

9. *Knight J.* (1998) Value Based Management, McGraw-Hill, New York

10. *Stewart G.B.* (1991) The Quest for Value, Harper Business, New York,

11. *Wartość firmy a sektorowa atrakcyjność alokacji kapitałowej* (2004) red. Bieliński J., Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału, CeDeWu, Warszawa.

12. *Ostaszewski J.* (2003) Zarządzanie finansami w spółce akcyjnej, Difin, Warszawa.