

Stefan Wrzosek

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

ZWIĄZEK MIERNIKA KORZYŚCI FINANSOWYCH Z WARTOŚCIĄ REZYDUALNĄ W WYCENIE PRZEDSIĘBIORSTW METODAMI DOCHODOWYMI

W artykule wykazano, że w razie opierania wyceny dochodowej przedsiębiorstwa na modelu zdyskontowanych dywidend uzasadnione jest szacowanie wartości rezydualnej z użyciem modelu wiecznej renty lub modelu Gordona. Nie dotyczy to jednak modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych ani zdyskontowanych zysków. Dla nich jako wartość rezydualna bardziej odpowiednia jest wartość likwidacyjna.

W bogatej literaturze dotyczącej wyceny przedsiębiorstw można znaleźć wiele konwencji i metod powiązanych z różnymi sposobami rozumienia wartości tych podmiotów. Pomimo to powinno być powszechnie uznawane jedno wiodące pojęcie wartości, do którego nie trzeba dodawać żadnych przymiotników (takich jak np. dochodowa, odtworzeniowa, godziwa), i tak rozumiana wartość, nawet jeśli trudno ją zmierzyć, powinna być wzorcem w ocenie wszelkich wycen oraz metod wyceny. W warunkach gospodarki rynkowej wzorcowe pojęcie wartości powinno się odwoływać do dobrego (nawet doskonałego) rynku i na takim rynku wartość powinna być potwierdzana¹. Wartość jest to zatem cena osiągalna na rynku doskonałym. Rynek doskonały natomiast charakteryzuje się swobodnym dostępem wszystkich potencjalnych uczestników, nieskrępowaną konkurencją, jednakowym dostępem tychże uczestników rynku do informacji i jednakowymi ich umiejętnościami dotyczącymi robienia użytku z tych informacji, zwłaszcza gdy chodzi o akceptację lub proponowanie cen. Ów dostęp do informacji i umiejętność robienia z nich użytku są powodem stopniowania doskonałości rynku. O niższym stopniu doskonałości można mówić, gdy w cenach równowagi (wynikających przecież z ocen uczestników rynku) odbicie znajdują informacje o tym, co już było lub jest, o wyższym, gdy ponadto na ceny w ocenach różnych uczestników rynku jednakowo wpływają prognozy.

¹ To oczywiście inny wzorec niż lansowane niegdyś, w warunkach ułomnych rynków, oparcie wartości na społecznie niezbędnych nakładach pracy.

Rynki doskonałe w praktyce nie istnieją, ale zwykle wiemy, na czym polega niedoskonałość rynku rzeczywistego. Możemy więc co najmniej dokonywać oceny kierunku odchylania się cen rzeczywistych od wartości. Podobnie, jeśli wycena przedsiębiorstwa ma przybliżać jego wartość, to dokonując wyceny, musimy starać się o wiedzę o tym, co na dobrym rynku kształtuje cenę przedsiębiorstwa, a metody wyceny dobierać tak, by poprawnie ujmowały te czynniki i mechanizm ich wpływu na cenę. To właśnie z przekonania, że cena za przedsiębiorstwo na dobrym rynku powinna zależeć przede wszystkim od przyszłych korzyści, jakie przyniesie ono swemu właścicielowi lub właścicielom, wynika uznanie metod dochodowych za zwykle najbardziej godne uwagi. Dobierając jednak szczegółowe rozwiązania w ramach tych metod, trzeba także pamiętać o czynnikach kształtujących cenę. Jednym z dostrzegalnych w związku z tym problemów jest uwzględnianie korzyści tylko jeden raz i w powiązaniu z tym okresem, w którym dotrze ona do właściciela przedsiębiorstwa – będzie mogła być przez niego skonsumowana. Nie wszystkie przedstawiane w literaturze i wykorzystywane w praktyce zestawienia mierników korzyści rocznych z konstrukcjami wartości rezydualnych można z tego punktu widzenia uznać za dobre.

Podstawowe wzory na wartość dochodową przedsiębiorstwa są powszechnie znane i dostępne w literaturze, także tej, która będzie powołana poniżej. Nie ma więc potrzeby dokonywać tu ich przeglądu. Najbardziej popularne z nich to tzw. konstrukcje dwufazowe, które obejmują sumę zdyskontowanych korzyści rocznych z kilku lat (okres prognozy) i wartość rezydualną (resztową) także pomnożoną przez odpowiedni współczynnik wartości bieżącej (współczynnik dyskonta). Tu zajmiemy się przede wszystkim modelami zdyskontowanych przepływów netto dla właścicieli i zdyskontowanych dywidend. Dla tych konstrukcji jako wartość rezydualną często stosuje się tzw. wartość kontynuacji, czyli sumę zdyskontowanych korzyści z dalszej przyszłości, zwykle nieskończonej. Te dalsze korzyści są zwykle tego samego rodzaju, co w okresie prognozy, a więc np. w modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych dla właściciela także w wartości kontynuacji są tego rodzaju przepływy pieniężne (czasem proponuje się zyski netto, z którymi w dłuższych okresach te przepływy są zbieżne), a w modelu zdyskontowanych dywidend także wartość kontynuacji opiera się na dywidendach. Wartość kontynuacji bywa najczęściej obliczana metodą wiecznej renty, czyli dalsze korzyści traktuje się jak niezmiennie w czasie, albo według modelu Gordona, czyli te dalsze korzyści traktuje się jako jednostajnie rosnące z roku na rok [Jaki 2008, s. 98; Nita 2007, s. 75, 82; Skowronek-Mielczarek, Leszczyński 2008, s. 290; Szczepankowski 2007, s. 210, 222; Zarzecki 1999, s. 100, 116]. Zwłaszcza użycie modelu Gordona w zestawieniu z przepływami pieniężnymi dla właściciela wzbudza zastrzeżenia.

Znacznie bardziej zrozumiałe jest użycie wartości rezydualnej opartej na modelu Gordona w formule zdyskontowanych dywidend. Wzór na wartość przedsiębiorstwa jest wówczas następujący:

$$W = \sum_{t=1}^n D_t (1+r)^{-t} + (1+r)^{-n} \frac{D_n (1+g)}{r-g},$$

gdzie: $t = 1, 2, \dots, n$ – kolejny numer roku w okresie prognozy dywidend,

D_t – kwota łączna wypłacanych dywidend prognozowana na rok t ,

r – stopa dyskontowa,

g – wskaźnik corocznego wzrostu kwoty przeznaczanej na dywidendy (po roku n niezmienny),

$r > g$.

Na marginesie warto wspomnieć, że powyższy wzór odpowiada założeniu płatności z dołu, w proponowanej przez autora w innym miejscu wersji płatności w połowie podokresu byłby nieco inny²:

$$W = \sum_{t=1}^n D_t (1+r)^{-t+0,5} + (1+r)^{-n+0,5} \frac{D_n (1+g)}{r-g} \sqrt{\frac{1+r}{1+g}},$$

a w wersji płatności z góry:

$$W = \sum_{t=1}^n D_t (1+r)^{-t+1} + (1+r)^{-n+1} D_n (1+g) \left(\frac{1}{r-g} + 1 \right).$$

Pomijając jako nieistotne dla niniejszych rozważań problemy wyboru wersji płatności, prognozowania kategorii finansowych i wyznaczania stopy dyskontowej, skupmy się na wskaźniku g . Dywidendy mogą rosnąć nawet w odległej przyszłości w miarę stabilnie tylko w pewnych warunkach. To złożony zespół warunków, bo wiele czynników decyduje o osiągniętych wynikach finansowych i o decyzjach o ich podziale. Zakładając jednak ciągle taką samą proporcję podziału osiągniętych nadwyżek finansowych na dywidendy i kwoty zatrzymane z przeznaczeniem na inwestycje przedsiębiorstwa, a także zakładając stopę zwrotu z przyszłych inwestycji równą dotąd osiąganą stopie zwrotu z kapitałów własnych oraz skupiając się wyłącznie na syntetycznie ujętych czynnikach wtórnych, można bez szczególnych uproszczeń stwierdzić, że g jest iloczynem wskaźnika stopy zwrotu z kapitałów własnych i wskaźnika zatrzymania zysku netto. Wskaźnik g może być oczywiście wyższy w razie wyższej stopy zwrotu z nowych inwestycji. Podobną zależność można ułożyć, zastępując zysk netto przepływami pieniężnymi netto. Można więc powiedzieć, że stabilny wzrost dywidend w dłuższym czasie można osiągnąć, jeśli się osiąga znaczne (w relacji do zaangażowanego kapitału) nadwyżki finansowe, znacznej ich części nie wypłaca się w postaci dywidend, lecz przeznacza na inwestycje rozwojowe, a te inwestycje są wysoce efektywne. Nie trzeba przy tym roz-

² Więcej na ten temat: [Wrzosek 2007, s. 462-467].

różnić konfiguracji czynników o pośrednim wpływie, a więc nieistotne jest, czy np. ta efektywność przyszłych inwestycji będzie wynikać z dobrze dobranej dźwigni finansowej, czy może bardziej z dobrej koniunktury lub z trafnych rozwiązań projektowych.

Oczywiście podobne co do rodzaju są warunki posłużenia się formułą z wartością rezydualną opartą na modelu wiecznej renty. Są jednak łagodniejsze, bo w tym modelu $g = 0$ (kwoty na dywidendy są niezmiennie).

Jeśli w powyższym wzorze kwoty na dywidendy zastąpimy przepływami pieniężnymi netto dla właścicieli (lub podobną formułą: zyskiem, przepływami pieniężnymi dla przedsiębiorstwa itd.), to kwoty nadwyżek finansowych zaliczymy na dobro wartości przedsiębiorstwa w momencie, kiedy powstaną. Postępujemy zatem tak, jakby od razu w całości były dostępne podmiotowi, w imieniu którego dokonujemy wyceny, i mogły być przez ten podmiot skonsumowane. Nie ma więc kwot przeznaczanych na inwestycje służące rozwojowi wycenianego przedsiębiorstwa, bo nie można tych samych kwot jednocześnie skonsumować i zainwestować. To oznacza brak fundamentalnych przesłanek osiągania stałego wzrostu przyszłych przepływów pieniężnych lub zysków. Wartość rezydualna według modelu Gordona nie powinna być więc stosowana w formułach zdyskontowanych przepływów pieniężnych lub zdyskontowanych zysków. Tylko nieco bardziej prawdopodobne jest znalezienie uzasadnienia dla zastosowania w takich formułach, w szczególnie korzystnych okolicznościach, wartości rezydualnej opartej na modelu wiecznej renty. Przedsiębiorstwo, które nie inwestuje, nie zapewnia sobie długiego trwania. Jeśli zatem nadwyżki pieniężne potraktujemy jak przeznaczone do wyprowadzenia poza to przedsiębiorstwo, to powinniśmy w wycenie dochodowej jako wartość rezydualną zastosować przewidywaną wartość likwidacyjną. Może też znaleźć się uzasadnienie dla zastosowania modelu ze stabilnie przez kilka lat malejącymi przepływami pieniężnymi, zmniejszonego wartością likwidacyjną, ale to już model trójfazowy.

Literatura

- Jaki A., *Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa*, Oficyna Wolters Kluwer Business, Kraków 2008.
- Nita B., *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007.
- Skowronek-Mielczarek A., Leszczyński Z., *Analiza działalności i rozwoju przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2008.
- Szczepankowski P., *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Wrzosek S., *Znaczenie i możliwości poprawy precyzji rachunku wartości bieżącej i przyszłej strumienia dochodów przedsiębiorstwa*, [w:] *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, red. B. Bernaś, W. Pluta, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej nr 1159, AE, Wrocław 2007.
- Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw, FRR w Polsce*, Warszawa 1999.

**THE RELATIONSHIP BETWEEN MEASURE OF FINANCIAL PROFITS
AND RESIDUAL VALUE
IN VALUATION OF AN ENTERPRISE USING INCOME-BASED METHODS**

Summary

The paper shows that if we use discounted dividends for enterprise valuation, it is justified to calculate residual value using perpetual rent or Gordon models. On the other hand, if we use discounted cash flow or discounted profits models, it is better to use liquidation value as residual value.