

PRACE NAUKOWE

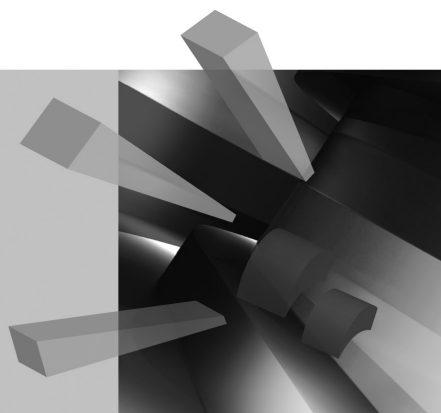
Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

261

Efektywność – rozważania nad istotą i pomiarem



Redaktorzy naukowi

Tadeusz Dudycz

Grażyna Osbert-Pociecha

Bogumiła Brycz



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2012

Recenzenci: Wojciech Dyduch, Aldona Frączkiewicz-Wronka, Tadeusz Juja,
Dorota Kuchta, Dagmara Lewicka, Monika Marcinkowska,
Elżbieta Mączyńska, Bronisław Micherda, Krystyna Poznańska,
Maria Sierpińska, Wanda Skoczylas, Henryk Sobolewski,
Agnieszka Sopińska, Waldemar Tarczyński, Grzegorz Urbanek,
Tomasz Wiśniewski, Mirosław Wypych, Dariusz Zarzecki

Redakcja wydawnicza: Elżbieta Kożuchowska, Barbara Majewska

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Barbara Cibis

Łamanie: Adam Dębski

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się
na stronie internetowej Wydawnictwa

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie
wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2012

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-238-3

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	9
Agnieszka Bezat-Jarzębowska: Koncepcja pomiaru efektywności technicznej bazująca na zintegrowanym zastosowaniu metody SFA i metody DEA.....	11
Agnieszka Bieńkowska: Przejawy i uwarunkowania efektywności controllingu w przedsiębiorstwie.....	25
Marta Chudykowska: System pomiaru dokonań organizacji – przedmiot i narzędzie poprawy efektywności.....	38
Karolina Daszyńska-Żygadło, Jakub Marszałek: Analiza sektorowych uwarunkowań pojemności zadłużeniowej przedsiębiorstw – empiryczna weryfikacja modelu LKL.....	49
Magdalena Forfa: Opinie właścicieli gospodarstw rolnych dotyczące przydatności sprawozdania z przepływu pieniędzy.....	63
Józefa Monika Gryko, Marta Kluzek: Metodologiczne problemy pomiaru efektywności instrumentów wsparcia przedsiębiorstw.....	77
Jacek Jaworski: Charakter i dynamika zmian wybranych wyznaczników kondycji polskich małych przedsiębiorstw w warunkach kryzysu gospodarczego 2009–2010. Wyniki badań.....	89
Izabela Jonek-Kowalska: Racjonalizacja kosztów jako sposób poprawy efektywności działania w Spółce Restrukturyzacji Kopalń.....	103
Adam Kagan: Pomnażanie wartości właścicielskiej jako miara efektywności ekonomicznej funkcjonowania przedsiębiorstw rolnych.....	116
Tomasz Kijek: Pomiar efektywności kapitału innowacyjnego przedsiębiorstwa przy zastosowaniu metody DEA.....	132
Tomasz Kolakowski: Projekty turystycznego zagospodarowania obiektów dziedzictwa kulturowego na terenie województwa dolnośląskiego – efekty ekonomiczne i metody ich wyceny.....	141
Marzena Krawczyk: Gotowość inwestycyjna determinantą innowacyjności przedsiębiorstw – próba pomiaru.....	160
Iwa Kuchciak: Efektywność inwestowania w formie depozytów i inwestycji alternatywnych.....	173
Małgorzata Kwiedorowicz-Andrzejewska: Wybór formy opodatkowania a korzyści finansowe dla firm z sektora MSP.....	190
Grzegorz Łukasiewicz: Krytyczna analiza modeli pomiaru efektywności w zarządzaniu zasobami ludzkimi.....	202
Edyta Marcinkiewicz: Wpływ krótkiej sprzedaży na efektywność transakcyjną rynku kapitałowego w aspekcie płynności.....	218

Grzegorz Mikołajewicz: Luka wartości w kontekście sprawozdawczości przedsiębiorstwa	231
Anna Motylska-Kuźma: Rynkowe mierniki tworzenia wartości wybranych spółek notowanych na GPW – analiza krytyczna	245
Dariusz Nowak: Ocena i pomiar relacji w międzyorganizacyjnej kooperacji	263
Jarosław Nowicki: Dostosowanie metody skorygowanej wartości bieżącej do wyceny niegieldowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli	281
Mariusz Nyk: Efektywność wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw	294
Radosław Pastusiak: Efektywność systemów transakcyjnych zbudowanych w oparciu o analizę techniczną w świetle badań w latach 1960–2004	307
Artur Paździór: Zastosowanie modelu CAPM w warunkach kryzysu	321
Joanna Pioch: Wybrane aspekty wykorzystania macierzy A. Damodarana do analizy decyzji dywidendowych na przykładzie firm sektora chemicznego WGPW za rok 2010	331
Edward Radośniński: Przekształcanie bilansu według Ustawy o rachunkowości do postaci sprawozdania z sytuacji finansowej według taksonomii MSR (<i>IFRS Taxonomy</i>)	343
Józef Rudnicki: Impact of stock splits on trading liquidity – evidence from the New York Stock Exchange	360
Angelika Sabuhoro: Analiza porównawcza logitowych modeli prognozowania zagrożenia finansowego przedsiębiorstw	371
Rafał Siedlecki: Teorie struktury kapitału a cykl życia przedsiębiorstwa	381
Wanda Skoczylas: Innowacje w raportowaniu wyników czynnikiem poprawy efektywności podejmowanych decyzji	390
Michał Soliwoda: Relacje majątkowo-kapitałowe, a rentowność i płynność finansowa spółdzielni mleczarskich	409
Artur Stefański: Zależność między wydatkami inwestycyjnymi a operacyjnymi przepływami pieniężnymi	424
Piotr Szymański: Jakie problemy napotykają eksperci przy wycenie przedsiębiorstw? Wyniki badań	435
Łucja Tomaszewicz, Joanna Trębska: Mnożnik <i>input-output</i> jako makroekonomiczny miernik efektywności inwestycji finansowych sektora przedsiębiorstw	449
Grzegorz Urbanek: Wpływ marki na wyniki przedsiębiorstwa na przykładzie wybranych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie	466
Mirosław Wypych: Struktura aktywów a złote reguły finansowania (na przykładzie spółek giełdowych)	478

Summaries

Agnieszka Bezat-Jarzębowska: A concept of technical efficiency measurement based on the integrated use of the SFA and DEA methods	24
Agnieszka Bieńkowska: Results and determinants of controlling efficiency in an enterprise	37
Marta Chudykowska: The organisation's performance measurement system – a subject and a tool for the efficiency improvement.....	48
Karolina Daszyńska-Żygadło, Jakub Marszałek: Analysis of sector determinants of debt capacity – empirical verification of LKL model.....	62
Magdalena Forfa: Individual farmers' opinions on the usefulness of cash flow statement	76
Józefa Monika Gryko, Marta Kluzek: Methodological problems of measuring the effectiveness of support instruments for companies	88
Jacek Jaworski: Nature and dynamics of changes of selected determinants of small enterprises condition under the economic crisis 2009–2010. Research results.....	102
Izabela Jonek-Kowalska: Costs rationalization as a method of efficiency improvement in an Enterprise of Coal Mines Restructuring	115
Adam Kagan: Increase of shareholder's value as a measure of the economic efficiency of agricultural enterprises.....	130
Tomasz Kijek: Measurement of enterprise's innovation capital efficiency using DEA method	140
Tomasz Kołakowski: Tourism management projects of cultural heritage objects in Lower Silesia Voivodeship – economic effects and their valuation methods.....	159
Marzena Krawczyk: Investment readiness as a determinant of enterprises innovativeness – trial of measurement	172
Iwa Kuchciak: Efficiency of investment in the form of deposits and alternative investments	189
Małgorzata Kwiedorowicz-Andrzejewska: Choice of form of taxation and financial benefits for enterprises from SME sector	201
Grzegorz Łukasiewicz: Critical analysis of effectiveness measurement models in human resource management	217
Edyta Marcinkiewicz: Influence of short sale on the transactional efficiency of capital market in terms of liquidity	230
Grzegorz Mikołajewicz: Value gap in the context of financial reporting.....	244
Anna Motylska-Kuźma: Market measures of creating value of selected companies listed on the Stock Exchange. Critical analysis.....	262
Dariusz Nowak: Evaluation and measurement of interorganizational cooperation relation	280

Jarosław Nowicki: Adjusted present value method in valuation of non-stock enterprises managed by owners.....	293
Mariusz Nyk: Efficiency of wages in the enterprise sector	306
Radosław Pastusiak: Effectiveness of transaction systems built on the technical analysis in the light of research in 1960-2004.....	320
Artur Paździor: Application of CAPM model in conditions of crisis.....	330
Joanna Pioch: The selected issues in the dividend policy decisions' matrix by A. Damodaran on the example of the WSE chemical companies' in 2010	342
Edward Radosiński: A study based on the IASB Taxonomy on structural relations between a balance sheet and a statement of financial position....	359
Józef Rudnicki: Wpływ podziału akcji na płynność obrotu – przykład Nowojorskiej Giełdy Papierów Wartościowych	370
Angelika Sabuhoro: Comparative analysis of logit models for predicting corporate financial threat	380
Rafał Siedlecki: Capital structure theories vs. the company life cycle.....	389
Wanda Skoczylas: Innovations in results reporting as a factor of decision making efficiency improvement.....	408
Michał Soliwoda: Ratios concerning assets and capital vs. profitability and financial liquidity of dairy cooperatives	423
Artur Stefański: The relationship between investment expenditures and operating cash flows.....	434
Piotr Szymański: What kind of problems do experts face in business valuation? Survey results	448
Łucja Tomaszewicz, Joanna Trębska: Input-output multiplier as a macroeconomic measure of the efficiency of enterprises sector financial investments	465
Grzegorz Urbanek: The effect of brand on company's performance on the example of selected companies listed on the Warsaw Stock Exchange	477
Mirosław Wypych: Structure of assets and the golden financing rules (on the example of the stock listed exchange companies).....	488

Wstęp

„Naród, który najekonomiczniej rozporządzi swymi bogactwami i siłami oraz zastępuje je z najlepszym współczynnikiem wydajności, podniesie swój dobrobyt i wyprzedzi znacznie inne narody”. Jakkolwiek słowa te zostały wypowiedziane przez F. Neuhausena w 1913 roku, to są one niezmiennie aktualne. Efektywność była, jest i będzie podstawowym warunkiem wzrostu dobrobytu. I nie zmienia tego fakt, że jest ona różnie rozumiana. Samo słowo efektywność pochodzi od łacińskiego słowa *effectus*, oznaczającego wykonanie, skutek. W dzisiejszych natomiast czasach wielu autorów przypisuje mu dualne znaczenie definiowane jako sprawność i skuteczność. Taki dualny sposób pojmowania efektywności zdefiniował już w 1913 roku Harrington Emerson, współtwórca naukowego zarządzania i autor słynnych dwunastu zasad wydajności. Pisał on, że „efektywność jest właściwą rzeczą robioną we właściwy sposób”¹. Pogląd ten podzielał również P.F. Drucker, który uważał, że jakkolwiek „sprawność”, czyli robienie rzeczy we właściwy sposób, jest ważnym kryterium oceny kierownika, to jednak najistotniejsza jest skuteczność, czyli robienie właściwych rzeczy. Nieodzownym warunkiem robienia właściwych rzeczy jest planowanie ukierunkowane na realizację społecznie użytecznych celów. Natomiast warunkiem sprawności w realizacji tych celów jest pomiar efektów, bez którego nie można śledzić stopnia realizacji celów, a tym samym i zarządzać organizacją. Jakkolwiek ogólnie efektywność mierzy się relacją efektów do nakładów, to już pomiar – zarówno efektów, jak i nakładów – jest niejednokrotnie sprawą skomplikowaną, niejednoznaczną, a przez to i dyskusyjną. Powszechnie stosowana miara efektów, jaką jest zysk księgowy, wzbudza coraz więcej kontrowersji – ze względu na jego memoriałowy charakter oraz zależność od szeregu konwencji i przyjętych standardów. Natomiast pomiar nakładów wykorzystujący standardy księgowe również w coraz większym stopniu ulega napierającej krytyce. Przede wszystkim w standardach księgowych w niewielkim stopniu wykazuje się te aktywa, które we współczesnym świecie coraz częściej stanowią determinujący czynnik sukcesu gospodarczego. Mowa tutaj o aktywach intelektualnych, które z jednej strony trudno jest kwantyfikować, a z drugiej – są bardzo kruche. Ma to oczywiście wpływ na ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej.

Te i inne problemy pomiaru efektywności były przedmiotem kolejnej, już piątej konferencji z cyklu „Efektywność źródłem bogactwa narodów”, która odbyła się w dniach 23-25 stycznia 2012 roku w Piechowicach. Konferencja została zorgani-

¹ J. Supernat, *Zarządzanie*, Wydawnictwo Kolonia, Wrocław 2005, s. 174.

wana jako wspólne przedsięwzięcie dwóch uczelni: Politechniki Wrocławskiej oraz Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu. Jej głównym wyróżnikiem było interdyscyplinarne spojrzenie na efektywność, jej istotę oraz zasady pomiaru, a niniejsza publikacja jest wynikiem prowadzonych dyskusji.

Tadeusz Dudycz, Grażyna Osbert-Pociecha, Bogumiła Brycz

Jarosław Nowicki

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

DOSTOSOWANIE METODY SKORYGOWANEJ WARTOŚCI BIEŻĄCEJ DO WYCENY NIEGIEŁDOWYCH PRZEDSIĘBIORSTW ZARZĄDZANYCH PRZEZ WŁAŚCICIELI

Streszczenie: W opracowaniu omówiono specyficzne aspekty wykorzystania metody skorygowanej wartości bieżącej (APV) do wyceny niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli. W szczególności wskazano na konieczność odmiennego niż w przypadku ogólnym definiowania przepływów pieniężnych podlegających dyskontowaniu, co jest konsekwencją stosowania przez niegiełdowe przedsiębiorstwa zarządzane przez właścicieli przez-kosztowego przekazywania wartości. Przedstawiono także inne konieczne dostosowania metody APV do specyfiki analizowanych podmiotów, dotyczące szacowania podatku dochodowego, kosztu kapitału czy zdyskontowanej wartości odsetkowych tarcz podatkowych.

Słowa kluczowe: wartość przedsiębiorstwa, wycena, metoda skorygowanej wartości bieżącej, przedsiębiorstwa zarządzane przez właścicieli.

1. Wstęp

Wycena przedsiębiorstwa metodami bazującymi na zdyskontowanych przepływach pieniężnych (DCF – *discounted cash flow*) jest obecnie podstawą ustalania wartości wewnętrznej kapitałów własnych przedsiębiorstwa.

Niegiełdowe przedsiębiorstwo zarządzane przez właścicieli jest w tym ujęciu interesującym obiektem wyceny z uwagi na specyfikę, która dotyczy generowanych przez takie przedsiębiorstwo przepływów pieniężnych, w szczególności zaś w zakresie przepływów na linii przedsiębiorstwo – właściciele. Specyfika ta przejawia się w przekazywaniu wartości właścicielom w sposób odmienny od podstawowych sposobów realizowania wartości w spółkach giełdowych. Szczególne miejsce zajmuje tu proces określony przez autora mianem przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom.

Powszechnie stosowane metody wyceny, bazujące na DCF, nie uwzględniają tej specyfiki, w konsekwencji więc prowadzić mogą do błędnych oszacowań wartości. Jedną z metod wyceny opierających się na DCF jest metoda skorygowanej wartości

bieżącej (APV – *adjusted present value*). Wycena przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli tą metodą wymaga zatem uwzględnienia specyfiki tych przedsiębiorstw.

Celem opracowania jest przedstawienie specyficznych aspektów stosowania metody APV w wycenie przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, ze szczególnym uwzględnieniem konsekwencji stosowania przez te podmioty przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom.

2. Specyfika przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli – przez-kosztowe przekazywanie wartości właścicielom

Wycena przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli metodą APV wymaga uwzględnienia specyfiki tych przedsiębiorstw¹, która związana jest z fazami tworzenia wartości, szczególnie zaś z jego trzecią fazą. W procesie kreowania wartości dla właścicieli wyróżnia się bowiem trzy fazy: budowanie, utrzymanie i przekazanie (realizację) wartości (por. [Black i in. 2000, s. 79, 84; Michalski 2001, s. 20]).

Dwie pierwsze fazy tworzenia wartości, tj. jej budowanie i utrzymanie, prowadzić mają do wygenerowania jak najwyższych przepływów pieniężnych, co najmniej tak wysokich, aby otrzymana stopa zwrotu przewyższała koszt kapitału.

Kluczowa z perspektywy tworzenia wartości dla właścicieli jest faza trzecia, czyli przekazanie wartości właścicielom. Bez dopełnienia tej fazy nie można mówić w pełni o tworzeniu wartości dla właścicieli.

W przedsiębiorstwach nie giełdowych, w szczególności tych zarządzanych przez właścicieli, główny sposób realizacji wartości dla właścicieli jest inny niż w spółkach giełdowych, gdzie odbywa się poprzez wypłatę dywidendy dla akcjonariuszy lub poprzez wzrost wartości rynkowej akcji². Choć dwa sposoby analogiczne do wymienionych (wypłaty dywidendy albo innego rodzaju wypłaty z zysku – w zależności od formy prawnej podmiotu i wzrost wartości rynkowej kapitału własnego podmiotu – akcji, udziału lub inaczej oznaczonej, w zależności od formy prawnej, własności podmiotu) bywają obecne także w nie giełdowych przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli, to możliwy jest również trzeci sposób przekazywania wartości, nazwany przez autora przez-kosztowym przekazywaniem wartości właścicielom. Wydaje się, że ten trzeci sposób przekazywania wartości dominuje w przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli. Ogólnie można by go scharakteryzować jako transfer gotówki z przedsiębiorstwa do właścicieli za pośrednictwem pozycji kosztowych³. Polega on na dokonywaniu z przedsiębiorstwa do właścicieli takich

¹ Szerzej na temat finansowej i niefinansowej specyfiki przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli w: [Nowicki 2009, s. 111-117].

² Jeśli wykup akcji w celu umorzenia zaliczyć do realizacji wartości przez wzrost wartości rynkowej akcji (por. [Ross i in. 1999, s. 393; Michalski 2001, s. 20, 106]).

³ Nazywany dalej w opracowaniu także przez-kosztowym przekazywaniem wartości właścicielom lub przez-kosztowym realizowaniem wartości.

przepływów pieniężnych, które księgowo wykazywane będą jako koszty, a często też podatkowo będą kosztami uzyskania przychodu.

Wśród przyczyn istnienia takiego rozwiązania wymienić można elastyczność stosowania powiązaną z niewielkim odłożeniem w czasie momentu występowania przepływów pieniężnych, jak również motyw podatkowe.

Pierwsza grupa przyczyn odnosi się do faktu, że przez-kosztowe przekazywanie wartości właścicielom jest narzędziem bardziej elastycznym w stosowaniu niż wypłata dywidendy⁴, co wiąże się także z czasem, w jakim dane narzędzie można wykorzystać, jak również możliwą częstotliwością wykorzystywania. Elastyczność stosowania jest ważna szczególnie dla przedsiębiorców, którzy cenią sobie niezależność. Przez-kosztowe przekazywanie wartości właścicielom pozwala na niemal natychmiastowy transfer wartości z przedsiębiorstwa do właścicieli, czego nie można powiedzieć o dywidendzie⁵. Daje zatem o wiele większą elastyczność w stosowaniu, jest sposobem prostszym i szybszym niż wypłata dywidendy.

Druga grupa powodów stosowania przez-kosztowego realizowania wartości odnosi się do chęci uniknięcia opodatkowania. Można przy tym stwierdzić, że przez-kosztowy transfer gotówki do właścicieli jest substytutem pierwszego z wymienionych wyżej sposobów realizacji wartości (dywidendy, wypłaty z zysku), z tym że często korzystniejszym podatkowo⁶.

Jako przykłady przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom wymienić można:

- wynagrodzenie wypłacane właścicielom za pełnienie określonych funkcji, a także zatrudnionym w przedsiębiorstwie członkom ich rodzin;
- przenoszenie osobistych kosztów utrzymania na przedsiębiorstwo – chodzi o koszty, które przez pracownika najemnego (czerpiącego dochody np. tylko ze stosunku pracy) ponoszone są z dochodu rozporządzalnego i związane

⁴ Spośród wymienionych sposobów przekazywania wartości właścicielom realną alternatywą dla przez-kosztowego przekazywania wartości jest wypłata dywidendy. Stosowanie obu tych rozwiązań nie powoduje utraty własności przedsiębiorstwa. Realne wykorzystanie trzeciej możliwości, czyli zrealizowanie zysku kapitałowego, oznacza sprzedaż udziału we własności.

⁵ Przewaga przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom nad wypłatą dywidendy w kontekście elastyczności stosowania odnosi się głównie do przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, prowadzonych w formie spółek z o.o. i akcyjnych. Co prawda dywidenda w danym roku może być wypłacona nie tylko z zysku za ostatni rok obrotowy, ale także z niepodzielonych zysków z lat wcześniejszych, istnieje też możliwość wypłaty zaliczki na poczet przewidywanej dywidendy, jednak ten sposób nie daje takiej elastyczności jak przez-kosztowe przekazywanie wartości właścicielom (por. [Ustawa Kodeks spółek handlowych, 2000, art. 192-195, 347-349]). W mniejszym stopniu ta grupa przyczyn dotyczy np. indywidualnego przedsiębiorcy, dla którego wypłaty z zysku i transfer gotówki za pośrednictwem pozycji kosztowych cechują się podobną elastycznością stosowania.

⁶ W praktyce motyw podatkowy mogą być jedyną uświadomioną motywacją przez-kosztowego przekazywania wartości (w ramach strategii optymalizacji podatkowej).

są ze zwykłym funkcjonowaniem jego i jego rodziny, a osoba fizyczna prowadząca działalność gospodarczą ujmuje je w kosztach przedsiębiorstwa⁷;

- transakcje pomiędzy podmiotami – transakcje przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli z innym podmiotem, w jakiś sposób powiązany z właścicielami, np. więzami rodzinnymi⁸.

Jako przez-kosztowe przekazywanie wartości właścicielom należy traktować nie tylko takie części wymienionych powyżej przepływów pieniężnych (lub świadczeń w naturze), które przewyższają hipotetyczną wysokość takich przepływów w transakcjach zawartych na warunkach rynkowych. Podejście to wykorzystuje kategorię kosztu alternatywnego i jest analogiczne do zasady dystansu (*arm's length principle*) stosowanej przez służby podatkowe w ocenie transakcji pomiędzy podmiotami powiązanymi⁹.

Finansowa specyfika przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, czyli przez-kosztowe przekazywanie wartości, dotyczy przepływów pieniężnych na linii przedsiębiorstwo-właściciele, dlatego też specyfikę tę należy uwzględnić w wycenie przedsiębiorstwa metodami dochodowymi, w tym w wycenie metodą skorygowanej wartości bieżącej.

3. Metoda skorygowanej wartości bieżącej (APV)

Metoda skorygowanej wartości bieżącej (APV – *adjusted present value*), opracowana przez S.C. Myersa, wywodzi się od ustaleń poczynionych w pracach F. Modiglianiego i M.H. Millera (model z podatkiem dochodowym płaconym przez przedsiębiorstwa) [Modigliani, Miller 1958; Modigliani, Miller 1963; Myers 1974]¹⁰. Bazuje na wyraźnym rozróżnieniu pomiędzy obszarem przewidywalnej działalności operacyjnej a obszarem struktury kapitałowej. W odróżnieniu od metody FCFF, która wartość kreowaną przez decyzje o sposobach finansowania (głównie tarcze podat-

⁷ Najbardziej typowym przykładem tego proceduru jest przenoszenie na firmę kosztów samochodu używanego zarówno do celów służbowych, jak i prywatnych. Warto zauważyć, że wspomniany sposób przekazywania wartości właścicielom nie dokonuje się *stricto* przepływem pieniężnym z przedsiębiorstwa do właściciela. Jest to niejako świadczenie w naturze.

⁸ Mimo że rozliczenia pomiędzy takimi podmiotami, z racji istnienia pomiędzy nimi powiązań o charakterze rodzinnym, mogą być dodatkowo kontrolowane pod kątem wysokości stosowanych cen transferowych (por. [Majewska, Koleśnik 2007; Ustawa o podatku dochodowym od osób fizycznych, 1991; Ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych, 1992]).

⁹ Więcej na temat przyczyn, przykładów i sposobów wyznaczania kwot, które mogą być uznane za przez-kosztowe przekazywanie wartości w: [Nowicki 2009].

¹⁰ W Polsce w obecnych warunkach model APV jest też zgodny z modelem M.H. Millera z 1972 r., ponieważ stopy opodatkowania dochodów z dywidend i obligacji są równe, a pod takim warunkiem model M.H. Millera sprowadza się do modelu MM z podatkiem dochodowym płaconym przez przedsiębiorstwa (por. [Benninga, Sarig 2000, s. 288, 291; Ustawa o podatku dochodowym od osób fizycznych, 1991, art. 30a, 30b]).

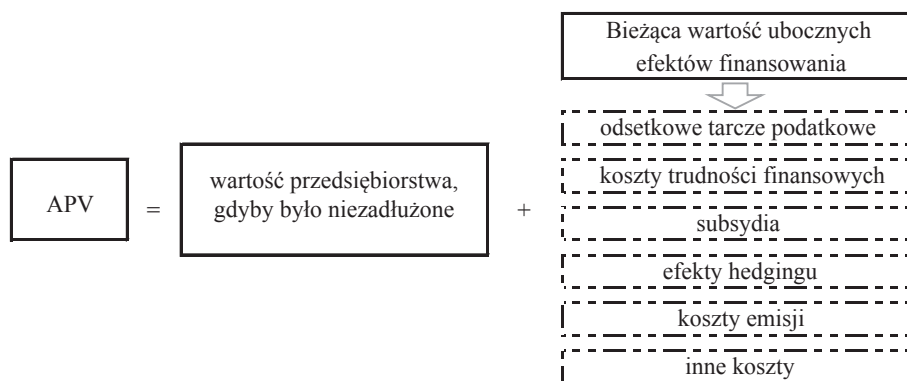
kowe) uwzględnia w stopie dyskontowej¹¹, metoda APV o ten element koryguje wartość bieżącą netto, czyli obliczaną wartość przedsiębiorstwa [Brealey, Myers 1999, s. 713].

W metodzie APV wartość przedsiębiorstwa wyrazić można jako sumę wartości przedsiębiorstwa niezadłużonego oraz bieżącej wartości ubocznych efektów finansowania. Wartość zadłużonego przedsiębiorstwa oblicza się zatem według następującej formuły:

$$W_{PL} = W_{PU} + UEF, \quad (1)$$

gdzie: W_{PL} – wartość przedsiębiorstwa zadłużonego; W_{PU} – wartość przedsiębiorstwa niezadłużonego; UEF – bieżąca wartość ubocznych efektów finansowania.

Istotę metody APV przedstawiono na rysunku 1.



Rys. 1. Istota metody APV

Źródło: [Luehrman 1997, s. 146].

Na rysunku 1 umieszczono przykładową listę czynników, które zaliczyć można do ubocznych efektów finansowania. W praktyce jednak niektóre z nich mogą być trudne do uchwycenia, inne z kolei mało znaczące. Z tych powodów najczęściej spotyka się uproszczoną wersję metody APV, w której jako uboczne efekty finansowania uwzględnia się tylko odsetkowe tarcze podatkowe¹².

¹¹ W metodzie FCFE, obliczając przepływy podlegające dyskontowaniu, nie uwzględnia się oszczędności podatkowych spowodowanych umniejszeniem podstawy opodatkowania przez odsetki, czyli odsetkowej tarczy podatkowej, zamiast tego koryguje się w dół średni ważony koszt kapitału, uwzględniając w nim koszt długu po opodatkowaniu, czyli umniejszony o tarczę podatkową. Więcej o metodzie FCFE w wycenie przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli w: [Nowicki 2010, s. 154-168].

¹² Zwolennicy tej metody podkreślają, że jest ona elastyczna i należy ją dostosowywać do potrzeb analizy, uwzględniając ważne w danym przypadku uboczne efekty finansowania. Najczęściej jednak

Pierwszy składnik wartości przedsiębiorstwa według metody APV – wartość przedsiębiorstwa, jaką miałoby, gdyby finansowane było tylko kapitałem własnym (W_{PU}) oblicza się według następującej formuły (por. [Luehrman 1997, s. 148; Dudydz 2005, s. 47; Nita 2007, s. 88]):

$$W_{PU} = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{FCFF_i}{\prod_{i=1}^{\infty} (1 + k_{U_i})}, \quad (2)$$

gdzie: k_{U_i} – koszt kapitału przedsiębiorstwa niezadłużonego w i -tym roku; $FCFF_i$ – wolny przepływ pieniężny w i -tym roku, zdefiniowany tak jak przepływ pieniężny przynależny wszystkim stronom finansującym, tj.:

$$\begin{aligned} &+ \text{ przychody operacyjne} \\ &- \text{ koszty operacyjne (w tym amortyzacja)} \\ &= \text{ zysk operacyjny} \\ &- \text{ podatek dochodowy} \\ &= \text{ zysk operacyjny netto} \\ &+ \text{ amortyzacja} \\ &-/+ \text{ wzrost KON} \\ &-/+ \text{ wydatki/wpływy inwestycyjne} \\ &= \text{ przepływ pieniężny przynależny wszystkim stronom finansującym} \\ &\quad \text{(FCFF)} \end{aligned} \quad (3)$$

Drugi składnik wartości przedsiębiorstwa w metodzie APV z reguły sprowadzony zostaje do zdyskontowanej wartości odsetkowych tarcz podatkowych (DVTS – *discounted value of tax shields*). Oblicza się ją według wzoru¹³:

$$DVTS = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{TS_i}{\prod_{i=1}^{\infty} (1 + k_{KO_i})}, \quad (4)$$

gdzie: TS_i – odsetkowa tarcza podatkowa w i -tym roku; wyznacza się ją jako iloczyn odsetek i efektywnej stopy podatku dochodowego; k_{KO_i} – koszt kapitału obcego w i -tym roku.

przykłady dotyczą odsetkowych tarcz podatkowych. M. Michalski proponuje, aby oprócz odsetkowych tarcz podatkowych brać pod uwagę także wpływ subsydiów (dodatni) oraz kosztów emisji (ujemny) (por. [Luehrman 1997, s. 146-151; Michalski 2001, s. 66]).

¹³ W praktyce wyceny wartość strumieni aż do nieskończoności, zarówno we wzorze (2), jak i (4) ujmuje się tak jak w innych metodach DCF, w podziale na wartość strumieni z okresu szczegółowej prognozy oraz ich wartość rezydualną. W odniesieniu do metody APV podejście takie zaprezentowano w: [Michalski 2001, s. 45].

Powyższy wzór zakłada, że zadłużenie przedsiębiorstwa jest na stałym poziomie, a tarcze podatkowe zależą od płatności odsetkowych, dlatego przyjmuje się, że są obciążone takim samym ryzykiem jak dług (por. [Dudycz 2005, s. 51]). Dlatego też tarcze podatkowe dyskontuje się za pomocą kosztu kapitału obcego (k_{ko}). Takie podejście zostało zaproponowane przez S.C. Myersa [1974, s. 20] i jest zgodne z modelem MM z podatkiem dochodowym¹⁴. Znane są jednak też inne możliwe podejścia do wyznaczania wartości tarcz podatkowych, różniące się w szczególności sposobem ustalenia stopy dyskontowej, za pomocą której oblicza się wartość bieżącą tarcz podatkowych¹⁵.

Po oszacowaniu zdyskontowanej wartości tarcz podatkowych obliczyć można wartość przedsiębiorstwa zgodnie z wzorem (1). Pamiętać należy, że metoda APV służy do wyznaczenia wartości przedsiębiorstwa (W_p), czyli sumy wartości kapitału własnego oraz kapitału obcego. Chcąc oszacować wartość kapitału własnego danej firmy, należy zatem od wartości przedsiębiorstwa odjąć wartość kapitału obcego.

4. Wycena niegieldowego przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli metodą APV

Wycena metodą APV niegieldowego przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli różni się od wyceny tą metodą w przypadku ogólnym. Główna różnica sprowadza się do zdefiniowania przepływów pieniężnych podlegających dyskontowaniu w celu wyznaczenia wartości przedsiębiorstwa niezadłużonego. Uwzględnienie przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom, stanowiącego specyfikę przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, polegać powinno na tym, że kwoty wykazywane w kosztach, które w istocie służą do przekazywania wartości właścicielom, nie powinny być odejmowane w trakcie kalkulacji przepływów pieniężnych podlegających dyskontowaniu. Zatem aby wyznaczyć wolne przepływy pieniężne przedsiębiorstwa niezadłużonego (FCFF we wzorze (2)), należy dokonać ich rekonstrukcji do poziomów, jakie przyjęłyby, gdyby nie stosowano przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom.

Pamiętać należy, że w metodach DCF przyjmuje się domyślne założenie, że przepływ pieniężny podlegający dyskontowaniu (np. FCFF) jest przekazywany grupie, której przynależy (np. FCFF – wszystkim stronom finansującym). Dlatego

¹⁴ Chodzi o model Modiglianego i Millera z podatkiem od dochodów osób prawnych z 1963 r., w którym wartość przedsiębiorstwa zadłużonego jest większa od wartości przedsiębiorstwa niezadłużonego o bieżącą wartość tarcz podatkowych, a właściwą stopą dyskontową do jej obliczenia jest koszt kapitału obcego [Modigliani, Miller 1963].

¹⁵ Możliwe podejścia do obliczania tarcz podatkowych (m.in. J.A. Milesa i J.R. Ezzella, R.S. Harris i J.J. Pringle'a) szeroko omówił i porównał w kilku swoich artykułach P. Fernandez (por. [Fernandez 2002; 1999; 2006]). Por. także: [Miles, Ezzell 1980, s. 719-730; Brealey, Myers 1999, s. 731-734, 737]. W polskiej literaturze omówienie najważniejszych z nich znaleźć można m.in. w: [Dudycz 2005, s. 48-56; Nita 2007, s. 90].

też zaniżanie przepływu pieniężnego o kwotę ujętą w kosztach, ale *de facto* nie stanowiącą kosztów operacyjnych, tylko sposób na przekazanie gotówki właścicielom, jest nieuzasadnione¹⁶. Kwoty te są jednak zazwyczaj ujęte w kosztach działalności operacyjnej i machinalne wykorzystanie danych księgowych prowadzić może właśnie do umniejszenia przepływu pieniężnego podlegającego dyskontowaniu o kwoty przekazane właścicielom. Zatem po przystąpieniu do oszacowania przepływów pieniężnych na potrzeby wyceny metodą APV:

- należy, analizując historyczne dane księgowe, zidentyfikować wśród nich kwoty ujęte w kosztach, stanowiące w istocie przekazanie wartości właścicielom;
- w danych prognostycznych na potrzeby wyceny należy wyraźnie oddzielić koszty niezbędne do działalności podmiotu od kwot w pozycjach kosztowych wykorzystywanych do przekazywania wartości właścicielom;
- obliczając przepływy podlegające dyskontowaniu (FCFF), nie należy podstawić machinalnie w pozycji „koszty operacyjne” wszystkich kosztów, lecz tylko te, które wynikają z normalnej działalności podmiotu; nie należy zatem w tej pozycji odejmować kwot ujętych w pozycjach kosztowych, a wykorzystywanych do przekazania wartości właścicielom.

Dlatego też wolne przepływy pieniężne (FCFF) w liczniku wzoru (2) w wycenie przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli powinny zostać wyznaczone zgodnie z następującą formułą:

$$\begin{aligned}
 &+ \text{ przychody operacyjne} \\
 &- \text{ koszty operacyjne (w tym amortyzacja)} \\
 &+ \text{ wykazywane w kosztach operacyjnych kwoty stanowiące transfer wartości do właścicieli} \\
 &= \text{ zrekonstruowany zysk operacyjny} \\
 &- \text{ podatek dochodowy} \\
 &= \text{ zrekonstruowany zysk operacyjny netto} \\
 &+ \text{ amortyzacja} \\
 &-/+ \text{ wzrost KON} \\
 &-/+ \text{ wydatki/wpływy inwestycyjne} \\
 &= \text{ przepływ pieniężny przynależny wszystkim stronom finansującym} \\
 &\quad \text{(FCFF)}
 \end{aligned} \tag{5}$$

Podatek dochodowy odejmowany w powyższej formule to hipotetyczny podatek obliczony tak, jakby nie występowały odsetki od kapitału obcego. Powinien być zaprognozowany przy użyciu efektywnej stopy podatkowej w odniesieniu do zysku

¹⁶ W kalkulacji FCFF nie odejmuje się wypłaconych dywidend, które stanowią przecież kwoty przekazane właścicielom. W tej sytuacji niekonsekwencją byłoby odejmowanie w kalkulacji FCFF kwot przekazanych właścicielom za pośrednictwem pozycji kosztowych oraz nieodejmowanie kwot przekazanych właścicielom poprzez dywidendy.

operacyjnego albo zrekonstruowanego zysku operacyjnego, w zależności od tego, czy uwzględnione uprzednio „wykazywane w kosztach operacyjnych kwoty stanowiące transfer wartości do właścicieli” stanowią koszty podatkowe, czy nie. Jeśli są kosztami podatkowymi, to podatek powinien być kalkulowany w odniesieniu do zysku operacyjnego. Jeśli natomiast nie są kosztami podatkowymi, to podatek wyznaczony powinien zostać w odniesieniu do zrekonstruowanego zysku operacyjnego¹⁷.

Warto zauważyć, że obliczenia opisane wzorem (2) dokonywane są przy założeniu, że przedsiębiorstwo finansowane jest tylko kapitałem własnym. Wynika z tego, że widniejący we wzorze (2) przepływ pieniężny, przynależny wszystkim stronom finansującym (FCFF), przynależy w istocie właścicielom takiego hipotetycznego przedsiębiorstwa finansowanego tylko kapitałem własnym¹⁸. Również widniejący we wzorze (2) koszt kapitału (k_{ui}), obliczany jako koszt kapitału własnego, jest jednocześnie średnim ważonym kosztem kapitału takiej hipotetycznej niezadłużonej firmy.

O powyższych założeniach trzeba pamiętać, wykorzystując metody szacowania kosztu kapitału własnego, takie jak CAPM czy metoda składania. Jeśli bowiem do szacowania kosztu kapitału wykorzystana jest metoda wyceny aktywów kapitałowych (CAPM – *capital asset pricing model*), to do wzoru na koszt kapitału własnego w CAPM należy podstawić betę nielewarowaną, tj. abstrahującą od struktury finansowania podmiotu (obliczaną dla podmiotu finansowanego w 100% kapitałem własnym), a nie jak w przypadku ogólnym – betę lewarowaną. Jest to szczególnie istotne w odniesieniu do niegieldowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, ponieważ ze względu na brak wyceny giełdowej do oszacowania kosztu kapitału własnego przy użyciu CAPM z reguły wykorzystuje się równanie R.S. Hamady¹⁹. W takim przypadku w wycenie metodą APV użyć należy bety nielewarowanej

¹⁷ Lub też za pomocą odpowiednio skorygowanej efektywnej stopy podatkowej.

¹⁸ Stąd z pozoru nieistotna wydaje się kwestia, czy przepływ we wzorze (2) zdefiniowany będzie jako FCFF, czy jako FCFE. Dla przedsiębiorstwa finansowanego tylko kapitałem własnym te dwa przepływy są równe (FCFF = FCFE), ponieważ nie występują ani odsetki od długu, ani zaciągnięcia bądź spłaty długu oprocentowanego. Jednak takie użyczenie może prowadzić do błędów w obliczeniach, jeśli stosując FCFE, ujmie się w formule także odsetki oraz zaciągnięcia i spłaty długu oprocentowanego. Błąd taki wkraść się np. w przykładzie 6.2 w: [Szczepankowski 2007, s. 219-220].

¹⁹ R.S. Hamada wyszedł od modelu MM z podatkami i połączył go z CAPM. Koszt kapitału własnego firmy zadłużonej w modelu MM z podatkami to: $k_{EL} = k_{EU} + \frac{D}{E} \times (k_{EU} - k_D) \times (1 - T)$. Zakładając, że $k_D = r_f$ oraz wyrażając koszt kapitału własnego firmy zadłużonej (k_{EL}) za pomocą CAPM, otrzymuje się:

$$r_f + \beta_L (r_m - r_f) = r_f + \beta_U (r_m - r_f) + \frac{D}{E} [r_f + \beta_U (r_m - r_f) - r_f] (1 - T).$$

Po przekształceniu otrzymuje się wzór R.S. Hamady: $\beta_L = \beta_U \left[1 + (1 - T) \frac{D}{E} \right]$.

Jak zaznaczono powyżej, wzór ten zakłada, że koszt długu (k_D) jest równy stopie zwrotu wolnej od ryzyka (r_f). Jeśli dług jest obciążony ryzykiem rynkowym, czyli wskaźnik beta długu (β_D) jest wyż-

(β_U – *unlevered beta*), odzwierciedlającej ryzyko operacyjne danej branży (po wyeliminowaniu wpływu struktury finansowania), nazywanej też betą aktywów (β_A), operacyjną, oddłużoną i betą branży. Jeśli natomiast w procesie szacowania kosztu kapitału wykorzystuje się metodę składania (*build up approach*)²⁰, to w ramach korekt z tytułu ryzyka specyficznego uwzględnić należy brak ryzyka finansowego w wycenianym podmiocie (nie ze względu na faktyczny brak tego ryzyka w wycenianym podmiocie, tylko ze względu na metodykę wyceny).

5. Zalety i wady metody APV w wycenie niegieldowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli

Do zalet metody APV zalicza się wyraźne rozdzielenie wartości wynikającej z przewidywalnej działalności operacyjnej i struktury kapitałowej oraz powstającą w związku z tym możliwość prześledzenia wpływu działalności operacyjnej, zadłużenia oraz stopy podatkowej na wartość (por. [Benninga, Sarig 2000, s. 268, 499]). APV szczególnie nadaje się do wyceny podmiotów gospodarczych (por. [Brigham, Gapenski, 2000 s. 386]):

- w których stopień zadłużenia użytego do sfinansowania przyszłych nakładów inwestycyjnych i zapotrzebowania na KON może być dokładnie określony;
- które są i będą finansowane kapitałem własnym i oprocentowanym kapitałem obcym.

Metoda ta nadaje się zatem także do wyceny przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, odpowiadających powyższej charakterystyce.

Jako wady metody APV wymienić należy konieczność ustalenia kosztu kapitału własnego dla danej firmy na podstawie analizy porównawczej innych przedsiębiorstw z tej klasy ryzyka, ale przy założeniu braku zadłużenia. Wada ta ze względu na znikomą dostępność danych do porównań stanowić może istotne ograniczenie w stosowaniu metody APV w wycenie niegieldowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli.

Poza tym mogą wystąpić trudności z ustaleniem wielkości i kosztu kapitału obcego w celu oszacowania wartości tarcz podatkowych w warunkach nieprzewidywalnych zmian stóp oprocentowania kredytów i pożyczek (por. [Szczepankowski 2007, s. 219]).

szy od zera, to współczynnik beta kapitału własnego firmy zadłużonej można wyrazić następująco:

$$\beta_L = \beta_U \left[1 + (1 - T) \frac{D}{E} \right] - \beta_D (1 - T) \frac{D}{E} \quad (\text{por. [Damodaran 2007, s. 339]}).$$

²⁰ Opiera się ona na założeniu, że koszt kapitału własnego danego przedsiębiorstwa składa się z pewnej liczby możliwych do zidentyfikowania czynników ryzyka, które po zsumowaniu będą odzwierciedlać stopę zwrotu, jakiej może oczekiwać z zainwestowanego kapitału racjonalnie działający inwestor (por. Pratt, Grabowski 2008, s. 70; Risius 2007, s. 89)).

Jako istotne ograniczenie najczęstszej postaci metody APV, przedstawiającej wartość przedsiębiorstwa jako sumę wartości firmy niezadłużonej i zdyskontowanej wartości tarcz podatkowych, wymienia się pomijanie kosztów trudności finansowych. Powoduje to jednostronne postrzeganie długu jako sposobu zwiększenia wartości przedsiębiorstwa bez żadnych kosztów (por. [Damodaran 2002, s. 404]). Stwierdzić jednak trzeba, że pełna wersja metody APV uwzględnia koszty trudności finansowych.

Ponadto do stosowania metody APV zniechęcają:

- otwarta lista ubocznych efektów finansowania,
- brak wypracowanego jednoznacznego stanowiska w kwestii obliczania DVTS (por. [Dudycz 2005, s. 48])²¹.

6. Zakończenie

Przedstawione w opracowaniu szczegółowe zagadnienia dotyczące metody skorygowanej wartości bieżącej pokazują, że może ona być stosowana do wyceny niegieldowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli. Pamiętać jednak należy o zaprezentowanych w opracowaniu koniecznych dostosowaniach tej metody do specyfiki niegieldowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, w szczególności o wynikającej z przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom korekcie przepływów pieniężnych podlegających dyskontowaniu, jak również innych zmianach dotyczących szacowania podatku dochodowego, kosztu kapitału czy zdyskontowanej wartości odsetkowych tarcz podatkowych.

Literatura

- Benninga S.Z., Sarig O.H., *Finanse przedsiębiorstwa: metody wyceny*, WIG Press, Warszawa 2000.
- Black A., Wright Ph., Bachman J.E., Davies J., *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy. Kształtowanie wyników działalności spółek*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000.
- Brealey R.B., Myers S.C., *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1999.
- Brigham E.F., Gapenski L.C., *Zarządzanie finansami*, t. 1, PWE, Warszawa 2000.
- Damodaran A., *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, wyd. II, ONEPRESS, Gliwice 2007.
- Damodaran A., *Investment Valuation: Second Edition*, John Wiley & Sons, New York 2002.

²¹ P. Fernandez twierdzi nawet, że niewłaściwe jest używanie sformułowania DVTS (*discounted value of tax shields*), czyli zdyskontowanej wartości odsetkowych tarcz podatkowych, ponieważ wartość tarcz podatkowych jest różnicą pomiędzy bieżącą wartością podatków płaconych przez niezadłużone przedsiębiorstwo a bieżącą wartością podatków płaconych przez zadłużone przedsiębiorstwo. Jest to zatem różnica między bieżącymi wartościami dwóch oddzielnych przepływów pieniężnych charakteryzujących się różnym ryzykiem, a nie zdyskontowana wartość tarcz podatkowych (por. [Fernandez 2002, s. 15-21]).

- Dudycz T., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005.
- Fernandez P., *The correct value of tax shields. An analysis of 23 theories*, IESE Business School, working paper, 2.04.2002, <http://ssrn.papers.com> (10.03.2008).
- Fernandez P., *Equivalence of the different discounted cash flow valuation methods. Different alternatives for determining the discounted value of tax shields and their implications for the valuation*, IESE Business School, working paper, 2.07.1999, <http://ssrn.papers.com> (14.02.2004).
- Fernandez P., *Valuing companies by cash flow discounting: Ten methods and nine theories*, IESE Business School, working paper, 27.12.2006, <http://ssrn.papers.com> (10.03.2008).
- Luehrman T.A., *Using APV: A better tool for valuing operations*, „Harvard Business Review”, May-June 1997.
- Majewska E., Koleśnik A., *Podatki w firmie małżonków*, „Rzeczpospolita” z 11.06.2007.
- Michalski M., *Zarządzanie przez wartość*, WIG-Press, Warszawa 2001.
- Miles J.A., Ezzell J.R., *The weighted average cost of capital, perfect capital markets and project life: A clarification*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, September 1980, vol. XV, no. 3.
- Modigliani F., Miller M.H., *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, „American Economic Review”, June 1958, vol. 48 (3).
- Modigliani F., Miller M.H., *Corporate income taxes and the cost of capital: A correction*, „American Economic Review”, June 1963, vol. 53 (3).
- Myers S.C., *Interactions of corporate financing and investment decisions – Implications for capital budgeting*, „The Journal of Finance”, March 1974, vol. XXIX, no. 1.
- Nita B., *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007.
- Nowicki J., *DCF Valuation of Company Managed by the Owners*, [w:] W. Frąckowiak, C. Kochalski (red.), *Modern Managerial Finance: New Trends and Research Areas*, Wydawnictwo UE w Poznaniu, Poznań 2010.
- Nowicki J., *Specyfika przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli w świetle koncepcji zarządzania przez wartość (VBM)*, [w:] E. Urbańczyk (red.), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Zeszyty Naukowe nr 577, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 23, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2009.
- Pratt S.P., Grabowski R.J., *Cost of Capital: Applications and Examples*, Third Edition, John Wiley and Sons, Hoboken 2008.
- Risius J.M., *Business Valuation: A Primer for The Legal Professional*, American Bar Association, Chicago 2007.
- Ross SA, Westerfield R.W., Jordan B.D., *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999.
- Szczepankowski P., *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.

Akty prawne

- Ustawa Kodeks spółek handlowych, z dnia 15 września 2000 r., DzU z 2000, nr 94, poz. 1037, z późn. zm.
- Ustawa o podatku dochodowym od osób fizycznych z dnia 26 lipca 1991 r., DzU z 1991, nr 80, poz. 350, z późn. zm.
- Ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych z dnia 15 lutego 1992 r., DzU z 1992, nr 21, poz. 86, z późn. zm.

ADJUSTED PRESENT VALUE METHOD IN VALUATION OF NON-STOCK ENTERPRISES MANAGED BY OWNERS

Summary: The article presents some specific aspects of adjusted present value method in valuation of non-stock enterprises managed by owners. The paper points out the necessity of different (comparing to the basic case) definition of the cash flows, which is a consequence of via-cost value transfer observed in non-stock enterprises managed by owners. Some other corrections have been also proposed, i.e. concerning income tax, the cost of capital or the discounted value of tax shields estimation.

Keywords: value of an enterprise, valuation, adjusted present value method, enterprises managed by its owners.