

# Nośniki wartości firmy – budowa strategii maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa

<https://doi.org/10.33141/po.2003.02.08>

Przeгляд Organizacji, Nr 2 (757), 2003, ss. 36-39

[www.przeглядorganizacji.pl](http://www.przeглядorganizacji.pl)

Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa (TNOiK)

Anna Michna

## Wprowadzenie

**Z**aadoptowanie przez przedsiębiorstwo systemów zarządzania nakierowanych na wzrost wartości owocuje maksymalnym wykorzystaniem potencjału rozwojowego przedsiębiorstwa, między innymi przez wyzwolenie zasobów innowacyjności tkwiących w organizacji i daje możliwość osiągnięcia przewagi konkurencyjnej.

Zarządzanie przedsiębiorstwem przez maksymalizowanie jego wartości (*value based management*) oraz przez wzrost korzyści odnoszonych przez akcjonariuszy (*shareholder value approach*) wymaga podejmowania określonych decyzji inwestycyjnych, organizacyjnych i finansowych. Identyfikacja metod i sposobów podwyższania wartości wymaga wskazania źródeł kreujących wartość.

## Ustalanie wartości przedsiębiorstwa

**R**ynkowa wartość przedsiębiorstwa określana jest między innymi przez podejście dochodowe, które bazuje na zdolności do kreowania dochodu. To podejście może być realizowane metodą DCF, gdzie wartość przedsiębiorstwa wynika z bieżącej wartości przyszłych operacyjnych przepływów pieniężnych netto.

Formuła matematyczna dla metody zdyskontowanych strumieni pieniężnych ma następującą postać:

$$V_{DCF} = \sum_{i=1}^t \left( CF_i \times \frac{1}{(1+r)^i} \right) + RV \times \frac{1}{(1+r)^t}$$

gdzie:

$V_{DCF}$  – wartość przedsiębiorstwa

$CF_i$  – strumień pieniężny na koniec  $i$ -tego roku,

1, 2, ...,  $i$ , ...,  $t$  – kolejne lata

$RV$  – wartość rezydualna (końcowa) przedsiębiorstwa

$r$  – stopa dyskontowa

Jednym z warunków gwarantujących poprawność wyceny tą metodą jest rzetelne prognozowanie możliwych do uzyskania w przyszłości nadwyżek finansowych. *Cash flow* może być ustalane według modelu FCFE (*Free Cash Flow to Equity*) lub FCFF (*Free Cash Flow to Firm*).

## Modele FCFF oraz FCFE

Ustalanie wartości firmy według FCFF to metoda oparta na dyskontowaniu przepływów pieniężnych przynależnych wszystkim stronom finansującym, tj. zarówno właścicielom, jak i wierzycielom<sup>1)</sup>. W stosunku do FCFE przepływy pieniężne różnią się tym, że nie ujmują strumieni związanych z zasilaniem przedsiębiorstwa kredytem oraz jego spłatą, a także kosztów obsługi zadłużenia. Natomiast podatki oblicza się tak, jakby przedsiębiorstwo było finansowane wyłącznie kapitałem własnym. Formułę matematyczną FCFF można przedstawić następująco:

$$\text{FCFF} = \text{zysk operacyjny} (1 - \text{stawka podatku dochodowego}) + \text{amortyzacja} \pm \text{zmiana kapitału obrotowego netto} - \text{wydatki na inwestycje w majątek trwały}$$

Z kolei formuła dla FCFE przedstawia się następująco:

$$\text{FCFE} = \text{zysk netto} + \text{amortyzacja} \pm \text{zmiana kapitału obrotowego netto} \pm \text{zmiana stanu kredytów} - \text{wydatki na inwestycje w majątek trwały}$$

Stosując model FCFE można wprost ustalić wartość kapitału własnego przedsiębiorstwa, z kolei wartość ustalona na podstawie FCFF obejmuje również zadłużenie przedsiębiorstwa.

## Ustalanie stopy dyskontowej

Spośród różnych metod szacowania wysokości stopy dyskontowej do najbardziej znanych należą:

- metoda subiektywnego szacowania dodatku za ryzyko,
- model wyceny aktywów kapitałowych (*Capital Asset Pricing Model* – CAPM),
- średni ważony koszt kapitału (*Weighted Average Cost of Capital* – WACC).

Wszystkie wymienione metody bazują na wspólnym elemencie wyjściowym, jakim jest wolna od ryzyka stopa procentowa, która następnie powiększona jest o premię za ryzyko. Ustalając wolną od ryzyka stopę procentową bierze się pod uwagę papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa.

Model CAPM jest wykorzystywany do szacowania kosztu kapitału własnego. Zastosowanie tego modelu wymaga określenia następujących czynników: wolnej od ryzyka stopy procentowej, premii za ryzyko oraz współczynnika beta.

Równanie opisujące ten model ma postać:

$$R_E = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

gdzie:

$R_E$  – koszt kapitału własnego

$r_f$  – stopa zwrotu wolna od ryzyka

$r_m$  – oczekiwana stopa zwrotu z portfela rynkowego

$\beta$  – współczynnik beta, który jest zestandaryzowaną miarą ryzyka rynkowego i jest obliczany jako relacja kowariancji dochodów z akcji danego przedsiębiorstwa ( $r_i$ ) z dochodowością portfela rynkowego ( $r_m$ ) do wariancji portfela rynkowego:

$$\beta = \frac{\text{cov } r_i r_m}{\text{var } r_m}$$

Procedura wyznaczania WACC sprowadza się do trzech następujących kroków:

- ustalenia wag dla poszczególnych źródeł finansowania,
- oszacowania kosztu kapitału własnego,
- oszacowania kosztu wszystkich, wykorzystywanych przez firmę, rodzajów kapitału obcego oprocentowanego (kredyty, pożyczki bankowe, instrumenty dłużne, leasing).

Formuła matematyczna modelu WACC ma postać następującego wzoru:

$$WACC = \frac{E}{F + E} R_E + \frac{F}{F + E} R_F (1 - T)$$

gdzie:

$F$  – kapitał obcy

$E$  – kapitał własny

$R_E$  – koszt kapitału własnego

$R_F$  – koszt kapitału obcego

$T$  – stopa podatku dochodowego

O poprawności wyceny decyduje właściwy dobór odpowiedniego modelu stopy dyskonta, który musi korespondować z modelem obliczeń przepływów pieniężnych. Dla modelu FCFE stopa dyskonta będzie równa średniemu ważonemu kosztowi kapitału, zaś dla modelu FCFE stopa dyskonta będzie obliczana według modelu CAPM<sup>2)</sup>.

Ponadto prognoza przepływów pieniężnych musi odzwierciedlać tę samą wielkość inflacji, która została wykorzystana do określenia stopy dyskontowej<sup>3)</sup>.

### Ustalenie wartości rezydualnej

Kolejny etapem wyceny jest ustalenie **wartości rezydualnej**, która pokazuje wartość przedsiębiorstwa w końcowym momencie prognozy. Oblicza się ją jako: wartość dochodową otrzymaną przez kapitalizację salda przepływu dla ostatniego roku prognozy w przypadku kontynuowania działalności, wartość dochodową z opcją stałego wzrostu dochodów w przypadku planowanego wzrostu dochodowości przedsiębiorstwa, wartość likwidacyjną w przypadku planowanego zakończenia działalności przedsiębiorstwa.

W praktyce dla przedsiębiorstw dochodowych, które będą kontynuowały działalność, wartość rezydualną oblicza się najczęściej jako wartość dochodową z opcją stałego wzrostu dochodów; stopa wzrostu powinna korespondować między innymi ze stopą wzrostu PKB, a w szczególności z tempem rozwoju danego sektora, w którym działa przedsiębiorstwo.

### Kluczowe czynniki kształtujące wartość przedsiębiorstwa



arządzanie wartością przedsiębiorstwa (*value based management*) przyczyniające się do wzrostu jego wartości wymaga określenia czynników, od których zależy przyrost wartości przedsiębiorstwa.

Literatura przedmiotu podaje następujące kluczowe czynniki cząstkowe kształtujące wartość przedsiębiorstwa, które są również określane mianem nośników wartości<sup>4)</sup> (*value drivers*)<sup>5)</sup>: stopa wzrostu przychodów, rentowność operacyjna sprzedaży, efektywna stopa podatku dochodowego, stopa inwestycji w kapitał obrotowy netto, stopa inwestycji w aktywa trwałe netto, okres przewagi konkurencyjnej (okres kreowania dodanej wartości operacyjnej przedsiębiorstwa), struktura i koszt kapitału.

### Strategia maksymalizowania wartości przedsiębiorstwa



trategia maksymalizowania wartości przedsiębiorstwa obejmuje działania zmierzające do optymalnego i harmonijnego sterowania wymienionymi nośnikami wartości.

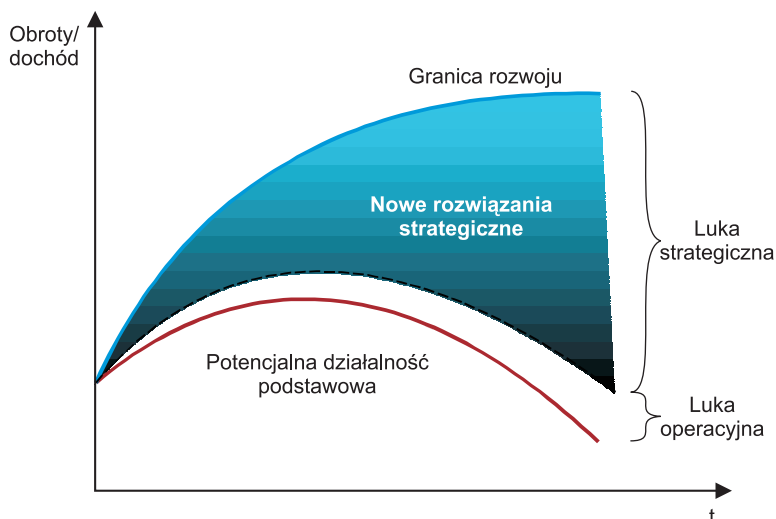
### Stopa wzrostu przychodów

Wzrost wartości firmy zależy wprost od długookresowej stopy wzrostu sprzedaży.

Analiza stopy wzrostu przychodów prowadzi między innymi do określenia dwóch następujących wielkości determinujących granice wzrostu przychodów osiągniętych przez przedsiębiorstwo (są to również granice potencjału rozwojowego przedsiębiorstwa): granicy efektywności oraz strategicznej granicy rozwoju firmy.

Rozwój firmy oparty tylko na podwyższaniu efektywności może zapewnić osiągnięcie w najlepszym przypadku jedynie chwilowej przewagi konkurencyjnej. W momencie, gdy większość przedsiębiorstw w danym sektorze funkcjonuje blisko granicy efektywności i maleje luka w efektywności operacyjnej, żadna z rywalizujących firm nie będzie mogła osiągnąć trwałej przewagi konkurencyjnej. Przedsiębiorstwo, chcąc osiągnąć zdecydowanie lepsze wyniki niż jego rywale, powinno wyróżniać się na tle branży w trwały sposób, oferując klientom dobra szczególne, na przykład dostarczać klientom wyższą wartość rynkową i przesunąć się jednocześnie w kierunku wyższych cen. Alternatywą jest zapewnianie porównywalnej wartości po mniejszym koszcie<sup>6)</sup>.

Tak więc, o potencjale rozwojowym przedsiębiorstwa nie decyduje jedynie efektywność operacyjna, lecz przede wszystkim umiejętność wyszukiwania nowych,



**Rys. Luka między podstawową działalnością a granicą rozwoju**

Źródło: H. KREIKEBAUM, *Planowanie strategiczne w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1997, s. 49.

wyjątkowych pozycji rynkowych. Skutecznie działające firmy muszą właściwie przewidywać i wyczuwać kierunki zmian nieustannie zachodzących w otoczeniu i w odpowiedni sposób na nie reagować.

### **Rentowność operacyjna sprzedaży**

Osiągana marża zysku operacyjnego zależy od decyzji operacyjnych dotyczących kształtowania produktu, cen i kosztów operacyjnych, promocji i dystrybucji, przy uwzględnieniu preferencji nabywców i sytuacji na rynku.

Potencjał rentowności przedsiębiorstwa wynikający z jego działalności operacyjnej jest zależny do stanu konkurencji w sektorze. Najpotężniejsza z pięciu sił Portera, rządząca konkurencją, wyznacza rentowność danego sektora, ma więc największe znaczenie w formułowaniu strategii. Przykładowo firma wygrywająca rywalizację o pozycję wśród obecnych konkurentów w danym sektorze nie będzie charakteryzowała się wysoką rentownością, jeśli będzie występowała realna groźba wprowadzenia na rynek lepszych lub tańszych wyrobów substytucyjnych.

### **Efektywna stopa podatku dochodowego**

Na poziom wypracowanych przez przedsiębiorstwo dochodów netto ma wpływ stawka obciążenia podatkiem dochodowym. Efektywna stopa podatkowa dla danego przedsiębiorstwa jest zależna od opracowanej i wdrożonej strategii podatkowej, która powinna wzmacniać strategię rozwojową firmy. Jeśli dochody przedsiębiorstwa charakteryzują się niską zmiennością i są w wysokim stopniu przewidywalne, co jest w dużej mierze charakterystyczne dla rynków dojrzałych i przedsiębiorstw o silniejszej pozycji rynkowej, wówczas wysoka będzie wartość tarcz podatkowych na odsetkach od oprocentowanego długu. Natomiast

dla przedsiębiorstw znajdujących się we wcześniejszych fazach rozwoju, działających na rynkach cyklicznych i podatnych na zmiany, istnieje ryzyko ponoszenia strat lub osiągania dochodów na tak niskim poziomie, że nie będzie można wykorzystać całego kosztu odsetek na potrzeby osłony podatkowej.

Przedsiębiorstwo może stosować również inne metody obniżania obciążeń podatkowych korzystając z ulg i zwolnień podatkowych przysługujących na przykład spółkom prowadzącym działalność w specjalnych strefach ekonomicznych.

Ważnym elementem w strategii podatkowej firmy jest również lokalizacja i eksploatacja własności intelektualnej i marki.

### **Stopa inwestycji w kapitał obrotowy netto**

Zarządzanie kapitałem obrotowym w przedsiębiorstwie musi być podporządkowane strategii sprzedaży oraz koncepcji kontroli kosztów, wówczas działania kształtujące wielkość i strukturę majątku obrotowego oraz zobowiązań krótkoterminowych spowodują wzrost wartości danej spółki.

Posiadanie odpowiedniego kapitału obrotowego warunkuje zachowanie ciągłości i rytmiczności przebiegu operacji gospodarczych w przedsiębiorstwie.

Wielkość kapitału obrotowego powinna pozostawać w określonej relacji między innymi do przychodów ze sprzedaży, a przyrost kapitału obrotowego powinien być proporcjonalny do wzrostu sprzedaży.

Poziom zapotrzebowania na kapitał obrotowy dla danego przedsiębiorstwa zależy od następujących parametrów: okresu utrzymywania zapasów, okresu ściągania należności, okresu płatności zobowiązań w stosunku do dostawców.

Podsumowując, decyzje finansowe dotyczące kapitału obrotowego powinny optymalizować wielkość oraz strukturę aktywów bieżących z uwagi na minimalizację kosztów ich finansowania.

### **Stopa inwestycji w aktywa trwałe netto**

Poziom inwestycji w aktywa trwałe zdeterminowany jest koniecznością częściowej lub całościowej wymiany majątku trwałego i wielkością nakładów koniecznych do utrzymania w należytym stanie posiadanych aktywów. Decyzje inwestycyjne wyznaczają możliwości ekspansji przedsiębiorstwa i warunkują zarówno możliwości wzrostu produkcji, jak i jej dywersyfikację.

Decyzję o realizacji konkretnych projektów inwestycyjnych w danym przedsiębiorstwie poprzedza się oceną za pomocą takich mierników, jak: NPV (*net present value*) – wartość zaktualizowana netto czy IRR (*internal rate of return*) – wewnętrzna stopa zwrotu.

**Tab. Porównanie wpływu kapitału własnego i obcego na działalność przedsiębiorstwa zorganizowanego w formie spółki akcyjnej**

	Kapitał własny	Kapitał obcy
<b>Okres zwrotu</b>	Kapitał jest powierzony firmie bez terminu zwrotu.	Kapitał jest powierzony firmie przez wierzycieli na określony czas (okres umowy).
<b>Płatności</b>	Dywidendy są wypłacane akcjonariuszom w zależności od możliwości finansowych firmy (wypracowanego zysku netto).	Bieżące odsetki (oprocentowanie) oraz spłaty kapitału są wypłacane wierzycielom zgodnie z umową (sztywne płatności).
<b>Opodatkowanie</b>	Wypłacone dywidendy nie stanowią dla przedsiębiorstwa kosztu zmniejszającego podstawę opodatkowania podatkiem dochodowym.	Odsetki (oprocentowanie) są dla przedsiębiorstwa kosztami finansowymi zmniejszającymi podstawę opodatkowania podatkiem dochodowym.
<b>Kontrola zarządu</b>	Akcjonariusze mają prawo głosu w najważniejszych sprawach firmy.	Wierzyciele kontrolują firmę tylko w zakresie wynikającym z umowy.
<b>Ryzyko bankructwa</b>	Niewypłacanie dywidend nie może być przyczyną postanowienia firmy w stan upadłości.	Niewypłacenie oprocentowania lub niespłacenie kapitału może być podstawą ogłoszenia upadłości firmy.

Źródło: A. DULINIEC, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 2001, s. 34.

### **Okres przewagi konkurencyjnej (okres kreowania dodanej wartości operacyjnej przedsiębiorstwa)**

Przewagę konkurencyjną można przypisać temu, czy dana firma osiąga wzrost większy czy mniejszy od przeciętnego w tym sektorze. Dane przedsiębiorstwo może rozwijać swój potencjał przez stosowanie innowacyjnej strategii, która zapewni optymalne warunki funkcjonowania w stosunku do stale zmieniającego się otoczenia. Zamierzenia strategiczne firmy nie mają zatem odzwierciedlać jej dzisiejszych problemów, lecz powinny budować i wykorzystywać jej przyszłe szanse.

Ponieważ niemal każdą przewagę można naśladować, z czasem konkurenci nieuchronnie prześcigną każdą firmę, która zaniecha udoskonaleń. Zatem innowacja i wprowadzanie zmian to nierozłączni sojusznicy firm chcących budować trwałą przewagę konkurencyjną, z kolei tam, gdzie innowacja zanika, przedsiębiorstwo popada w stagnację i wtedy jest już tylko kwestią czasu, kiedy prześcigną je konkurenci.

### **Struktura i koszt kapitału**

Wzrost wartości przedsiębiorstwa wpływa między innymi z optymalizacji struktury kapitału oraz minimalizacji kosztu kapitału. Analizę porównawczą kapitału obcego i kapitału własnego przedstawia powyższa tabela.

Wyznaczaniem optymalnej struktury kapitału w przedsiębiorstwie zajmuje się teoria substytucji<sup>7)</sup> (*trade off theory of capital structure*), która zakłada, że dla każdego przedsiębiorstwa istnieje optymalna relacja długu do kapitału własnego, dla której wartość przedsiębiorstwa jest maksymalna.

Minimalny średni ważony koszt kapitału (WACC) dla przedsiębiorstwa jest wyznaczony przez optymalny poziom zadłużenia, dla którego wartość danego podmiotu jest największa.

Granice opłacalności wykorzystania kapitału obcego pomogą określić również analiza związku pomię-

dzy rentownością aktywów (ROA) i rentownością kapitału własnego (ROE).

### **Wnioski**

**W** budowaniu strategii rozwoju firmy, której nadrzędnym celem jest wzrost wartości, niezbędne jest oznaczenie i szczegółowa analiza obszarów potencjalnie powodujących maksymalizację wartości. Podstawowy, uniwersalny zbiór czynników został zaprezentowany w niniejszym artykule. Dla poszczególnych sektorów gospodarki wagi wspomnianych nośników wartości będą zależne od konkretnych uwarunkowań branży, a w szczególności od natężenia walki konkurencyjnej w sektorze.

Czynniki kształtujące wartość przedsiębiorstwa nie mogą być rozważane osobno, gdyż są one powiązane szeregiem współzależności, dlatego też w dalszej pracy trzeba przeanalizować stopień wzajemnej zależności tych zależności oraz wpływ niematerialnych, jakościowych czynników na rozwój organizacji.

Anna Michna

### **PRZYPISY**

- 1) T. COPELAND, T. KOLLER, J. MURRIN, *Wycena. Mięszczenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa 1997, s. 122–124.
- 2) A. DAMODARAN, *Damodaran on Valuation. Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, John Wiley & Sons, Inc., New York, 1994, s. 19.
- 3) B. CORNELL, *Wycena spółek. Metody i narzędzia efektywnej wyceny*, Liber, Warszawa 1999, s. 114–115.
- 4) M. MICHALSKI, *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG-Press, Warszawa 2001, s. 116.
- 5) A. DULINIEC, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 2001, s. 156–157.
- 6) M.E. PORTER, *Porter o konkurencji*, PWE Warszawa 2001, s. 109.
- 7) A. DULINIEC, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 2001, s. 125–132.

Autorka – dr inż., Katedra Organizacji Produkcji, Wydział Organizacji i Zarządzania Politechniki Śląskiej.