

JAROSŁAW NOWICKI

CZY METODA ZDYSKONTOWANYCH DYWIDEND JEST ODPOWIEDNIA DO WYCENY I SZACOWANIA KOSZTU KAPITAŁU WŁASNEGO NIEGIEŁDOWYCH PRZEDSIĘBIORSTW ZARZĄDZANYCH PRZEZ WŁAŚCICIELI?

Wprowadzenie

Metoda zdyskontowanych dywidend to jedna z najprostszych, a zarazem najstarszych metod wyceny kapitału własnego przedsiębiorstwa¹. Można ją postrzegać jako węższe niż FCFE² spojrzenie na przepływy pieniężne do właścicieli. Skoro bowiem metoda FCFE określona może być jako dyskontowanie potencjalnych dywidend, to omawiana tu metoda koncentruje się na dyskontowaniu faktycznych dywidend³.

Metoda zdyskontowanych dywidend wymieniana bywa wśród metod dochodowych najczęściej stosowanych i zalecanych⁴. W praktyce wyceny podejście dywidendowe jest

¹ A. Damodaran: *Investment Valuation: Second Edition*, John Wiley & Sons, New York 2002, s. 322.

² Chodzi o metodę, w której dyskontowaniu kosztem kapitału własnego podlegają przyszłe przepływy pieniężne przynależne właścicielom (ang. free cash flow to equity). Inne nazwy stosowane do określenia tego podejścia to: wycena bezpośrednia, ECF (ang. equity cash flow), metoda przepływów gotówkowych z kapitału własnego firmy, wolne przepływy pieniężne dla właścicieli lub dla kapitału własnego, FCE. Por. S.Z. Benninga, O.H. Sarig: *Finanse przedsiębiorstwa: metody wyceny*, WIG Press, Warszawa 2000, s. 94; B. Nita: *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007, s. 67; R.W. Mills: *Dynamika wartości przedsiębiorstwa dla udziałowców*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., Gdańsk 2005, s. 102; P. Szczepankowski: *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 65–66; T. Dudycz: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005, s. 41, 45, 58.

³ Por. A. Damodaran: *Damodaran on Valuation: Second Edition*, manuscript, rozdz. 5, s. 23, http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dam2ed.htm (10.07.2007).

⁴ Zdania na ten temat są podzielone. T. Copeland, T. Koller i J. Murrin zalecają stosowanie metod FCFF i zdyskontowanego zysku ekonomicznego. Jednak już D. Zarzecki zaleca stosowanie, oprócz metody FCFF i FCFE, także metod zdyskontowanych dywidend i zysku ekonomicznego, podkreślając szeroki zakres ich zastosowania w praktyce wyceny. P. Szczepankowski metody FCFF i FCFE uważa za dwie zasadnicze odmiany metod DCF. T. Dudycz i B. Nita uważają metodę FCFF za najbardziej rozpowszechnioną w grupie metod dochodowych. S.Z. Benninga i O.H. Sarig uważają metodę FCFF za mającą najwięcej zwolenników w kręgach akademickich metodę DCF, jednak zalecają też stosowanie metody APV. Metodę APV zalecają w wycenie przedsiębiorstw także m.in. R.B. Brealey i S.C. Myers, T.A. Luehrman i M. Michalski. Por. T. Copeland, T. Koller, J. Murrin: *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG Press, Warszawa 1997, s. 121; D. Zarzecki: *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999, s. 111; P. Szczepankowski: *op.cit.*, s. 65; B. Nita, *op.cit.*, s. 79; T. Dudycz: *op.cit.*, s. 43; S.Z. Benninga, O.H. Sarig: *op.cit.*, s. 92, 268, 499; R.B. Brealey, S.C. Myers: *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 713; T.A. Luehrman: *Using APV: A Better Tool*

często stosowane w ustabilizowanych gospodarkach rynkowych, w których system finansowy skoncentrowany jest w głównej mierze na rynku kapitałowym⁵. Podejście dywidendowe może być wykorzystane nie tylko do wyceny przedsiębiorstwa, ale także do szacowania kosztu kapitału własnego, zarówno zwykłego, jak i uprzywilejowanego. Różne odmiany metody zdyskontowanych dywidend najpełniej odnoszą się do spółek giełdowych, jednak mogą być także stosowane do niegiełdowych spółek akcyjnych, spółek z ograniczoną odpowiedzialnością czy spółek komandytowo-akcyjnych, w tym także tych zarządzanych przez właścicieli. Wynika z tego, że metoda zdyskontowanych dywidend mogłaby być stosowana do niektórych niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, co prowokuje pytanie o to, czy powinna, biorąc pod uwagę względy metodyczne⁶. Celem niniejszego opracowania jest odpowiedź na powyższe pytanie.

Metoda zdyskontowanych dywidend

Podejście dywidendowe może być wykorzystywane zarówno w wycenie przedsiębiorstwa, jak i w szacowaniu kosztu kapitału własnego. Wycena metodą zdyskontowanych dywidend zmierza do oszacowania wartości kapitału własnego, a nie całego przedsiębiorstwa, w ujęciu jednostkowym zmierza zatem do wyceny jednej akcji/udziału. Podejście to opiera się na założeniu, że wartość kapitału własnego wyznaczana jest przez bieżącą wartość wszystkich przyszłych dywidend, które otrzymają właściciele danego przedsiębiorstwa. Takie podejście wynika z założenia, że w długim okresie jedynym przepływem pieniężnym z przedsiębiorstwa do właściciela jest dywidenda. Jest ona bowiem w spółce giełdowej jedynym sposobem akcjonariusza na otrzymanie pieniędzy ze spółki w trakcie pozostawania właścicielem. W spółce giełdowej realizacja zysku kapitałowego (wynikającego ze wzrostu wartości rynkowej akcji), będącego drugą składową realizowanej przez akcjonariuszy stopy zwrotu⁷, jest równoznaczna ze sprzedażą akcji, czyli zakończeniem bycia właścicielem tego przedsiębiorstwa. W logice leżącej u podstaw podejścia dywidendowego zakłada się, że ewentualny kupujący akcje, który pozwala dotychczasowemu akcjonariuszowi w drodze sprzedaży akcji zrealizować zysk kapitałowy, kieruje się w swojej decyzji także bieżącą wartością przyszłych dywidend⁸.

for Valuing Operations, Harvard Business Review, May–June 1997, s. 146; M. Michalski: *Zarządzanie przez wartość*, WIG-Press, Warszawa 2001, s. 65.

⁵ Por. P. Szczepankowski: *op.cit.*, s. 221.

⁶ Rozważania na temat metody zdyskontowanych dywidend odnoszą się głównie do akcji, ale w naturalny sposób mogą być one przeniesione na udział w spółce z o.o., jak również w niektórych przypadkach na walory odzwierciedlające własność w innych formach prawnych przedsiębiorstw (jeśli w miejsce dywidendy rozważać się będzie wypłaty z zysku).

⁷ Określanej jako całkowity zwrot dla akcjonariuszy (TSR – *total shareholder return*).

⁸ Innymi słowy wycena akcji zarówno przy jej zakupie, jak i przy sprzedaży wynika z bieżącej wartości przyszłych dywidend, a realizacja zysku kapitałowego jest możliwa dzięki wzrostowi wartości rynkowej akcji, który wynika z wzrostu bieżącej (na moment zakupu i na moment sprzedaży) wartości przyszłych dywidend. Z kolei wzrost bieżącej wartości przyszłych dywidend może być spowodowany wzrostem pro-

Z powyższego wynikają pewne domyślne założenia podejścia dywidendowego. Po pierwsze, w podejściu tym domyślnie zakłada się, że dywidendy są wypłacane właścicielom, a pozostała część zysku netto jest reinwestowana w przedsiębiorstwie. Zysk netto będący podstawą dywidendy obejmuje wynik finansowy z działalności operacyjnej, jak również z aktywów nieoperacyjnych. Zatem bieżąca wartość dywidend daje od razu wartość kapitału własnego, bez konieczności dodawania wartości rynkowej aktywów nieoperacyjnych.

Skoro wartość kapitału własnego wyznaczana jest przez bieżącą wartość wszystkich przyszłych dywidend, to:

$$P = \frac{D_1}{1+k_1} + \frac{D_2}{(1+k_1)(1+k_2)} + \frac{D_3}{(1+k_1)(1+k_2)(1+k_3)} + \dots = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_i}{\prod_{i=1}^{\infty} (1+k_i)} \quad (1)$$

gdzie:

P – wartość jednej akcji/udziału,

D_i – dywidenda na jedną akcję/udział wypłacona na koniec i -tego roku ($D_i \geq 0$),

k_i – stopa dyskontowa w i -tym roku.

Ponieważ dywidendy są przepływem adresowanym do właścicieli, właściwą stopą dyskontową do obliczania ich bieżącej wartości jest koszt kapitału własnego. Powyższy wzór służy do obliczenia wartości jednej akcji/udziału. Po jej przemnożeniu przez liczbę akcji otrzymuje się wartość kapitału własnego (W_{KW})⁹.

Jeśli założy się, że dywidenda jest stała ($D_1 = D_2 = D_3 = D_i = D$) i wypłacana aż do nieskończoności oraz że stopa dyskontowa również jest stała ($k_1 = k_2 = k_3 = k_i = k$), otrzymuje się następujący wzór na wartość jednej akcji/udziału:

$$P = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D}{(1+k)^i} = \frac{D}{k} \quad (2)$$

Natomiast przy założeniu, że dywidenda rośnie z okresu na okres ze stałą stopą wzrostu g , wzór na wartość jednej akcji/udziału, przy założeniu $k > g$, wygląda następująco:

$$P = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_1(1+g)}{(1+k)^2} + \frac{D_1(1+g)^2}{(1+k)^3} + \dots = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_1(1+g)^{i-1}}{(1+k)^i} = \frac{D_1}{k-g} \quad (3)$$

gdzie:

D_1 – dywidenda na jedną akcję/udział wypłacona po roku od momentu wyceny, przy czym $D_1 = D_0(1+g)$,

g – stała stopa wzrostu dywidendy, przy czym $D_1 = D_0(1+g)^i$.

gnoz co do przyszłych dywidend lub spadkiem stopy dyskontowej, np. wskutek spadku ryzyka związanego z osiągnięciem przyszłych dywidend.

⁹ Analogiczny wynik otrzyma się, jeśli w mianowniku wzoru (1) zamiast dywidend na jedną akcję figurować będzie suma dywidend wypłaconych w i -tym roku wszystkim właścicielom.

Warto zauważyć, że wzór (2) jest szczególnym przypadkiem wzoru (3), dla zerowej stopy wzrostu g^{10} .

Zależność (3) nazywana jest modelem M. Gordona¹¹. Model ten jest bardzo wrażliwy na poziom stopy wzrostu dywidendy, w związku z czym jej właściwe oszacowanie jest bardzo ważne. Służyć on może do wyceny akcji/udziału lub, po przekształceniu wzoru (3) względem stopy dyskontowej k , do oszacowania kosztu kapitału własnego. Ponadto podstawowa zależność służąca do wyceny metodą zdyskontowanych dywidend wyrażona wzorem (1) bywa upraszczana nie tylko do postaci opisanych wzorami (2) czy (3), ale także do modeli grupujących przyszłe dywidendy w dwie albo trzy fazy¹².

Adekwatność stosowania metody zdyskontowanych dywidend w odniesieniu do niegieldowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli.

Z analizy metodycznych podstaw podejścia dywidendowego wynika, że nie powinno być ono stosowane w odniesieniu do niegieldowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli.

Po pierwsze, jak już wspomniano wcześniej, podejście dywidendowe jest przeznaczone do stosowania w ustabilizowanych gospodarkach rynkowych, w których system finansowy skoncentrowany jest w głównej mierze na rynku kapitałowym, a jego przydatność jest w praktyce ograniczona do stabilnych przedsiębiorstw z ustabilizowaną polityką dywidend, posiadających formę prawną spółek kapitałowych i działających w warunkach rynkowych ułatwiających ustalenie możliwości wzrostu na podstawie ich fundamentalnych wyników¹³.

Po drugie przedsiębiorstwa te z reguły nie wypłacają dywidendy, będącej podstawą wyceny tą metodą. I nie chodzi tu tylko o to, że wiele przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli działa w formach prawnych, w których nie funkcjonuje pojęcie dywidendy¹⁴, lecz także o specyficzny sposób przekazywania wartości właścicielom, charakterystyczny dla tych podmiotów.

W podejściu dywidendowym przyjmuje się pewne domyślne założenia, które mają swoje konsekwencje w kontekście zakresu podmiotowego stosowania tej metody. Domyśl-

¹⁰ Ma on zastosowanie np. do występujących w niektórych krajach akcji uprzywilejowanych co do dywidendy, jeśli uprzywilejowanie polega na wypłacie stałej dywidendy (wtedy $g = 0$).

¹¹ Inne nazwy to model Gordona-Shapiro czy model stałego wzrostu dywidendy. Por. A. Duliniec: *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 1998, s. 87; E.F. Brigham: *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 1996, t. 1, s. 301; A. Damodaran: *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, wydanie II, ONEPRESS, Gliwice 2007, s. 227.

¹² Omówienie dwufazowego i trzyfazowego modelu wyceny na podstawie zdyskontowanych dywidend znaleźć można m.in. w: P. Szczepankowski: *op.cit.*, s. 223–225; A. Damodaran: *Investment...*, rozdz. 13.

¹³ Choć teoretycznie można też wycenić tą metodą przedsiębiorstwa, które aktualnie dywidendy nie wypłacają, wycena opiera się przecież na bieżącej wartości przyszłych dywidend. Jednak w tego rodzaju podmiotach utrudnione jest oszacowanie przyszłych parametrów niezbędnych do wyceny. Por. P. Szczepankowski: *op.cit.*, s. 221, 227.

¹⁴ W tym miejscu fakt ten uznaje się za mniej istotny. Można bowiem zastępując dywidendę wypłatami z zysku, tak zmodyfikować podejście dywidendowe, aby jego zastosowanie do niegieldowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli było technicznie możliwe.

nie zakłada się bowiem, że dywidendy są wypłacane właścicielom, a pozostała część zysku netto jest reinwestowana w przedsiębiorstwie. To założenie rzadko bywa spełnione w przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli. Występuje bowiem znaczna rozbieżność pomiędzy kwotami dywidendy a kwotami przynależnymi właścicielom. Przyczyny tego zjawiska znane są w odniesieniu do spółek giełdowych¹⁵. W przypadku niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli dochodzi do tego jeszcze jedna – w tej grupie podmiotów – najważniejsza przyczyna, którą jest **przez-kosztowe przekazywanie wartości właścicielom**.

Finansowa specyfika niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli dotyczy generowanych przez takie przedsiębiorstwo przepływów pieniężnych na linii przedsiębiorstwo – właściciele i związana jest z trzecią fazą procesu kreowania wartości dla właścicieli¹⁶. Przyjmując, że proces ten składa się z trzech faz¹⁷, tj. budowania, utrzymania i przekazania wartości, specyfika analizowanych przedsiębiorstw polega na przekazywaniu wartości właścicielom za pośrednictwem pozycji kosztowych. Proces ten polega na dokonywaniu przepływów pieniężnych z przedsiębiorstwa do właścicieli, które księgowo wykazywane są jako koszty¹⁸. Odróżnia to te podmioty od spółek giełdowych, w których przekazywanie wartości akcjonariuszom odbywa się poprzez wypłatę dywidendy i poprzez wzrost wartości rynkowej akcji¹⁹.

W literaturze podkreśla się, że metoda zdyskontowanych dywidend zaniżałaby wartość przedsiębiorstw, które akumulują gotówkę i wypłacają zdecydowanie niższe dywidendy niż wynikałoby z FCFE²⁰. Biorąc powyższe pod uwagę, stwierdzić należy, że metoda ta

¹⁵ W odniesieniu do spółek giełdowych stwierdza się, że z reguły nie wypłacają one dywidend na poziomie przepływów pieniężnych przynależnych właścicielom (FCFE), wskazując na takie przyczyny, jak: niechęć przedsiębiorstw do zmiany poziomu wypłacanej dywidendy, wynikająca z sygnalizacyjnego charakteru dywidendy w odniesieniu do przyszłych perspektyw rozwojowych (jeśli zysk charakteryzuje się dużą zmiennością, rezerwa gotówki pozwala na wygładzenie trendu dywidendy); oczekiwanie przez przedsiębiorstwa poniesienia w przyszłości znacznych nakładów inwestycyjnych; tworzenie rezerwy gotówkowej na trudne do przewidzenia przyszłe potrzeby finansowe; motywy podatkowe; ewentualne ograniczenia wysokości dywidendy narzucone przez dostarczycieli kapitału obcego. Por. A. Damodaran: *Investment...*, s. 356; A. Damodaran: *Finanse...*, s. 1062; B. Nita: *op.cit.*, s. 96.

¹⁶ Szerzej na temat przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom w: J. Nowicki: *Specyfika przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli w świetle koncepcji zarządzania przez wartość (VBM)*, [w:] *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, red. E. Urbańczyk, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 577, Szczecin 2009, s. 111–117.

¹⁷ Por. A. Black, Ph. Wright, J.E. Bachman, J. Davies: *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy. Kształtowanie wyników działalności spółek*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000, s. 79, 84; M. Michalski: *op.cit.*, s. 20.

¹⁸ Najbardziej pożądaną z punktu widzenia przedsiębiorstwa i jego właścicieli jest sytuacja, w której transfery te są zarówno kosztami księgowymi, jak i kosztami uzyskania przychodu w rozumieniu przepisów podatkowych.

¹⁹ Por. S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan: *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999, s. 393.

²⁰ Por. A. Damodaran: *Investment...*, s. 330. Wiele spółek giełdowych zatrzymuje gotówkę, mimo że mogłyby ją wypłacić właścicielom w formie dywidendy. W konsekwencji FCFE w tych spółkach znacznie przewyższa dywidendę i podwyższa stan gotówki. Mimo że żaden z akcjonariuszy nie może mieć roszczeń do tych stanów gotówki, to jednak jest właścicielem jej części. Wycena powinna zatem uwzględniać to

tym bardziej nie nadaje się do wyceny podmiotów, które przekazują wartość właścicielom za pośrednictwem pozycji kosztowych.

U podstaw podejścia dywidendowego leży założenie, że w długim okresie tylko dywidenda stanowi transfer pieniężny z przedsiębiorstwa do właściciela, który ciągle pozostaje jego właścicielem. Natomiast w przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli realizacja wartości odbywa się nie tylko poprzez dywidendę lub podobne wypłaty z zysku, ponieważ istotną rolę odgrywa przez-kosztowe przekazywanie wartości właścicielom. W konsekwencji metoda zdyskontowanych dywidend nie jest odpowiednią metodą wyceny takich podmiotów. Nie jest też dobrą metodą szacowania kosztu kapitału własnego w niegieldowych przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli, ponieważ właściciele nie budują swoich oczekiwań co do stopy zwrotu generowanej przez przedsiębiorstwo tylko na bazie dywidendy (wypłat z zysku), ale także kwot przekazywanych za pośrednictwem pozycji kosztowych.

Oprócz zastrzeżeń natury merytorycznej, techniczną możliwość stosowania metody zdyskontowanych dywidend (wypłat z zysku) w odniesieniu do niegieldowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, dodatkowo utrudnia konieczność oszacowania przyszłych dywidend lub poziomu zmiennych w uproszczonych modelach dywidendowych i powiązana z tym niemożność zastosowania wypracowanych technik szacowania poziomu poszczególnych zmiennych.

Na przykład wśród wypracowanych technik wyznaczania stopy wzrostu dywidend (g) w modelu M. Gordona wymienia się²¹:

- bazowanie na danych historycznych,
- model wzrostu zysków niepodzielonych (wzrostu fundamentalnego),
- wykorzystanie prognoz analityków.

Wykorzystanie pierwszej z nich w odniesieniu do niegieldowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli może być problematyczne z uwagi na fakt, iż w przypadku podmiotów niegieldowych nie ma mowy o sygnalizacyjnym charakterze dywidendy, dlatego też brak jest imperatywu, który nakazywałby tym firmom prowadzenie polityki ustabilizowanej dywidendy (wypłat z zysku). W konsekwencji wypłaty z zysku mogą się charakteryzować dużą zmiennością. Zastosowanie modelu wzrostu fundamentalnego jest o tyle problematyczne, że omawiane podmioty z reguły nie spełniają założeń tego modelu²².

prawo własności gotówki. Jednak w metodzie dywidendowej w zasadzie nie uwzględnia się praw właścicieli do zgromadzonych w ten sposób środków pieniężnych i zaniża się wycenę przedsiębiorstw z dużymi i rosnącymi stanami gotówki. Innym problemem są spółki, które wypłacają o wiele więcej dywidendy niż generują wolnych przepływów pieniężnych, często finansując różnicę z nowo zaciągniętego długu lub emisji akcji. Wycena tych przedsiębiorstw metodą dywidendową może generować zbyt optymistyczny szacunek wartości, ponieważ zakłada, że firmy te mogą kontynuować finansowanie dywidendowego deficytu ze źródeł zewnętrznych aż do nieskończoności. Por. A. Damodaran: *Damodaran on...*, rozdz. 5, s. 17–18.

²¹ Por. E.F. Brigham, L.C. Gapenski: *Zarządzanie finansami*, PWE Warszawa 2000, t. 1, s. 255–260.

²² Por. *ibidem*, s. 258.

Natomiast wykorzystanie prognoz analityków nie jest z reguły możliwe, ponieważ nie są one sporządzane dla przedsiębiorstw niegiełdowych.

Warto zauważyć, że podnoszone w literaturze zalety metody zdyskontowanych dywidend tracą na znaczeniu po zestawieniu ich z przedstawioną powyżej argumentacją, ponieważ odnoszą się zasadniczo do stosowania tej metody w spółkach giełdowych. Przykładowo, wśród zalet metody zdyskontowanych dywidend wymienia się prostotę i intuicyjną logikę opierającą się na tym, że w długim okresie dywidendy są jedynymi przepływami z firmy do inwestora²³. O ile w odniesieniu do spółek giełdowych takie założenie może być uzasadnione, o tyle w niegiełdowych przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli już nie. Przez-kosztowe przekazywanie wartości właścicielom powoduje, że także inne zalety²⁴, takie jak mniejsza zmienność w czasie wycen bazujących na dywidendach w porównaniu do wycen opartych na przepływach pieniężnych, czy nawet łatwiejsze prognozowanie zmiennych ekonomicznych koniecznych do wyceny metodą dywidendową w porównaniu do metod FCFE i FCFE, tracą na znaczeniu w odniesieniu do niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, ponieważ nie dają wiarygodnego oszacowania wartości.

Podsumowanie

Metoda zdyskontowanych dywidend bywa zalecana jako szczególnie prosta i intuicyjna metoda wyceny z grupy metod dochodowych najczęściej wykorzystywanych w praktyce. Przedstawiona w niniejszym opracowaniu argumentacja prowadzi jednak do wniosku, że metoda zdyskontowanych dywidend nie powinna być stosowana w odniesieniu do niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli i to zarówno jako metoda wyceny, jak i metoda szacowania kosztu kapitału własnego. Metoda ta nie jest odpowiednia do wyceny analizowanych podmiotów nawet w sytuacji, kiedy uwarunkowania zewnętrzne szczególnie by tę metodę faworyzowały (stabilna polityka dywidend, system finansowy skoncentrowany na rynku kapitałowym itd.), ponieważ powód tkwi w wewnętrznych charakterystykach niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, wśród których na czoło wysuwa się stosowane w tych podmiotach przez-kosztowe przekazywanie wartości właścicielom.

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*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.

²³ Por. A. Damodaran: *Damodaran on...*, rozdz. 5, s. 17.

²⁴ Por. *ibidem*.

- Brigham E.F.: *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 1996, t. 1.
- Brigham E.F., Gapenski L.C.: *Zarządzanie finansami*, PWE Warszawa 2000, t. 1.
- Copeland T., Koller T., Murrin J.: *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG Press, Warszawa 1997.
- Damodaran A.: *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, wydanie II, ONEPRESS, Gliwice 2007.
- Damodaran A.: *Investment Valuation: Second Edition*, John Wiley & Sons, New York 2002.
- Damodaran A.: *Damodaran on Valuation: Second Edition*, manuscript, http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dam2ed.htm (10.07.2007).
- Dudycz T.: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005.
- Duliniec A.: *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 1998.
- Luehrman T.A.: *Using APV: A Better Tool for Valuing Operations*, Harvard Business Review, May–June 1997.
- Michalski M.: *Zarządzanie przez wartość*, WIG-Press, Warszawa 2001.
- Mills R.W.: *Dynamika wartości przedsiębiorstwa dla udziałowców*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., Gdańsk 2005.
- Nita B.: *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007.
- Nowicki J.: *Specyfika przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli w świetle koncepcji zarządzania przez wartość (VBM)*, [w:] *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, red. E. Urbańczyk, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 577, Szczecin 2009.
- Ross S.A., 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.
- Zarzecki D.: *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999.

dr Jarosław Nowicki
Katedra Analizy Finansowej i Strategicznej
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

Streszczenie

Artykuł poświęcony jest odpowiedzi na pytanie, czy metoda zdyskontowanych dywidend jest odpowiednia do stosowania w wycenie bądź też w szacowaniu kosztu kapitału własnego w odniesieniu do niegieldowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli. W pierwszej części opracowania krótko scharakteryzowano metodę zdyskontowanych dywidend, przedstawiając jej koncepcję, konstrukcję i kluczowe założenia. W drugiej części charakterystykę metody zdyskontowanych dywidend odniesiono do specyficznych cech niegieldowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli.

cicieli, w szczególności zaś przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom stosowanego w tego rodzaju podmiotach. Zaprezentowana argumentacja wskazuje na to, że podejście dywidendowe nie powinno być stosowane do niegieldowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli.

**IS THE DISCOUNTED DIVIDEND METHOD SUITABLE FOR VALUATION
AND CAPITAL COST ESTIMATION OF NON-STOCK ENTERPRISES MANAGED
BY ITS OWNERS?**

Summary

The article refers to the issue, whether the discounted dividend method is suitable for valuation and equity cost estimation of non-stock enterprises managed by its owners. In the first part the discounted dividend method was briefly characterized, presenting the concept, the construction and main assumptions. In the second part characteristics of the discounted dividend method were applied to specific features of non-stock enterprises managed by its owners, in particular to via-costs value transfer to owners. Expressed argumentation is pointing at the fact that the dividend approach should not be applied to non-stock enterprises managed by its owners.

