

Anna Wawryszuk-Misztal

Wpływ płynnych zasobów aktywów na wycene przedsiębiorstwa metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych

Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia 46/1,
157-167

2012

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach
dozwolonego użytku.

ANNA WAWRYSZUK-MISZTAL

*Wpływ płynnych zasobów aktywów na wycenę przedsiębiorstwa
metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych*

The influence of liquid assets on company valuation using DCF method

Wprowadzenie

Płynne zasoby aktywów, do których zalicza się gotówkę i jej ekwiwalenty, stanowią składnik aktywów przedsiębiorstwa, który w bilansie odpowiada kategorii „inwestycje krótkoterminowe”. W zarządzaniu finansami przedsiębiorstw najczęściej zwraca się uwagę na rolę, jaką pełnią owe aktywa w kształtowaniu płynności finansowej czy też rentowności. Tymczasem stanowią one także istotny czynnik determinujący wynik wyceny przedsiębiorstwa dokonywanej przy wykorzystaniu metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Celem niniejszego opracowania jest ukazanie wpływu płynnych zasobów aktywów na wynik wyceny wartości przedsiębiorstwa metodą DCF. Dodatkowo zostały także przeprowadzone obliczenia dla spółek sektora chemicznego, ukazujące zróżnicowany poziom inwestycji krótkoterminowych zarówno pomiędzy badanymi podmiotami, jak i w poszczególnych spółkach w analizowanym okresie.

1. Przyczyny utrzymywania płynnych aktywów

J. M. Keynes jako pierwszy zauważył, iż utrzymywanie gotówki w przedsiębiorstwie wynika z trzech motywów: transakcyjnego, przezornościowego i spekulacyjnego¹.

¹ Zob. J. M. Keynes, *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003.

Obecnie A. Damodaran dostrzega konieczność wyodrębnienia dodatkowych przyczyn, dla których przedsiębiorstwa gromadzą zasoby gotówkowe, co jest związane z procesem rozdzielenia funkcji zarządczych od właścicielskich².

Motyw transakcyjny wskazuje na konieczność posiadania gotówki w celu pokrycia wydatków związanych z bieżącym funkcjonowaniem firmy, tj. finansowaniem różnego rodzaju transakcji, które są pewne i znane. Według A. Damodarana zasoby gotówkowe utrzymywane w celach transakcyjnych (operacyjnych) zależą od następujących zmiennych³:

a) rodzaj prowadzonej działalności – w przypadku tych rodzajów działalności, gdzie podstawową formę rozliczeń stanowią transakcje gotówkowe, istnieje konieczność utrzymywania relatywnie wysokich zasobów gotówkowych (restauracje typu fast food, sklepy dyskontowe), zaś wszędzie tam, gdzie dominują transakcje kredytowe, zapotrzebowanie na gotówkę utrzymywaną w celach transakcyjnych jest relatywnie niskie;

b) przeciętna wartość transakcji – firmy, które osiągają przychody dzięki zawieraniu wielu transakcji o niskiej jednostkowej wartości, potrzebują utrzymywać więcej gotówki w celach transakcyjnych niż te, które osiągają przychody dzięki zaledwie kilku transakcjom o wysokiej jednostkowej wartości;

c) system bankowy – w miarę rozwoju systemu bankowego coraz więcej transakcji realizowanych jest przy użyciu takich narzędzi, jak np. karty kredytowe, co zmniejsza zapotrzebowanie na zasoby gotówkowe utrzymywane przez przedsiębiorstwa.

Kolejnym motywem utrzymywania zasobów gotówkowych jest motyw przezornościowy (ostrożnościowy) wskazujący na konieczność utrzymywania gotówki w celu pokrycia niespodziewanych wydatków. Według A. Damodarana poziom gotówki utrzymywanej w celach przezornościowych jest funkcją następujących zmiennych⁴:

a) stabilność gospodarki – w warunkach braku stabilności wzrasta zapotrzebowanie przedsiębiorstw na gotówkę utrzymywaną w celach ostrożnościowych;

b) ryzyko prowadzonej działalności – przedsiębiorstwa prowadzące działalność w branżach, w których przepływy pieniężne z działalności operacyjnej charakteryzują się dużą zmiennością, muszą utrzymywać znaczne zasoby gotówki w celach ostrożnościowych;

c) konkurencja – silna i rosnąca pozycja firm konkurencyjnych zmusza firmy do utrzymywania znacznych zasobów gotówkowych;

d) dźwignia finansowa – im wyższy wskaźnik zadłużenia przy danym poziomie przepływów gotówkowych, tym wyższe zasoby gotówkowe utrzymuje dana firma w celu dokonywania przyszłych płatności.

² A. Damodaran, *Dealing with Cash, Cross Holdings and Other Non-Operating Assets: Approaches and Implications*, Working Paper, 30 September 2005, <http://ssrn.com/abstract=841485>, s. 3 i n.

³ *Ibid.*, s. 4.

⁴ *Ibid.*, s. 5.

Kolejnym motywem, dla którego firmy gromadzą gotówkę, są przyszłe inwestycje kapitałowe. Ograniczony dostęp do kapitału oraz koszty transakcyjne ponoszone przy jego pozyskiwaniu powodują, że firmy, dążąc do zapewnienia sobie możliwości sfinansowania przyszłych projektów inwestycyjnych, utrzymują zasoby gotówkowe. Wśród zmiennych determinujących poziom owych zasobów A. Domadoran wskazuje⁵:

a) wartość i niepewność przyszłych inwestycji – im większe są potrzeby kapitałowe i jednocześnie trudniejsza do określenia jest ich wartość, tym większe zasoby gotówkowe utrzymują przedsiębiorstwa w celach spekulacyjnych;

b) dostępność kapitału z rynku kapitałowego – łatwość i niski koszt pozyskania kapitału z rynku kapitałowego ograniczają konieczność utrzymywania zasobów gotówkowych w celach spekulacyjnych;

c) asymetria informacji dotycząca inwestycji – inwestorzy zewnętrzni niechętnie udostępniają firmie kapitał na realizację inwestycji, jeśli ich dostęp do informacji na temat realizowanych projektów, a zwłaszcza efektów przez nie przynoszonych, jest utrudniony; w efekcie implikuje to konieczność utrzymywania znacznych zasobów gotówkowych w celach spekulacyjnych.

Gotówka może występować także w roli zasobu strategicznego, który można wykorzystać do sfinansowania mogących się pojawić w przyszłości okazji inwestycyjnych, np. nabycia niedowartościowanych przedsiębiorstw. Korzyści wynikające z faktu posiadania gotówki w celach strategicznych są tym większe, im trudniejszy jest dostęp do kapitału. Przyczyną tego stanu może być niezadowolający poziom rozwoju rynku kapitałowego, co jest szczególnie odczuwalne w krajach rozwijających się.

Innym motywem utrzymywania zasobów gotówkowych, wskazanym przez A. Domadorana, są interesy menedżerów, którzy mogą kierować się chęcią zgromadzenia jak największych zasobów gotówki, aby wykorzystać ją później do zakupu aktywów i stworzenia tym samym wielkich „imperii”, którymi będą mogli zarządzać. Realizacja tego rodzaju inwestycji, często opierających się na zbyt optymistycznych założeniach, może nawet odbywać się kosztem zmniejszenia wypłat dla akcjonariuszy⁶. Do zmiennych oddziałujących na motyw „menedżerski” utrzymywania gotówki można zaliczyć:

a) ład korporacyjny – w spółkach zarządzanych przez menedżerów, w których właściciele realnie mogą oddziaływać na decyzje podejmowane przez zarząd, zasoby gotówki utrzymywanej w celach „menedżerskich” zostają znacznie ograniczone;

b) strukturę akcjonariatu – jeśli wśród akcjonariuszy spółki występują właściciele znacznych pakietów akcji, którzy jednocześnie sprawują funkcje zarządcze,

⁵ *Ibid.*, s. 7 i n.

⁶ Decyzje dotyczące podziału zysku w spółce akcyjnej są podejmowane przez akcjonariuszy, niemniej jednak istotny wpływ na ich decyzje może mieć zarząd spółki określający swoje propozycje odnośnie do podziału wyniku finansowego.

wówczas należy oczekiwać, iż zasoby płynnych aktywów będą utrzymywane na wysokim poziomie.

Podstawowymi korzyściami wynikającymi z utrzymywania zasobów gotówkowych w przedsiębiorstwie są: możliwość sfinansowania transakcji pewnych i znanych (motyw transakcyjny), możliwość sfinansowania transakcji, których przewidzieć nie można (motyw ostrożnościowy), a także możliwość sfinansowania przyszłych określonych projektów inwestycyjnych, jak i projektów, które nie są jeszcze zdefiniowane, ale mogą się nieoczekiwanie pojawić. Wspólnym mianownikiem dla wymienionych korzyści jest zapewnienie przedsiębiorstwu płynności finansowej w krótkiej i długiej perspektywie.

Utrzymywanie płynnych zasobów aktywów generuje jednak określone koszty, do których można zaliczyć:

1) koszt kapitału (alternatywny) – kapitał zainwestowany w płynne składniki aktywów mógłby znaleźć inne, alternatywne zastosowanie, przynosząc firmie wyższą stopę zwrotu aniżeli gotówka i jej ekwiwalenty;

2) koszty administracyjne utrzymywania oraz zarządzania środkami pieniężnymi i papierami wartościowymi – wszelkiego rodzaju koszty, jakie towarzyszą czynnościom związanym z monitorowaniem poziomu płynnych aktywów oraz przygotowaniem danych niezbędnych do podjęcia decyzji dotyczących wielkości utrzymywanych środków pieniężnych i papierów wartościowych;

3) koszty transakcyjne – opłaty i prowizje związane z nabyciem i sprzedażą krótkoterminowych papierów wartościowych;

4) koszty agencji wynikające z utrzymywania płynnych aktywów – właściciele firmy mogą tego rodzaju inwestycje traktować jako utraconą korzyść, co może negatywnie wpłynąć na relacje między nimi a zarządem⁷.

Z przedstawionych rozważań wynika, iż wyższe zasoby płynnych aktywów negatywnie wpływają na poziom kosztów ich utrzymywania i tym samym rentowność podmiotu gospodarczego. Z drugiej jednak strony, aktywa te są niezbędne dla prawidłowego funkcjonowania firmy nie tylko w dniu dzisiejszym, ale także stanowią finansowe zabezpieczenie dla strategii mogących przyczynić się do wzrostu wartości przedsiębiorstwa w przyszłości. Dlatego też, są one czynnikiem determinującym wartość przedsiębiorstwa.

2. Płynne zasoby aktywów w metodologii DCF

W modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) utrzymywane przez przedsiębiorstwo środki pieniężne oraz papiery wartościowe przeznaczone do

⁷ Zob. C. Kim, D. C. Mauer, A. E. Sherman, *The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1998, s. 335 i n.

obrotu stanowią jedną ze zmiennych wpływających na wewnętrzną wartość kapitału własnego. Idea modelu sprowadza się do zastosowania poniższej formuły⁸:

$$\begin{array}{ccccccc} \text{Wartość} & & \text{Wartość} & & \text{Wartość} & & \text{Wartość} \\ \text{kapitału} & = & \text{działalności} & + & \text{inwestycji} & - & \text{zadłużenia} \\ \text{własnego} & & \text{operacyjnej} & & \text{nieoperacyjnych} & & \end{array}$$

Wartość działalności operacyjnej stanowi sumę zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych dla wszystkich stron finansujących przedsięwzięcie (FCFF) oszacowanych dla każdego roku okresu szczegółowej prognozy i powiększonych o wartość bieżącą wartości rezydualnej tychże przepływów. Suma wartości działalności operacyjnej oraz wartości inwestycji nieoperacyjnych stanowi wartość przedsiębiorstwa. W celu obliczenia wartości kapitału własnego należy pomniejszyć ją o wartość oprocentowanego długu, jaki pozostaje do spłacenia w momencie dokonywania wyceny.

Z punktu widzenia celu niniejszego opracowania istotne jest, w jaki sposób wartość inwestycji nieoperacyjnych (określanych także inwestycjami pozaoperacyjnymi) wpływa na wynik wyceny. Według A. Damodarana inwestycje nieoperacyjne odpowiadają wartości utrzymywanej przez firmę gotówki i aktywów nieoperacyjnych, wśród których istotną pozycję zajmują papiery wartościowe do obrotu⁹.

W warunkach polskich do inwestycji pozaoperacyjnych można zaliczyć¹⁰:

- a) środki pieniężne na rachunkach bankowych przekraczających poziom niezbędny do prowadzenia działalności operacyjnej;
- b) akcje, udziały i dłużne papiery wartościowe;
- c) majątek trwały zbędny w działalności operacyjnej, w tym zwłaszcza nieruchomości oraz grunty w użytkowaniu wieczystym.

Nie ma jednoznaczności co do tego, czy cała gotówka powinna być zaliczona do inwestycji pozaoperacyjnych, czy też może tylko jej nadwyżka przekraczająca potrzeby przedsiębiorstwa związane z prowadzoną działalnością operacyjną. Podobne wątpliwości dotyczą papierów wartościowych. Niektóre z nich mogą bowiem być niezbędne dla prawidłowego funkcjonowania firmy i dlatego też ich zbycie może nie być planowane¹¹.

Istnieją także postulaty, aby wyceniając wartość działalności pozaoperacyjnej przedsiębiorstwa, dokonać szacunku przyszłych strumieni pieniężnych, jakie zostaną w przyszłości wygenerowane przez aktywa pozaoperacyjne, a następnie zdyskontować je według odpowiedniej stopy dyskontowej odzwierciedlającej ryzyko owych aktywów¹².

⁸ Zob. T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firmy*, WIG PRESS, Warszawa 1997, s. 124.

⁹ A. Damodaran, *Finanse korporacyjne*, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2007, s. 1167.

¹⁰ A. Fierla, *Wycena przedsiębiorstwa metodami dochodowymi*, SGH, Warszawa 2008, s. 68.

¹¹ Szerzej na ten temat zob. *ibid.*, s. 69.

¹² Damodaran A., *Finanse...*, 1168.

Wskazane rozbieżności w sposobie wyceniania działalności pozaoperacyjnej, a często także trudność pozyskania informacji potrzebnych do wykonania niezbędnych obliczeń stają się przyczyną stosowanych w praktyce uproszczeń. W przypadku wyceny przedsiębiorstw, dokonywanej dla potrzeb przygotowywanych przez firmy inwestycyjne raportów analitycznych, wartość owych inwestycji odpowiada wartości wszystkich środków pieniężnych i innych inwestycji krótkoterminowych, jakie posiada spółka w momencie dokonywania wyceny jej wartości. Podążając ową uproszczoną metodologią, można sformułować wniosek, iż im większe zasoby gotówki i papierów wartościowych do obrotu utrzymuje firma, tym większa jest wartość przedsiębiorstwa.

W celu ukazania relacji występujących między wyceną działalności operacyjnej a wyceną działalności pozaoperacyjnej w tabeli 1 zostały zaprezentowane wyniki wyceny wartości kapitału własnego dokonane przez Millenium Dom Maklerski SA dla spółki Zakłady Azotowe Puławy SA (sektor chemiczny).

Tabela 1. Wycena metodą DCF spółki Zakłady Azotowe Puławy SA

Data publikacji raportu	Wartość DFCF (wartość działalności operacyjnej) w mln zł	(Dług) gotówka netto (środki pieniężne-zadłużenie oprocentowane) w mln zł	Środki pieniężne i inne inwestycje krótkoterminowe w mln zł	Dywidenda wypłacona w mln zł	Wycena kapitału własnego w mln zł (2+3+5)	Relacja środków pieniężnych i innych inv. krótk. do wartości działalności operacyjnej (4:2)	Relacja środków pieniężnych i innych inv. krótk. do wartości kapitału własnego (4:6)
1	2	3	4	5	6	7	8
2006.02.15	1111	273,454	273,547		1385	24,62%	19,75%
2006.11.14	673	316,595	479,051		990	71,18%	48,39%
2007.05.29	1681	377,958	540,414		2058,958	32,15%	26,25%
2007.09.28	2057	341,034	450,002		2398,034	21,88%	18,77%
2007.11.15	1371	341,034	450,002		1712,034	32,82%	26,28%
2008.05.08	1469	521	630,4		1990	42,91%	31,68%
2009.01.16	700	517	580,3	-82	1134	82,90%	51,17%
2010.03.19	701	582	581,6	-156	1127	82,97%	51,61%
2010.05.31	699	582	581,6	-156	1124	83,20%	51,74%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z raportów analitycznych Millenium Dom Maklerski dla Zakładów Azotowych Puławy SA.

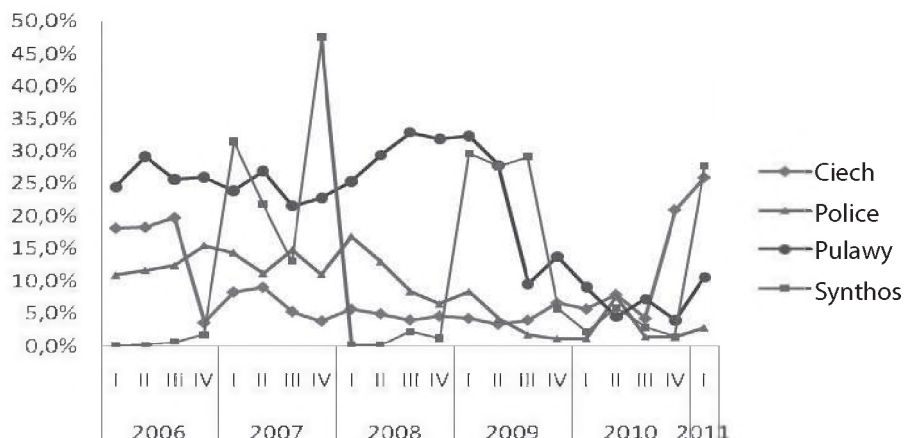
W przypadku analizowanej spółki wartość działalności pozaoperacyjnej stanowi od 21,88% do aż 83,2% wartości działalności operacyjnej (kolumna 7, tabela 1). Dodatkowo obliczono relację środków pieniężnych i innych inwestycji krótkoterminowych do wartości kapitału własnego (kolumna 8, tabela 1). W tym przypadku relacje te kształtują się w przedziale od 18,77% do 51,74%.

W obydwu wypadkach zróżnicowanie otrzymanych wielkości sprawia, iż aktywa pozaoperacyjne mogą w istotnym stopniu wpływać na ostateczny wynik wyceny spółki, co oznacza, że nie można bagatelizować ich roli w procesie wyceny spółki. Nie bez znaczenia jest zatem sposób, w jaki analitycy uwzględniają tę kategorię aktywów, wyceniając spółki. W analizowanym przypadku uwzględniano wartość bilansową inwestycji krótkoterminowych w momencie dokonywania wyceny, tj. albo przyjmowano wartość z końca ostatniego roku obrotowego, albo wartość prognozowaną na koniec trwającego w momencie wyceny roku obrotowego, jeżeli zbliżał się on ku końcowi.

3. Środki pieniężne i inwestycje krótkoterminowe w wybranych spółkach sektora chemicznego

W celu określenia roli środków pieniężnych i papierów wartościowych do obrotu dodatkowo dla czterech spółek sektora chemicznego notowanych na GPW w Warszawie zostały obliczone trzy wskaźniki: udział inwestycji krótkoterminowych w aktywach ogółem, udział inwestycji krótkoterminowych w przychodach ze sprzedaży oraz udział inwestycji krótkoterminowych w rynkowej wartości kapitału własnego. Według klasyfikacji sektorowej stosowanej przez GPW, w skład sektora chemicznego wchodzi obecnie pięć spółek: Zakłady Azotowe w Tarnowie-Mościcach SA, Ciech SA, Zakłady Chemiczne Police SA, Synthos SA, Zakłady Azotowe Puławy SA. Ze względu na przyjęty zakres czasowy analizy: od I kwartału 2006 do I kwartału 2011, w analizie pominięto spółkę z Tarnowa, która zadebiutowała na GPW 30 czerwca 2008 roku. Obliczenia przeprowadzono na podstawie jednostkowych kwartalnych sprawozdań finansowych badanych podmiotów z analizowanego okresu. W przypadku danych pochodzących z bilansu w obliczeniach uwzględniono wartości z końca kwartału, natomiast rynkową wartość kapitału własnego dla danego kwartału ustalono jako iloczyn liczby akcji i średniej wartości kursu zamknięcia z ostatniego miesiąca danego kwartału. Otrzymane wartości zostały zaprezentowane na wykresach 1–4.

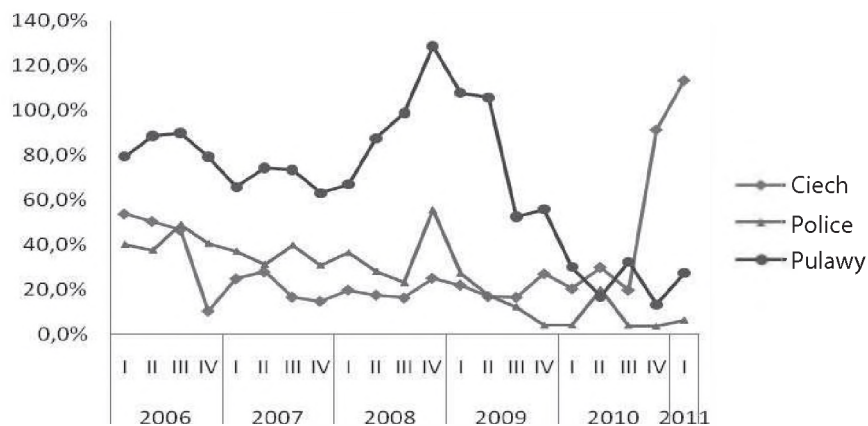
Wśród badanych spółek można zaobserwować dość zróżnicowany udział inwestycji krótkoterminowych w aktywach ogółem. Najwięcej aktywów w postaci inwestycji krótkoterminowych w relacji do aktywów ogółem utrzymywała spółka ZA Puławy (średnio 21%), chociaż w ostatnich kwartałach analizowanego okresu relacja ta zdecydowanie się obniżyła. Natomiast największe wahania analizowanego wskaźnika dotyczą spółki Synthos (średnia w analizowanym okresie – 12,2%). W pozostałych spółkach wynosił on średnio: 9,1% dla spółki Ciech i 8,6% dla Polic.



Wykres 1. Udział inwestycji krótkoterminowych w aktywach ogółem dla spółek sektora chemicznego

Źródło: Obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych badanych podmiotów udostępnianych przez Notoria Serwis SA.

Udział inwestycji krótkoterminowych w przychodach ze sprzedaży ilustrują wykresy 2 i 3.

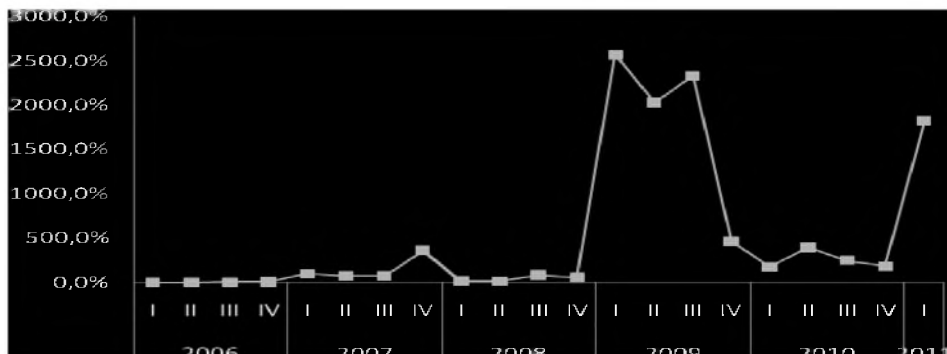


Wykres 2. Udział inwestycji krótkoterminowych w przychodach ze sprzedaży dla trzech spółek sektora chemicznego

Źródło: Obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych badanych podmiotów udostępnianych przez Notoria Serwis SA.

W trzech spółkach sektora chemicznego udział inwestycji krótkoterminowych w kwartalnych przychodach był dość zróżnicowany – zarówno w czasie, jak i pomiędzy spółkami (wykres 2). Najwyższy poziom badanej relacji odnotowano w spółce ZA

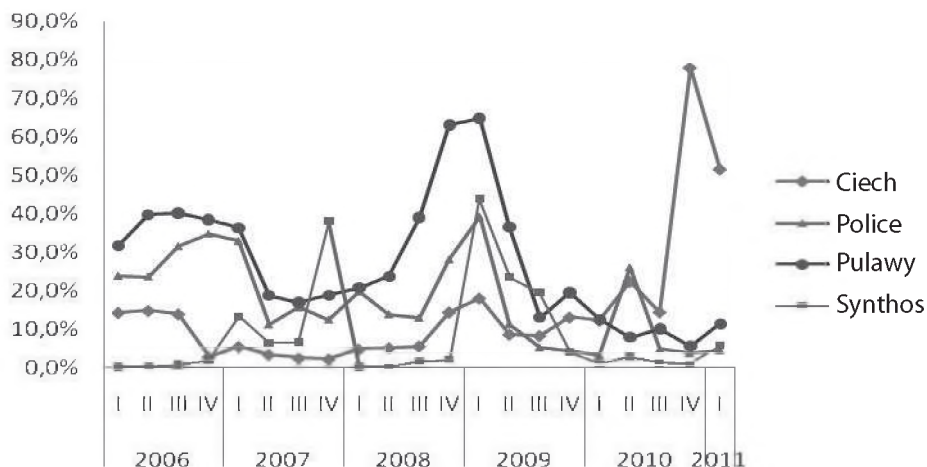
Pulawy (średnio 68,5%), zaś w pozostałych podmiotach była to przeciętna wartość: 32,5% – Ciech oraz 26,1% – Police.



Wykres 3. Udział inwestycji krótkoterminowych w przychodach ze sprzedaży dla Synthos SA

Źródło: Obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki Synthos SA udostępnianych przez Notoria Serwis SA.

Na wykresie 4 zaprezentowano relację inwestycji krótkoterminowych do wartości rynkowej spółki.



Wykres 4. Udział inwestycji krótkoterminowych w rynkowej wartości kapitału własnego badanych spółek

Źródło: Obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki Synthos SA udostępnianych przez Notoria Serwis SA oraz cena akcji publikowanych na stronie: www.gpwinfostrefa.pl.

Dość nietypowa sytuacja wystąpiła w spółce Synthos SA, w której udział inwestycji krótkoterminowych w kwartalnych przychodach ze sprzedaży kształtował się na zdecydowanie wyższym poziomie niż w pozostałych podmiotach. Dlatego

też dla czytelności danych konieczne było sporządzenie odrębnego wykresu dla tej spółki (wykres 3). Owa nietypowa sytuacja spowodowana było reorganizacją grupy kapitałowej, tj. wydzieleniem podmiotu zależnego, któremu przekazano prowadzenie działalności operacyjnej¹³. I tak w 2008 roku nastąpił gwałtowny spadek zarówno inwestycji krótkoterminowych, jak i przychodów ze sprzedaży, co nie wpłynęło w istotny sposób na zmianę analizowanej relacji. Jednak już w 2009 roku przy niskich przychodach ze sprzedaży odnotowano wzrost inwestycji krótkoterminowych, co spowodowało gwałtowny wzrost badanej relacji. Średnio w badanym okresie posiadane inwestycje krótkoterminowe pięciokrotnie przekraczały wartość kwartalnych przychodów ze sprzedaży.

Po raz kolejny wysoką relację odnotowano w przypadku ZA Puławy – 27,1%, zaś kolejne pozycje zajmują Police (17,2%), Ciech (15%) i Synthos SA (8,3%) . W analizowanym okresie można zaobserwować pewne podobieństwo, jeśli chodzi o zmiany badanej relacji, tj. dostrzegalna jest sinusoida, wzdłuż której podążają wskaźniki. Można zatem przypuszczać, iż w okresach spadku kursów akcji badana relacja rośnie, zaś w okresie wzrostów – maleje. Pewne odstępstwa od „tropu” wyznaczonego przez sinusoidę, prawdopodobnie były skutkiem decyzji przedsiębiorstw bezpośrednio wpływających na inwestycje krótkoterminowe.

Zakończenie

Inwestycje krótkoterminowe w różnym stopniu mogą wpływać na wynik wyceny metodą DCF. Jest to o tyle istotne, że zasoby płynnych aktywów, a w szczególności środków pieniężnych, są najbardziej zmienną kategorią aktywów. Pojawia się wobec tego pytanie, czy zarządzający firmami nie będą wykorzystywać tego faktu do uzyskania jak najkorzystniejszej rekomendacji analityków poprzez świadome kształtowanie wartości inwestycji krótkoterminowych? Inną wątpliwość budzi sposób uwzględniania inwestycji krótkoterminowych w procesie wyceny DCF, gdzie w praktyce pod uwagę brane są wszystkie środki pieniężne, zamiast tylko ich nadwyżka, tj. wartość niezwiązana z prowadzoną działalnością operacyjną. Operacyjna gotówka warunkuje osiągnięcie w przyszłości korzyści w postaci wolnych przepływów pieniężnych (FCF), które składają się na element wyceny: „wartość inwestycji operacyjnych”. Niezastosowanie podziału środków pieniężnych na część operacyjną i nieoperacyjną sprawia, że korzyści wynikające z istnienia gotówki operacyjnej są uwzględniane dwukrotnie w wyniku wyceny, tj. raz jako korzyści z inwestycji pozaoperacyjnych, a drugi raz w postaci osiągniętych dzięki nim korzyści z działalności operacyjnej mierzonych wartością wolnych przepływów pieniężnych.

¹³ <http://www.synthosgroup.com/pl/dwory/o-firmie>, z dn. 6.06.2011 r.

The influence of liquid assets on company valuation using DCF method

Cash and near cash investments have a significant impact on profitability and liquidity. When valuing firms, little attention is paid to these assets. The purpose of this study is to show the influence of liquid assets on company valuation using the DCF method. In addition, calculations were also carried out for companies in the chemical sector showing the different levels of short-term investments, both between the study subjects, as well as individual companies during the period.