

grudzień 2012 r. (aktualizacja w lutym 2013 r.)

Edukacja

Przykłady ilustrujące

MSSF 13 – ustalenie wartości godziwej

Nienotowane instrumenty kapitałowe mieszczące się
w zakresie MSSF 9 - instrumenty finansowe

KibR
KRAJOWA IZBA BIEGLYCH REWIDENTÓW

25 lat



CENTRUM EDUKACJI KIBR

Przez wiedzę do sukcesu



IFRS[®]

Material edukacyjny na temat ustalania wartości godziwej

Ustalanie wartości godziwej nienotowanych instrumentów
kapitałowych zgodnie z MSSF 9 *Instrumenty finansowe*

This teaching material has been prepared by International Financial Reporting Standards Foundation (Foundation) education staff and has not been approved by the Board. This teaching material is designed to assist those teaching others to implement and consistently apply the IFRS Standards. For more information about the IFRS Standards education initiative please visit <http://archive.ifrs.org/Use-around-the-world/Education/Pages/Education.aspx>.

Disclaimer: To the extent permitted by applicable law, the Board and the IFRS Foundation (Foundation) expressly disclaim all liability howsoever arising from this publication or any translation thereof whether in contract, tort or otherwise to any person in respect of any claims or losses of any nature including direct, indirect, incidental or consequential loss, punitive damages, penalties or costs.

Information contained in this publication does not constitute advice and should not be substituted for the services of an appropriately qualified professional.

Copyright © 2016 IFRS Foundation®

All rights reserved.

Right of use: although the Foundation encourages you to use this teaching material for educational purposes, you must do so in accordance with the terms of use below. If you intend to include our material in a commercial product please contact us as you will need a separate licence. *For details on using our Standards please visit www.IFRS.org/IFRSs/Pages/IFRS.aspx.*

Your right (if any) to use this teaching material will expire when this teaching material becomes out of date at which time you must cease to use it and/or make it available; and/or if you breach the terms of use, in which case you must, at our option, return or destroy any copies of the materials you have made. It is your responsibility to ensure that you are using up to date teaching material by checking back on the Foundation's website for any updates and new versions of the materials.

Terms of Use

- 1.1 *Printed use:* you can only reproduce the teaching material in whole or in part to be used in a hard copy, stand-alone document provided that:
 - 1.1.1 such document is supplied to students free of charge;
 - 1.1.2 you do not use or reproduce, or allow anyone else to use or reproduce, any trade marks that appear on or in the teaching material; and
 - 1.1.3 you do not use or reproduce any trade mark that appears on or in the teaching material if you are using all or part of the teaching material to incorporate into your own documentation.
- 1.2 The trade marks include those listed below
- 1.3 When you copy any extract, in whole or in part, from this publication, you must ensure that:
 - 1.3.1 the documentation includes a copyright acknowledgement;
 - 1.3.2 the documentation includes a statement that the Foundation is the author of the material;
 - 1.3.3 the documentation includes in a prominent place a disclaimer in substantially the form of the disclaimer that appears in this notice;
 - 1.3.4 the extract is shown accurately; and
 - 1.3.5 the extract is not used in a misleading context.
- 1.4 *Electronic use:* in relation to any electronic use of this teaching material:
 - 1.4.1 you can only provide this teaching material (in whole) through your website if you include a prominent link to our website – please see <http://www.ifrs.org/-/media/feature/about-us/legal-and-governance/legal-docs/terms-and-conditions.pdf> for details on how to link and the material is provided free of charge.
 - 1.4.2 you can include any part of this teaching material on your website or in a slide pack for an educational course provided that such material or slide pack is provided by you free of charge;
 - 1.4.3 for all electronic use you comply with the provisions listed in paragraphs 1.1.3 and 1.3.

If you intend to provide any part of this teaching material in print or electronically for any other purpose please contact the Foundation as you will need a written licence, which may or may not be granted. Please address publication and copyright matters to:

IFRS Foundation Publications Department, 30 Cannon Street, London EC4M 6XH, United Kingdom.
Telephone: +44 (0)20 7332 2730 Fax: +44 (0)20 7332 2749 Email: publications@IFRS.org Web: www.IFRS.org

We would like to thank the Krajowa Izba Biegłych Rewidentów for preparing and funding the Polish translation of this publication. The Polish translation of this publication has not been approved by the review committee appointed by the IFRS Foundation. The Polish translation is copyright of the IFRS Foundation.



The IFRS Foundation logo/the BOARD logo/the IFRS for SMEs logo/'Hexagon Device', 'IFRS Foundation', 'eIFRS', 'BOARD', 'IFRS for SMEs', 'IAS', 'IASs', 'IFRIC', 'IFRS', 'IFRSs', 'SIC', 'International Accounting Standards' and 'International Financial Reporting Standards' are Trade Marks of the IFRS Foundation. For details of where these trade marks are in use and/or are registered or applied for please contact the Foundation.

Niniejszy materiał szkoleniowy został sporządzony przez pracowników działu działalności edukacyjnej Fundacji Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej (IFRS Foundation) i nie został zatwierdzony przez Radę. Niniejszy materiał szkoleniowy został zaprojektowany za pomocą wykładowcom we wdrożeniu i spójnym stosowaniu standardów MSSF. Więcej informacji dotyczących inicjatywy edukacyjnej MSSF można znaleźć pod adresem <http://archive.ifrs.org/Use-around-the-world/Education/Pages/Education.aspx>.

Zastrzeżenie: W zakresie dopuszczanym przez przepisy prawa, Rada i Fundacja MSSF (IFRS Foundation) w wyraźny sposób zrzekają się wszelkiej odpowiedzialności, umownej, deliktowej lub innej, w odniesieniu do jakichkolwiek roszczeń lub szkód wynikłych, w jakikolwiek sposób, z niniejszej publikacji lub jej tłumaczenia, względem wszelkich osób i wszelkich roszczeń lub strat o jakimkolwiek charakterze, w tym bezpośrednich, pośrednich, przypadkowych lub wynikowych, odszkodowań, grzywien lub kosztów.

Informacje zawarte w niniejszej publikacji nie stanowią porady i nie powinny być stosowane zamiast korzystania z usług osoby o stosownych kwalifikacjach.

Copyright © 2016 IFRS Foundation®

Wszelkie prawa zastrzeżone.

Prawo użytkownika: choć Fundacja zachęca do wykorzystywania niniejszego materiału do celów edukacyjnych, musi się to odbywać w trybie zgodnym z niżej opisanymi warunkami użytkownika. Jeśli użytkownik ma zamiar włączyć opracowany przez Fundację materiał do produktu o charakterze komercyjnym, konieczny jest kontakt z Fundacją w celu uzyskania odrębnej licencji. *Szczegółowe informacje dotyczące wykorzystania opracowanych przez Fundację Standardów można znaleźć pod adresem www.ifrs.org/IFRSs/Pages/IFRS.aspx.*

Prawo do użytkownika niniejszego materiału (jeśli zostało nabyte) wygasa z chwilą, w której materiał staje się przestarzały; od tej chwili użytkownik obowiązany jest zaprzestać użytkowania/udostępniania niniejszego materiału; podobnie w przypadku naruszenia warunków użytkownika, w którym to przypadku, w zależności od decyzji Fundacji, użytkownik obowiązany jest do zwrotu lub zniszczenia wszystkich sporządzonych kopii niniejszego materiału. Użytkownik odpowiada za dbanie o aktualność materiałów edukacyjnych poprzez regularne sprawdzanie, czy na witrynie internetowej Fundacji nie zostały zamieszczone zaktualizowane lub nowe wersje użytkowanych materiałów.

Warunki użytkowania

- 1.1 *W formie wydruku:* niniejszy materiał edukacyjny może być reprodukowany w całości lub w części w celu użytkowania w formie wydruku jako samodzielnego dokumentu wyłącznie jeśli spełnione zostaną następujące warunki:
 - 1.1.1 dokument taki udostępniany jest uczestnikom szkolenia bezpłatnie;
 - 1.1.2 użytkownik nie wykorzystuje i nie kopiuje, ani też nie zezwala żadnym stronom trzecim na korzystanie lub kopiowanie żadnych zastrzeżonych znaków handlowych zawartych w niniejszym materiale edukacyjnym; oraz
 - 1.1.3 użytkownik nie wykorzystuje i nie kopiuje żadnych zastrzeżonych znaków handlowych zawartych w niniejszym materiale edukacyjnym, jeśli materiał ten w całości lub w części włączany jest do własnej dokumentacji użytkownika.
- 1.3 Poniżej przedstawiono spis zastrzeżonych znaków handlowych
- 1.3 W przypadku kopiowania fragmentów niniejszej publikacji, w całości lub w części, użytkownik jest zobowiązany zapewnić, że:
 - 1.3.1 dokumentacja zawiera informację o zastrzeżeniu praw autorskich;
 - 1.3.6 dokumentacja zawiera informację o tym, że autorem materiału jest Fundacja;
 - 1.3.7 dokumentacja zawiera zamieszczone na widocznym miejscu zastrzeżenie odpowiedzialności, przedstawione co do zasady w formie zgodnej z formą zastrzeżenia zawartego w niniejszej informacji;
 - 1.3.8 fragment niniejszego materiału jest przedstawiony prawidłowo; oraz
 - 1.3.9 fragment niniejszego materiału nie jest użyty w kontekście mogącym wprowadzać w błąd.
- 1.4 *W formie elektronicznej:* dotyczy wszelkich sposobów użytkowania niniejszego materiału edukacyjnego w formacie elektronicznym:
 - 1.4.1 niniejszy materiał edukacyjny może być udostępniany (w całości) na witrynie internetowej użytkownika tylko pod warunkiem zamieszczenia wyraźnie widocznego odsyłacza (link) do witryny internetowej Fundacji. Prosimy o wejście na stronę <http://www.ifrs.org/-/media/feature/about-us/legal-and-governance/legal-docs/terms-and-conditions> w celu zapoznania się ze szczegółowymi instrukcjami w zakresie linkowania. Materiał musi być udostępniany bezpłatnie.
 - 1.4.2 fragmenty niniejszego materiału edukacyjnego mogą być zamieszczane na witrynie internetowej użytkownika, bądź też włączane do pakietu slajdów na potrzeby kursów szkoleniowych, pod warunkiem, że takie materiały lub pakiety slajdów udostępniane są przez użytkownika bezpłatnie;
 - 1.4.3 we wszystkich przypadkach użytkowania niniejszego materiału w formacie elektronicznym, konieczne jest zachowanie zgodności z zapisami pkt. 1.1.3 i 1.3.

W razie zamiaru udostępniania niniejszego materiału, w całości lub części, w formie wydruku lub w formacie elektronicznym, w jakimkolwiek innym celu, konieczny jest kontakt z Fundacją w celu uzyskania pisemnej licencji, której udzielenie nie jest automatyczne. Adres do kontaktu we wszelkich sprawach związanych z publikacjami i prawami autorskimi to:

IFRS Foundation Publications Department, 30 Cannon Street, London EC4M 6XH, United Kingdom.
Telephone: +44 (0)20 7332 2730 Fax: +44 (0)20 7332 2749 Email: publications@ifrs.org Web: www.ifrs.org

Chcielibyśmy podziękować Krajowej Izbie Biegłych Rewidentów za sporządzenie i finansowanie tłumaczenia niniejszej publikacji na język polski. Polskie tłumaczenie niniejszej publikacji nie zostało zatwierdzone przez komitet ds. weryfikacji, wyłoniony przez Fundację MSSF. Właścicielem praw autorskich do tłumaczenia polskiego jest Fundacja MSSF.



Logotyp IFRS Foundation/logotyp BOARD/logotyp MSSF dla MŚP/logotypy 'Hexagon Device', 'IFRS Foundation', 'eIFRS', 'BOARD', 'IFRS for SMEs', 'IAS', 'IASs', 'IFRIC', 'IFRS', 'IFRSs', 'SIC', 'Międzynarodowe Standardy Rachunkowości/International Accounting Standards' oraz 'Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej/International Financial Reporting Standards' są zastrzeżonymi znakami handlowymi Fundacji MSSF. W celu uzyskania szczegółowych informacji o tym, gdzie użytkowane i/lub zarejestrowane bądź stosowane są owe znaki handlowe, należy się kontaktować z Fundacją.

SPIS TREŚCI

| | |
|---|-----------|
| SYNTEZA | 6 |
| WPROWADZENIE | 6 |
| CEL | 7 |
| Dla kogo ten rozdział będzie przydatny? | 7 |
| ZAKRES | 7 |
| PROCES WYKONANIA POMIARU WARTOŚCI GODZIWEJ | 7 |
| Wycena nienotowanych instrumentów kapitałowych w wartości godziwej | 8 |
| PODEJŚCIE DO WYCENY | 8 |
| Podejście rynkowe | 11 |
| Cena transakcyjna za identyczny instrument jednostki, w której dokonano inwestycji | 11 |
| Cena transakcyjna zapłacona za podobny instrument jednostki, w której dokonano inwestycji | 13 |
| Mnożniki rynkowe na bazie spółek porównywalnych | 15 |
| Podejście dochodowe | 28 |
| Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) | 29 |
| Inne metody w ramach podejścia dochodowego | 45 |
| Metoda skorygowanych aktywów netto | 46 |
| NAJCZĘSTSZE BŁĘDY | 49 |
| Podejście rynkowe (mnożniki na bazie spółek porównywalnych) | 49 |
| Podejście dochodowe (metoda DCF) | 49 |
| Metoda skorygowanych aktywów netto | 50 |
| GLOSARIUSZ | 51 |
| DODATKOWE ŹRÓDŁA INFORMACJI | 55 |

Niniejszy materiał edukacyjny dotyczy MSSF 13, ale nie wchodzi w jego skład. Ilustruje niektóre aspekty MSSF 13, jednak w zamierzeniu nie stanowi wytycznych interpretacyjnych.

Synteza

- 1 Niniejszy rozdział opisuje w sposób ogólny przemyslenia związane z ustalaniem wartości godziwej¹ poszczególnych *nienotowanych instrumentów kapitałowych*, stanowiących *udziały niekontrolujące* w spółce prywatnej (tzn. jednostce, w której dokonano inwestycji) w zakresie MSSF 9 *Instrumenty finansowe*,² zgodnie z zasadami określonymi w MSSF 13 *Ustalenie wartości godziwej*.
- 2 W tym rozdziale przedstawiono szereg powszechnie stosowanych technik pomiaru wartości godziwej nienotowanych instrumentów kapitałowych, przy zastosowaniu *podejścia rynkowego*, *podejścia dochodowego* oraz *metody skorygowanych aktywów netto*. W tym rozdziale autorzy nie nakazują zastosowania określonej metody wyceny, a raczej zachęcają do dokonywania osądu zawodowego i rozważenia wszelkich faktów i okoliczności związanych z wyceną. Specyfika nienotowanych instrumentów kapitałowych jednostki, w której dokonano inwestycji, oraz informacje racjonalnie dostępne dla jednostki (tzn. inwestora) to dwa spośród czynników, jakie inwestor musi wziąć pod uwagę przy wyborze najbardziej odpowiedniej techniki wyceny. Na przykład, dostępność informacji o *spółkach porównywalnych* przy równoczesnym całkowitym braku informacji o *przewidywanych przepływach pieniężnych* jednostki, w której dokonano inwestycji, może wybrać metodę *zastosowania mnożników wyceny spółek porównywalnych* zamiast *metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF)*. Z drugiej strony, jeśli jednostka, w której dokonano inwestycji, wypłaca dywidendy, inwestor dysponujący ograniczonym zakresem informacji finansowych może rozważyć zastosowanie metody opartej na *modelu zdyskontowanych dywidend (DDM)*.
- 3 Jednostka może zrealizować cele wyceny przedstawione w MSSF 13 **nawet przy ograniczonej dostępności informacji**. Choć posiadanie udziałów w jednostce pozwala zakładać dostępność niektórych informacji finansowych i innych, dotyczących jednostki, w której dokonano inwestycji, w tym informacji o charakterze publicznym, czasami zdarza się, że informacje takie są niekompletne lub nieaktualne. W niniejszym rozdziale podano przykłady na to w jaki sposób inwestor, pomimo ograniczonej dostępności informacji finansowych, może ustalić wartość godziwą nienotowanych instrumentów kapitałowych dzięki zastosowaniu opisanych technik wyceny.

Wprowadzenie

- 4 Podczas opracowania MSSF 13, Rada Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (IASB) dowiedziała się, że jednostki działające w gospodarkach wschodzących i gospodarkach okresu transformacji miały pewne obawy w związku z zastosowaniem zasad wyceny w wartości godziwej w swoich krajach.³ Niemniej jednak, IASB zauważyła, że obawy te nie są specyficzne dla jednostek znajdujących się w gospodarkach wschodzących i gospodarkach okresu transformacji. Brak danych rynkowych i innych kluczowych informacji niezbędnych do pomiaru wartości godziwej jest ograniczeniem o charakterze globalnym, nie regionalnym. Dlatego właśnie IASB postanowiła opracować materiał szkoleniowy dotyczący ustalania wartości godziwej, przeznaczony dla odbiorców nie tylko w gospodarkach wschodzących i gospodarkach okresu przejściowego, ale również dla jednostek w gospodarkach rozwiniętych.
- 5 W celu realizacji tego zadania, IASB zwróciła się do Inicjatywy Edukacyjnej Fundacji MSSF (IFRS Foundation Education Initiative) z prośbą o opracowanie materiałów edukacyjnych dotyczących ustalania wartości godziwej, opisujących w sposób ogólny sposób myślenia przy ustalaniu wartości godziwej aktywów, zobowiązań i własnych instrumentów kapitałowych jednostki w sposób zgodny z celami wyceny w wartości godziwej opisanymi w MSSF 13. Fundacja MSSF otrzymała uwagi od przedstawicieli Rady Standardów Rachunkowości Finansowej (FASB) oraz od grupy specjalistów w dziedzinie wyceny, zajmujących się pomiarem wartości godziwej w rozwiniętych, wschodzących i przejściowych

¹ Terminy zdefiniowane w glosariuszu do tego rozdziału przy pierwszym użyciu wyróżniane są kursywą. Nie dotyczy to tytułów publikacji.

² Jeśli jednostka nie stosuje MSSF 9, wszelkie odniesienia do MSSF 9 powinny być interpretowane jako odniesienia do MSR 39 *Instrumenty finansowe: ujęcie i wycena*.

³ Podsumowanie tych obaw zawarto w „Podstawie do wnioskowania”, załączonej do MSSF 13 (zob. paragraf BC231).

gospodarkach. Fundacja MSSF chciałaby niniejszym podziękować tym osobom za pomoc przy realizacji tego zadania.

- 6 Struktura niniejszego materiału edukacyjnego została określona tak, by poszczególne rozdziały zawierały omówienie zastosowania zasad MSSF 13 w różnych przypadkach. Rozdziały będą publikowane w miarę ich finalizacji. Ten rozdział publikowany jest przez Fundację MSSF. Jego treść **nie ma charakteru rozstrzygającego** i nie została zatwierdzona przez IASB.

Cel

- 7 W tym rozdziale zilustrowano, na poziomie ogólnym, zastosowanie technik wyceny w kontekście sprawozdawczości finansowej, w szczególności w kontekście MSSF 13. Jego celem nie jest przedstawienie kompleksowych wytycznych w zakresie wyceny, a w związku z tym nie jest w nim opisany pełen zakres prac, jakie w praktyce musiałyby być wykonane w ramach procesu wyceny. Przykłady zawarte w niniejszym rozdziale mają na celu jedynie uproszczoną ilustrację opisywanych technik wyceny. W konsekwencji, w zawartych tu przykładach nie opisano wszystkich procedur i komplikacji, jakie w praktyce mogą wystąpić podczas wyceny. Przykłady nie nakazują również użycia określonej techniki wyceny w określonych okolicznościach, a zatem inne techniki mogłyby również być odpowiednie.

Dla kogo ten rozdział będzie przydatny?

- 8 W tym rozdziale przedstawiono ogólne wskazówki w zakresie wyceny, z myślą o wsparciu osób odpowiedzialnych za pomiar wartości godziwej w swoich organizacjach w sytuacji pomiaru wartości godziwej nienotowanych instrumentów kapitałowych jednostki, w której dokonano inwestycji, w zakresie MSSF 9. Niemniej jednak, oczekuje się, że osoby takie będą dysponować wiedzą w zakresie koncepcji wyceny, nawet jeśli nie są specjalistami w tej dziedzinie.
- 9 Poziom złożoności procesu wyceny może być różny, w zależności od charakteru składnika aktywów lub zobowiązania, którego proces ten dotyczy, a także dostępności informacji. Treść niniejszego rozdziału może nie być wystarczająco wszechstronna, by wesprzeć osoby nie będące specjalistami w dziedzinie wyceny przy dokonywaniu skomplikowanych wycen na potrzeby sprawozdawczości finansowej czy też ułatwić im ocenę, czy złożone wyceny wykonane przez specjalistów w tej dziedzinie zostały sporządzone zgodnie z zasadami MSSF 13.

Zakres

- 10 MSSF 9 wymaga od jednostek wyceny wszystkich inwestycji w instrumenty kapitałowe w wartości godziwej, nawet jeśli instrumenty te nie są notowane na *aktywnym rynku*. Niniejszy rozdział dotyczy przede wszystkim pomiaru wartości godziwej poszczególnych nienotowanych instrumentów kapitałowych stanowiących udziały niedające kontroli nad jednostką, w której dokonano inwestycji.
- 11 Wskazówki zawarte w niniejszym rozdziale są przydatne do wyceny takich udziałów przy początkowym ujęciu oraz przy aktualizacji wyceny i powinny być rozważane w kontekście istotności (ang. materiality) zgodnie z jej definicją podaną w *Międzynarodowych Standardach Sprawozdawczości Finansowej (MSSF)*. MSR 8 *Zasady (polityka) rachunkowości, zmiany wartości szacunkowych i korygowanie błędów* mówi, że polityka rachunkowości wspomniana w standardach nie musi być stosowana, jeśli skutki jej zastosowania byłyby nieistotne. Stanowi to uzupełnienie stwierdzenia zawartego w MSR 1 *Prezentacja sprawozdań finansowych*, mówiącego, że ujawnienia wymagane przez standardy muszą być dokonywane, chyba, że informacje te są nieistotne.⁴

Proces wykonania pomiaru wartości godziwej

- 12 MSSF 13 mówi, że celem wyceny w wartości godziwej jest oszacowanie ceny w *transakcji przeprowadzanej na zwykłych warunkach* sprzedaży składnika aktywów lub przeniesienia zobowiązania, która byłaby zawarta przez *uczestników rynku* na dzień wyceny i w bieżących warunkach rynkowych (tzn. oszacowanie *ceny wyjścia*). Jest to działanie podobne do sytuacji, w których jednostka musi dokonywać

⁴ MSR 1 i MSR 8 mówią, że pominięcie lub zniekształcenie informacji o poszczególnych pozycjach jest istotne, jeśli informacje te, **osobno lub razem**, mogłyby wpłynąć na decyzje gospodarcze podejmowane przez użytkowników na podstawie sprawozdań finansowych. Istotność uzależniona jest od wielkości i charakteru pominięcia lub zniekształcenia ocenianego w istniejących okolicznościach. Czynnikiem decydującym może być wielkość pozycji, jej charakter, bądź też jedno i drugie.

innych szacunków dla potrzeb sprawozdawczości finansowej, jak np. wycena rezerw zgodnie z MSR 37 *Rezerwy, zobowiązania warunkowe i aktywa warunkowe*. W wielu przypadkach, wycena na potrzeby sprawozdawczości finansowej będzie się wiązać z niepewnością w kwestii czasu i/lub kwot przyszłych przepływów pieniężnych, jak też innych czynników.

Wycena nienotowanych instrumentów kapitałowych w wartości godziwej

- 13 W niniejszym rozdziale przedstawiono, w jaki sposób można zastosować szereg technik wyceny by określić wartość godziwą nienotowanych instrumentów kapitałowych. Osąd jest konieczny nie tylko przy zastosowaniu metody wyceny, ale również przy jej wyborze. Chodzi tu o rozważenie informacji dostępnych dla inwestora. Na przykład, inwestor prawdopodobnie będzie bardziej skłonny do zastosowania metody mnożników na bazie spółek porównywalnych (zob. paragrafy 34–69), jeśli istnieją na rynku spółki w wystarczającym stopniu porównywalne z jednostką, której dotyczy wycena, lub też kiedy znane są szczegółowe informacje o obserwowanych transakcjach i ich tło. Podobnie, inwestor z większym prawdopodobieństwem zechce zastosować metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF, zob. paragrafy 71–114) jeśli, na przykład, przepływy pieniężne jednostki, w której dokonano inwestycji, charakteryzują się pewnymi wyjątkowymi cechami, jak np. okresy o odmiennym tempie wzrostu (na przykład, okres szybkiego wzrostu, po którym następuje stabilizacja na względnie stałym poziomie). Z drugiej strony, przy ustalaniu wartości godziwej nienotowanych instrumentów kapitałowych inwestor może uznać, że w oparciu o określone fakty i okoliczności (np. historia, rodzaj i etap rozwoju jednostki, w której dokonano inwestycji, charakter aktywów i zobowiązań jednostki, w której dokonano inwestycji, jej struktura kapitałowa etc.), odpowiednie byłoby zastosowanie metody skorygowanych aktywów netto (zob. paragrafy 125–129). Innymi słowy, w zależności od konkretnych faktów i okoliczności, niektóre techniki mogą być bardziej odpowiednie niż inne. Wybór odpowiedniej techniki wyceny może wiązać się ze zmianą techniki wyceny przez inwestora, lub zmianą sposobu jej stosowania; nie przeczy to jednak wymogowi MSSF 13 nakazującemu stosowanie technik wyceny w sposób ciągły (zob. paragrafy 65–66 MSSF 13).
- 14 Wycena opiera się w dużej mierze na osądzie i prawdopodobne jest, że różne techniki wyceny dadzą różne rezultaty. Dzieje się tak, ponieważ zastosowane *dane wejściowe* oraz ich ewentualne korekty mogą się różnić w zależności do zastosowanej techniki. Istnienie takich różnic nie oznacza, że którakolwiek z technik jest nieprawidłowa. Choć MSSF 13 nie wymaga wprost stosowania przez inwestora różnych technik, jednak wybór najodpowiedniejszej techniki wyceny w świetle konkretnych faktów i okoliczności wymaga rozważenia więcej niż jednej techniki; co za tym idzie, istnieje możliwość porównania wyników zastosowania różnych technik. W takich sytuacjach inwestor musi rozumieć przyczyny różnic w wycenie wybrać kwotę mieszczącą się w zakresie wartości najbardziej reprezentatywnych dla wartości godziwej danego nienotowanego instrumentu kapitałowego.
- 15 Podczas realizacji tego zadania, inwestor musi zdecydować, jaką wagę nadać wynikom uzyskanym w oparciu o każdą z technik wyceny, poprzez rozważenie racjonalności zakresów wartości uzyskanych przy zastosowaniu poszczególnych technik oraz względnej subiektywności zastosowanych danych wejściowych (zob. paragrafy 61 i 74 MSSF 13), jak również konkretnych faktów i okoliczności. Na przykład ustalając, jaką wagę przypisać wynikom uzyskanym po zastosowaniu metody mnożników na bazie spółek porównywalnych (zob. paragrafy 34–69), inwestor obok stopnia subiektywności danych wejściowych zastosowanych w ramach tej techniki, wzięłyby pod uwagę stopień porównywalności pomiędzy podobnymi spółkami a podlegającą wycenie jednostką, w której dokonano inwestycji, a także to, czy pozostały niewyjaśnione różnice pomiędzy relatywnymi wartościami w jednostce, w której dokonano inwestycji, a tymi samymi wartościami w porównywalnych spółkach, na podstawie konkretnych faktów i okoliczności.
- 16 Ustalając cenę najbardziej reprezentatywną dla wartości godziwej, inwestor musi wziąć pod uwagę:
- która technika wyceny wymaga najmniejszej liczby subiektywnych korekt zastosowanych danych wejściowych (tzn. która technika w największym stopniu korzysta z *obserwowalnych danych* i minimalizuje wykorzystanie *nieobserwowalnych danych*);
 - zakres wartości uzyskanych przy zastosowaniu poszczególnych technik, oraz to, na ile się pokrywają; oraz
 - przyczyny różnic w wartości wynikających z zastosowania różnych technik.

Podejście do wyceny

- 17 MSSF 13 mówi, że wartość godziwa to wycena w oparciu o ceny rynkowe, choć przyznaje, że w niektórych przypadkach obserwowalne transakcje rynkowe lub inne informacje rynkowe, mogą nie być dostępne.

Niemniej jednak, cel wyceny w wartości godziwej, jak już wspomniano, pozostaje bez zmian (zob. paragraf 12).

- 18 MSSF 13 nie podaje hierarchicznej struktury technik wyceny, nie nakazuje też stosowania określonej techniki wyceny dla potrzeb realizacji celu ustalenia wartości godziwej. Podobnie jak MSSF 13, niniejszy rozdział nie wymaga zastosowania określonej techniki wyceny. Niemniej, MSSF 13 przyznaje, że w określonych okolicznościach pewne techniki mogą być bardziej odpowiednie niż inne. Niektóre spośród czynników, jakie musi wziąć pod uwagę inwestor przy wyborze najbardziej odpowiedniej techniki/technik wyceny to między innymi:
- informacje racjonalnie dostępne dla inwestora;
 - warunki rynkowe (dobra lub zła koniunktura rynkowa może skłonić inwestora do rozważenia różnych technik wyceny);
 - horyzont inwestycyjny i typ inwestycji (na przykład nastawienie rynku przy ustalaniu wartości godziwej krótkoterminowej inwestycji finansowej może być łatwiejsze do uwzględnienia w ramach pewnych technik wyceny niż w innych);
 - cykl życia jednostki, w której dokonano inwestycji (tzn. czynniki determinujące wartość jednostki, w której dokonano inwestycji, na różnych etapach jej istnienia mogą być łatwiej odzwierciedlone przez pewne techniki wyceny);
 - charakter działalności jednostki, w której dokonano inwestycji (na przykład, zmienność lub cykliczność działalności jednostki, w której dokonano inwestycji może być odzwierciedlona przez pewne techniki wyceny lepiej niż przez inne); oraz
 - branża, w której działa jednostka, w której dokonano inwestycji.
- 19 MSSF 13 opisuje trzy możliwe podejścia do wyceny (zob. paragrafy B5–B33 MSSF 13):
- podejście rynkowe;
 - podejście dochodowe; oraz
 - *podejście kosztowe.*
- 20 Zastosowanie podejścia rynkowego i dochodowego, a także metody skorygowanych aktywów netto, do ustalenia wartości godziwej nienotowanych instrumentów kapitałowych opisane są poniżej. Metoda skorygowanych aktywów netto nie jest w niniejszym materiale przypisana do żadnego z trzech podejść do wyceny, ponieważ zastosowanie tej metody często wymaga równoczesnego zastosowania różnych technik wyceny (np. do ustalenia wartości godziwej każdego ze składników aktywów i zobowiązań jednostki, w której dokonano inwestycji, możliwe jest zastosowanie innej techniki wyceny) a każda z technik wyceny może być zgodna z każdym z trzech opisywanych podejść.
- 21 Ryc. 1 przedstawia podejścia i techniki wyceny prezentowane w tym rozdziale.

| Ryc. 1— stosowane podejścia i techniki wyceny | |
|--|---|
| Podejście do wyceny | Techniki wyceny |
| Podejście rynkowe | <ul style="list-style-type: none"> • Cena transakcyjna instrumentu identycznego lub podobnego do instrumentu wycenianego dla jednostki, w której dokonano inwestycji (zob. paragrafy 28–33) • Metoda mnożnikowa/porównawcza (mnożniki rynkowe i transakcyjne; zob. paragrafy 34–69) |

| Ryc. 1— stosowane podejścia i techniki wyceny | |
|---|--|
| Podejście do wyceny | Techniki wyceny |
| Podejście dochodowe | <ul style="list-style-type: none"> • Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) (zob. paragrafy 71–114) • Model zdyskontowanych dywidend (Dividend Discount Model, DDM; zob. paragrafy 115–116) • Model stałego wzrostu dywidend (constant-growth DDM; zob. paragrafy 117–121) • Model kapitalizacji (zob. paragrafy 122–124) |
| Możliwe jest zastosowanie kombinacji obu podejść (zob. paragraf 20) | <ul style="list-style-type: none"> • Metoda skorygowanych aktywów netto (zob. paragrafy 125–129) |

- 22 Oprócz ewentualnych specyficznych praw, jakie instrumenty te mogą zapewniać swoim posiadaczom, wszystkie instrumenty kapitałowe, których dotyczy niniejszy rozdział to instrumenty nienotowane, stanowiące udziały niekontrolujące w jednostce, w której dokonano inwestycji. Pomiar wartości godziwej tych instrumentów kapitałowych musi uwzględniać tę cechę (zob. paragrafy 59–67) niezależnie od zastosowanej techniki wyceny.
- 23 Ponadto, pomiar wartości godziwej takich instrumentów kapitałowych musi odzwierciedlać bieżące warunki rynkowe (zob. paragrafy 15 i 24 MSSF 13). Inwestor może upewnić się, że techniki wyceny będą odzwierciedlać bieżące warunki rynkowe poprzez ich kalibrację w dniu wyceny. Przy początkowym ujęciu, jeśli cena transakcji odzwierciedlała wartość godziwą, a inwestor zamierza w przyszłych okresach stosować technikę wyceny, w której stosowane są nieobserwowalne dane wejściowe, inwestor musi skalibrować technikę wyceny tak, by uzyskać cenę transakcji (zob. paragraf 64 MSSF 13). Zastosowanie kalibracji na dzień pomiaru przy ustalaniu wartości godziwej nienotowanych instrumentów kapitałowych jest dla inwestora dobrym sposobem na zapewnienie, iż technika wyceny odzwierciedla bieżące warunki rynkowe i na ustalenie, czy potrzebna jest korekta techniki wyceny (na przykład, instrument może mieć cechę nie odzwierciedloną w technice wyceny, bądź też w dniu wyceny mogły zaistnieć nowe okoliczności, które nie miały miejsca w czasie początkowego ujęcia).
- 24 Przykład 1 ilustruje zastosowanie kalibracji.⁵

Przykład 1—Zastosowanie kalibracji

Inwestor zakupił 5 proc. kapitału akcyjnego (1.000 akcji) Jednostki A, spółki prywatnej, w dniu 31 grudnia 20X6 r. za 5000 j.p., czyli 5 j.p. na akcję. Inwestor uważa, że cena transakcji, czyli 5000 JW., to wartość godziwa przy początkowym ujęciu w dniu 31 grudnia 20X6 r.

Inwestor oczekuje, że w późniejszych okresach do wyceny wartości godziwej posiadanych udziałów niekontrolujących będzie stosować metodę mnożników na bazie spółek porównywalnych (zob. paragrafy 34–69). Wybrana technika wyceny korzysta z nieobserwowalnych danych wejściowych, takich jak np. wskaźniki efektywności działalności gospodarczej jednostki, w której dokonano inwestycji.

Inwestor kalibruje zapłaconą cenę 5000 j.p. i wyciąga wniosek, że cena transakcyjna była pochodną zastosowania mnożnika EV/EBITDA (zob. Ryc. 3) w wysokości 9.0x oraz zastosowania *dyskonta z tytułu udziałów niekontrolujących* oraz *dyskonta z tytułu braku płynności* (zob. paragrafy 59–67) w następujący sposób:^(a)

⁵ W przykładach, przedstawionych w niniejszym rozdziale, wszystkie kwoty wyrażone są w „jednostkach pieniężnych” (j.p.).

Kalibracja techniki wyceny przy początkowym ujęciu

| | |
|--|-----------------|
| | j.p |
| Indykatorywna wartość godziwa 5 proc. udziałów niekontrolujących w oparciu o EV/EBITDA of 9.0x | 6.024,0 |
| Dyskonto z tytułu udziałów niekontrolujących | (662,65) |
| Dyskonto z tytułu braku płynności | <u>(361,45)</u> |
| Wartość godziwa 5 proc. udziałów niekontrolujących na dzień 31 grudnia 20X6 r. | 5.000,00 |

W każdym późniejszym dniu wyceny inwestor zweryfikuje, czy założenia przyjęte podczas pomiaru wartości godziwej przy początkowym ujęciu nie uległy zmianie (tzn. czy mnożnik EV/EBITDA na poziomie 9.0x nadal jest odpowiedni i czy założenia przyjęte dla potrzeb określenia dyskonta z tytułu udziałów niekontrolujących i z tytułu braku płynności nadal pozostają aktualne w dniu wyceny). Jeśli założenia uległy zmianie, inwestor rozważy, w jaki sposób te zmiany wpłyną na wycenę i czy w technice wyceny powinny zostać uwzględnione nowe fakty. Innymi słowy, inwestor upewni się, że technika wyceny odzwierciedla bieżące warunki rynkowe w dniu wyceny i dokona odpowiednich korekt w przypadku zmiany faktów i okoliczności dotyczących Jednostki A oraz otoczenia, w którym działa.

- (a) Korekty wskazane wyżej nie powinny być uważane za wyczerpującą listę wszystkich mających zastosowanie korekt. Ponadto, korekta dyskonta z tytułu udziałów niekontrolujących może nie być wymagana we wszystkich przypadkach (zob. paragraf 62). Niezbędne korekty będą uzależnione od konkretnych faktów i okoliczności. Ponadto, kwoty korekt przedstawione powyżej nie są oparte na szczegółowych wyliczeniach. Mają charakter jedynie poglądowy.

- 25 Z uwagi na charakter danych wejściowych użytych w ramach technik wyceny opisanych w niniejszym rozdziale (na przykład, nieobserwowalne dane wejściowe, takie jak prognozy czy budżety, w przypadku stosowania metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych, czy też wskaźniki efektywności działalności gospodarczej jednostki w przypadku zastosowania mnożników na bazie spółek porównywalnych) oraz ich przydatności dla uzyskiwanych pomiarów wartości godziwej, większość z dokonanych w ten sposób pomiarów będzie kategoryzowana na poziomie 3 hierarchii wartości godziwej (zob. paragrafy 86–90 i paragraf B36 MSSF 13). Odpowiednio, takie pomiary wartości godziwej będą wymagały od inwestora przygotowania dodatkowych ujawnień (zob. paragrafy 91–99 MSSF 13). Ujawnienia takie dają użytkownikom sprawozdań finansowych informacje dotyczące ważniejszych nieobserwowalnych danych wejściowych, stosowanych w pomiarach wartości godziwej kategoryzowanych na poziomie 3 hierarchii wartości godziwej (*dane wejściowe poziomu 3*) i ogólnie większego stopnia subiektywizmu charakteryzującego procesy wyceny na tym poziomie.

Podejście rynkowe

- 26 W podejściu rynkowym bierze się pod uwagę ceny oraz inne istotne informacje wygenerowane przez transakcje rynkowe dotyczące identycznych lub porównywalnych składników aktywów (zob. paragraf B5 MSSF 13). Istnieje kilka technik odpowiednich dla podejścia rynkowego. Techniki zaliczane do podejścia rynkowego najczęściej stosowane przy wycenie nienotowanych instrumentów kapitałowych związane są ze źródłami danych, z których korzystają (np. notowane ceny spółek publicznych lub ceny transakcji fuzji i przejęć).
- 27 W niniejszym rozdziale opisano następujące techniki stosowane przy podejściu rynkowym:
- cena transakcyjna za identyczny lub podobny instrument jednostki, w której dokonano inwestycji (zob. paragrafy 28–33); oraz
 - mnożnikowa na bazie spółek porównywalnych, w oparciu o ceny notowane (tzn. *mnożniki rynkowe*) lub ceny uzyskane w transakcjach takich, jak fuzje i przejęcia (tzn. *mnożniki transakcyjne*; zob. paragrafy 34–69).

Cena transakcyjna za identyczny instrument jednostki, w której dokonano inwestycji

- 28 Jeśli inwestor niedawno nabył instrument identyczny z nienotowanym instrumentem kapitałowym jednostki podlegającym wycenie, cena transakcyjna (tzn. *cena wejścia*) może być rozsądnym punktem początkowym

dla wyceny wartości godziwej nienotowanego instrumentu kapitałowego w dniu wyceny, jeśli cena transakcji reprezentowała wartość godziwą instrumentu przy początkowym ujęciu zgodnie z MSSF 13 (zob. paragrafy 57–60 oraz paragraf B4 MSSF 13). Inwestor musi jednak uwzględnić wszystkie informacje o wynikach i działaniu jednostki, w której dokonano inwestycji, jakie stały się racjonalnie dostępne dla inwestora pomiędzy datą początkowego ujęcia a datą wyceny. Ponieważ takie informacje mogą mieć wpływ na wartość godziwą nienotowanego instrumentu kapitałowego jednostki, w której dokonano inwestycji, w dniu jej pomiaru, koszt może być właściwym szacunkiem wartości godziwej w dniu wyceny tylko w niektórych okolicznościach. W paragrafie B5.4.15⁶ MSSF 9 przedstawiono czynniki, mogące wskazywać na to, że cena transakcyjna, uiszczona przez inwestora, może nie być reprezentatywna dla wartości godziwej w dniu wyceny. Czynniki te obejmują między innymi (lista nie jest wyczerpująca):

- znaczną zmianę wyników działalności jednostki, w której dokonano inwestycji, w porównaniu z budżetami, planami lub celami pośrednimi;
- zmiany co do oczekiwanego osiągnięcia przez jednostkę, w której dokonano inwestycji, technicznych celów pośrednich w zakresie produktu;
- znacząca zmiana popytu rynkowego na instrumenty kapitałowe jednostki, w której dokonano inwestycji, bądź też na jej istniejące lub potencjalne produkty;
- znaczną zmianę w światowej gospodarce lub otoczeniu gospodarczym, w którym działa jednostka, w której dokonano inwestycji;
- znaczną zmianę wyników działalności porównywalnych jednostek lub wycen wynikających z ogólnych warunków rynkowych;
- wewnętrzne sprawy jednostki, w której dokonano inwestycji, takie jak nadużycia finansowe, spory handlowe, postępowania sądowe, zmiany w zarządzaniu bądź strategii; oraz
- dowody wynikające z zewnętrznych transakcji obejmujących kapitał własny jednostki, w której dokonano inwestycji, dokonane przez samą jednostkę (np. nowa emisja instrumentów kapitałowych) lub w drodze przeniesienia instrumentów kapitałowych między osobami trzecimi.

29 Ponadto, inwestor musi uwzględnić istnienie takich czynników, jak to, czy otoczenie, w którym działa jednostka, w której dokonano inwestycji, jest dynamiczne, czy nastąpiły zmiany warunków rynkowych, a nawet upływ czasu sam w sobie. Czynniki takie mogą podważyć racjonalność użycia ceny transakcyjnej jako miernika wartości godziwej nienotowanych instrumentów kapitałowych w dniu wyceny.

30 Przykłady 2 i 3 ilustrują proces oceny, przez inwestora, czy cena transakcyjna (w Przykładzie 2 zapłacona przez inwestora, w Przykładzie 3 przez innych inwestorów) jest reprezentatywna dla wartości godziwej w dniu wyceny.

Przykład 2—Cena transakcyjna, zapłacona przez inwestora za identyczny instrument

Inwestor nabył 5 proc. kapitału akcyjnego (1.000 akcji) Jednostki B, spółki prywatnej, w dniu 1 lipca 20X6 r. za 5.000 j.p., czyli 5 j.p. na akcję. Ponieważ inwestor jest udziałowcem niekontrolującym, nie otrzymuje od Jednostki B budżetu zarządu ani prognoz przepływów finansowych. Inwestor sporządza roczne sprawozdanie finansowe i ustala wartość godziwą swoich udziałów niekontrolujących w Jednostce B na dzień 31 grudnia 20X6 r. (tzn. dzień wyceny). Inwestor uznaje, że cena transakcyjna w wysokości 5.000 j.p. stanowi wartość godziwą instrumentu w momencie początkowego ujęcia w dn. 1 lipca 20X6 r.

Kwota zapłacona za nienotowane instrumenty kapitałowe (5.000 j.p.) w lipcu 20X6 r. to racjonalny punkt wyjścia dla pomiaru wartości godziwej posiadanych przez inwestora niekontrolujących udziałów w Jednostce B na dzień wyceny. Inwestor nadal jednak musi ocenić, czy istnieje konieczność korekty zapłaconej kwoty, jeśli są dowody na zaistnienie któregośkolwiek z czynników opisanych w paragrafach 28 i 29, lub też, jeśli inne przesłanki wskazują na to, że cena transakcyjna może nie być reprezentatywna dla wartości godziwej w dniu wyceny. Na przykład, jeśli warunki rynkowe w ciągu ostatnich sześciu miesięcy zmieniły się tak, że mogło to w znaczący sposób wpłynąć na perspektywy rozwoju lub spodziewaną realizację celów pośrednich, inwestor musi ocenić zakres tych zmian i odpowiednio skorygować cenę transakcji.

⁶ Niniejszy dokument pochodzi z 2013 r. i dotyczy treści MSSF 9 z 2010 r., w którym występuje paragraf B5.4.15. W treści MSSF 9 opublikowanym w Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej z dnia 29 listopada 2016 r. jest to paragraf B5.2.4 /przyp. Tłum./.

Przykład 3—Cena transakcyjna zapłacona przez innych inwestorów za identyczny instrument

W roku 20X0 Jednostka C zakupiła 10 akcji Jednostki D, spółki prywatnej, stanowiące 10 proc. łącznej liczby akcji z prawem głosu w Jednostce D, za 1.000 j.p.. Jednostka C sporządza roczne sprawozdanie finansowe i musi ustalić wartość godziwą swoich niekontrolujących udziałów w Jednostce D na dzień 31 grudnia 20X2 (tzn. na dzień wyceny).

W roku 20X2, Jednostka D podniosła swój kapitał, sprzedając udziały (10 akcji za 1.200 j.p.) innym inwestorom. Jednostka C uznaje, że cena transakcyjna nowych instrumentów kapitałowych w wysokości 1200 j.p. odzwierciedla wartość godziwą akcji w dniu, w którym zostały wyemitowane.

Zarówno Jednostka C, jak i inni inwestorzy w Jednostkę D, posiadają udziały dające te same prawa i obciążone tymi samymi warunkami. Pomiędzy datą sprzedaży akcji nowym inwestorom a datą wyceny nie nastąpiły żadne istotne zmiany w środowisku zewnętrznym czy wewnętrznym Jednostki D. Nie wystąpiły żadne czynniki w rodzaju wymienionych w paragrafach 28 i 29. W związku z tym, Jednostka C uznaje, że kwota 1.200 j.p. najlepiej reprezentuje wartość godziwą posiadanych przez nią udziałów niekontrolujących w Jednostce D na dzień wyceny.

- 31 Zaistnienie któregośkolwiek z czynników wymienionych wcześniej (zob. paragrafy 28 i 29) mogłoby sprawić, że zastosowanie ceny transakcyjnej dla ustalenia wartości godziwej na dzień wyceny nie byłoby odpowiednie. Mogłaby jednak być użyteczna jako test pozwalający na określenie trendu, jakiemu cena (czyli wartość godziwa) mogła podlegać w okresie, w którym nienotowany instrument kapitałowy był przetrzymywany. Na przykład, gdyby inwestor z Przykładu 2 poczynił inwestycję w Jednostce B w okresie, w którym warunki gospodarcze były inne niż warunki na dzień wyceny, byłoby mniej prawdopodobne, że zapłacona cena (w lipcu 20X6 r.) odzwierciedla wartość godziwą nienotowanego instrumentu kapitałowego w dniu wyceny (czyli w grudniu 20X6 r.). Niemniej jednak, analiza czynników wymienionych wcześniej (zob. paragrafy 28 i 29) mogłaby pomóc inwestorowi z Przykładu 2 w potwierdzeniu trafności wartości godziwej uzyskanej przy zastosowaniu innej techniki wyceny. W takiej sytuacji, techniką bardziej stosowną dla ustalenia wartości godziwej nienotowanego instrumentu kapitałowego mogłaby być technika mnożników na bazie spółek porównywalnych lub metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Obie te metody opisane są poniżej.

Cena transakcyjna zapłacona za podobny instrument jednostki, w której dokonano inwestycji

- 32 Cena transakcyjna zapłacona niedawno za inwestycję w podobny, choć nie identyczny z posiadanym przez inwestora, instrument kapitałowy tej samej jednostki, w której dokonano inwestycji byłaby racjonalnym punktem wyjścia dla oszacowania wartości godziwej nienotowanego instrumentu kapitałowego, jeśli zgodnie z MSSF 13 owa cena transakcyjna stanowiła wartość godziwą tego instrumentu kapitałowego przy jego początkowym ujęciu (zob. paragrafy 57–60 oraz paragraf B4 MSSF 13). Przykłady takich transakcji obejmują sprzedaż nowych klas akcji innym inwestorom oraz transakcje kupna i sprzedaży takich akcji dokonywane pomiędzy innymi inwestorami.
- 33 Jeśli przy wycenie nienotowanych instrumentów kapitałowych inwestor bierze pod uwagę ceny transakcyjne niedawnych inwestycji w instrumenty kapitałowe, dokonywanych, na przykład, przez innych inwestorów, musi uwzględnić wszelkie różnice pomiędzy posiadanymi nienotowanymi instrumentami kapitałowymi a instrumentami kapitałowymi, których dotyczyły transakcje zawierane przez innych inwestorów. Różnice takie mogą obejmować odmienne korzyści ekonomiczne i prawo *kontroli*. Przykład 4 ilustruje dokonywaną przez inwestora ocenę tego, czy cena transakcyjna niedawnej inwestycji dokonanej przez innych inwestorów jest reprezentatywna dla wartości godziwej posiadanych przez inwestora nienotowanych instrumentów kapitałowych w dniu wyceny.

Przykład 4—Cena niedawnej transakcji dotyczącej podobnych instrumentów, przeprowadzonej przez innych inwestorów

Inwestor sporządza roczne sprawozdanie finansowe i ustala wartość godziwą swoich niekontrolujących udziałów w Jednostce E, spółce prywatnej, na dzień 31 grudnia 20X0 (czyli na dzień wyceny).

Przykład 4—Cena niedawnej transakcji dotyczącej podobnych instrumentów, przeprowadzonej przez innych inwestorów

Trzy lata wcześniej, inwestor zakupił udziały Jednostki E w postaci *akcji zwykłych*. Jednostka E opracowuje nowy proces produkcji i w okresie sprawozdawczym pozyskała dodatkowy kapitał w drodze emisji nowej klasy akcji uprzywilejowanych na rzecz funduszu venture capital, który obecnie posiada dające kontrolę udziały w Jednostce E. Celem jest doprowadzenie do debiutu giełdowego (ang. Initial Public Offering – IPO) Jednostki E w ciągu najbliższych pięciu lat. Warunki akcji uprzywilejowanych, w tym prawo głosu, są podobne do akcji zwykłych, z wyjątkiem tego, że akcje uprzywilejowane dają prawo do stałej, skumulowanej dywidendy w okresie pięciu lat i mają pozycję nadrzędną w stosunku do akcji zwykłych w przypadku likwidacji Jednostki E.

Inwestor, poprzez proces opisany poniżej, ustala wartość godziwą akcji zwykłych na dzień wyceny poprzez korektę ceny akcji uprzywilejowanych, uzyskaną w niedawnej transakcji (10 j.p. na akcję).

| | j.p. na akcję |
|---|---------------|
| Cena transakcyjna akcji uprzywilejowanych | 10,00 |
| Korekta w celu odzwierciedlenia różnic pomiędzy akcjami zwykłymi a uprzywilejowanymi (np. korekta odzwierciedlająca pierwszeństwo akcji uprzywilejowanych w razie likwidacji). ^(a) | (XX) |
| Inwestor uznaje, że z kontrolą wiążą się pewne korzyści. Korekta odzwierciedla fakt, że posiadane przez inwestora akcje zwykłe stanowią udziały niekontrolujące, natomiast wyemitowane akcje uprzywilejowane stanowią udział dający kontrolę. ^(a) | (XX) |
| Korekta z tytułu braku płynności, tak, by odzwierciedlić mniejsze zdolności posiadaczy akcji zwykłych w porównaniu z posiadaczami akcji uprzywilejowanych do zainicjowania sprzedaży Jednostki E w celu realizacji inwestycji. ^(a) | (XX) |
| Korekta w celu odzwierciedlenia prawa do skumulowanej dywidendy, przysługującego posiadaczom akcji uprzywilejowanych. Jest ona wyliczana jako <i>wartość bieżąca</i> oczekiwanych przyszłych płatności z tytułu dywidendy z akcji uprzywilejowanych, pomniejszana o wartość bieżącą ewentualnych spodziewanych płatności dywidend z tytułu akcji zwykłych. Zastosowana <i>stopa dyskonta</i> musi odzwierciedlać stopień niepewności związany z obydwooma strumieniami dywidend. ^(a) | (XX) |
| Wartość godziwa akcji zwykłej | XX |

Inwestor ocenia także, czy byłoby odpowiednie rozważenie dalszych korekt pod kątem czynników w rodzaju wymienionych w paragrafach 28 i 29, które mogły zaistnieć pomiędzy datą emisji akcji uprzywilejowanych a datą wyceny.

Ponadto, przed zastosowaniem powyższego podejścia, inwestor w pełni przeanalizował okoliczności emisji akcji uprzywilejowanych, tak, by mieć pewność, że cena transakcji jest dobrym punktem odniesienia. Na przykład, analiza potwierdziła, że na cenę nie wpłynęły warunki umów zarządu z nowym inwestorem, lub inne ich relacje handlowe, które mogłyby spowodować zaistnienie dalszych różnic pomiędzy akcjami zwykłymi a uprzywilejowanymi, jakie być może należałoby wziąć pod uwagę. Inwestor uznał, że 10 j.p. za akcję to wartość godziwa akcji uprzywilejowanych w dniu ich emisji.

Na podstawie tej analizy, inwestor uznał, że cena XX j.p. najlepiej odzwierciedla wartość godziwą każdej z posiadanych akcji zwykłych Jednostki E w dniu wyceny.

(a) Proces przedstawiony powyżej nie jest jedyną metodą, jaką inwestor może zastosować w celu ustalenia wartości godziwej nienotowanych akcji zwykłych. W związku z tym, korekty przedstawione powyżej nie powinny być uważane za wyczerpującą listę wszystkich możliwych korekt. Niezbędne korekty uzależnione są od konkretnych faktów i okoliczności.

Mnożniki na bazie spółek porównywalnych

- 34 Techniki wyceny w ramach podejścia rynkowego oparte są na koncepcji porównywalności, przy założeniu, że wartość składnika aktywów (lub linii biznesowej, spółki, etc.) może być ustalona poprzez porównanie z podobnymi aktywami (lub liniami biznesowymi, spółkami etc.), dla których dostępne są ceny rynkowe.
- 35 Dla potrzeb pomiaru wartości godziwej instrumentów kapitałowych jednostki, w której dokonano inwestycji, inwestor może wziąć pod uwagę wartość godziwą instrumentów kapitałowych podobnych jednostek (czyli porównywalnych spółek), których cena rynkowa jest znana. Istnieją dwa źródła informacji o wycenie porównywalnych spółek: ceny notowane na giełdach (np. singapurskiej czy frankfurckiej) oraz obserwowalne dane z transakcji takich, jak fuzje i przejęcia. Kiedy takie dane istnieją, inwestor może być w stanie ustalić wartość godziwą nienotowanego instrumentu kapitałowego poprzez odniesienie do mnożników uzyskanych na podstawie cen porównywalnych spółek będących w obrocie publicznym (mnożniki rynkowe) lub mnożników uzyskanych na podstawie obserwowalnych danych z transakcji fuzji i przejęć z udziałem porównywalnych spółek (mnożniki transakcyjne).
- 36 W przypadku stosowania mnożników transakcyjnych do wyliczenia wartości godziwej nienotowanych instrumentów kapitałowych, inwestor musi wziąć pod uwagę, że dane transakcyjne czasem reprezentują sprzedaż udziału dającego kontrolę (tzn. cena transakcyjna zapłacona za porównywalną spółkę może zawierać *premię za kontrolę*). Wartość godziwa posiadanych przez inwestora nienotowanych instrumentów kapitałowych, która jest przedmiotem niniejszego rozdziału, musi być jednak mierzona bez elementu kontroli. W związku z tym, jeśli inwestor uzna, że obserwowalna cena transakcyjna zawiera premię za kontrolę, premia taka musi być wyłączona przy ustalaniu wartości godziwej posiadanych przez inwestora nienotowanych instrumentów kapitałowych, których dotyczy niniejszy rozdział. Proces ten w praktyce często nazywany jest stosowaniem dyskonta z tytułu braku kontroli do wartości godziwej instrumentów kapitałowych jednostki, w której dokonano inwestycji, ustalonej przy użyciu mnożników transakcyjnych zawierających premię za kontrolę (zob. paragrafy 59–62 i Przykład 8). Inwestor musi zastosować podobny proces myślowy, jeśli mnożniki transakcyjne zawierają jakiegokolwiek inne premie, odzwierciedlające stopień kontroli lub wpływu wyższy niż w przypadku posiadacza udziałów niekontrolujących (tzn. inwestor musi wyłączyć wszelkie premie za *wspólną kontrolę* lub *znaczący wpływ*, jeśli były zawarte w obserwowalnych mnożnikach transakcyjnych).
- 37 Z drugiej strony, w przypadku zastosowania mnożników rynkowych, dyskonto z tytułu udziałów niekontrolujących zazwyczaj nie będzie potrzebne, ponieważ mnożniki te oparte są na notowanych cenach, a co za tym idzie, prawdopodobnie odzwierciedlają cenę udziałów nie dających kontroli.
- 38 Niezależnie od tego, czy inwestor korzysta z mnożników rynkowych czy mnożników transakcyjnych, pomiar wartości godziwej nienotowanych instrumentów kapitałowych składa się z następujących kroków:

- Etap 1** Identyfikacja porównywalnych spółek.
- Etap 2** Wybór miernika efektywności działalności gospodarczej jednostki najbardziej odpowiedniego do oszacowania wartości jednostki, w której dokonano inwestycji (tzn. miernik efektywności działalności gospodarczej jednostki, jaki zastosowałiby uczestnicy rynku przy wycenie jednostki, w której dokonano inwestycji). Zazwyczaj są to mierniki odnoszące się do takich wartości jak dochód, wartość księgową kapitału własnego lub przychody. Kiedy zostanie wybrany miernik efektywności działalności gospodarczej jednostki, należy wyłonić i przeanalizować możliwe mnożniki wyceny i wybrać najodpowiedniejszy.
- Etap 3** Zastosowanie właściwego mnożnika do odpowiedniego miernika efektywności działalności gospodarczej w jednostce, w której dokonano inwestycji, w celu uzyskania indykatywnej *wartości godziwej kapitału własnego* jednostki, w której dokonano inwestycji, lub też *wartości przedsiębiorstwa (enterprise value, EV)* jednostki, w której dokonano inwestycji.
- Etap 4** Dokonanie odpowiednich korekt (np. z tytułu braku płynności) w celu zapewnienia porównywalności pomiędzy nienotowanymi instrumentami kapitałowymi jednostki, w której dokonano inwestycji, a instrumentami kapitałowymi porównywalnych spółek.

Etap 1: identyfikacja porównywalnych spółek

- 39 Jeśli mają być zastosowane mnożniki na bazie spółek porównywalnych, celem jest identyfikacja spółek porównywalnych z jednostką, w której dokonano inwestycji, wycenianych pod kątem zdolności do generowania przepływów finansowych, spodziewanego wzrostu tych przepływów finansowych, oraz niepewności związanej z czasem realizacji przepływów finansowych i ich wysokością (tzn. ryzyko, wzrost i potencjał generowania przepływów finansowych), tak by ograniczyć ilość potencjalnych korekt wybranych mnożników wyceny. Jednak w większości analiz porównywalne spółki definiowane są jako jednostki podobne do jednostki, w której dokonano inwestycji, w aspekcie działalności, obsługiwanych rynków, wielkości jednostki i regionu geograficznego. Definicja ta oparta jest na założeniu, że jednostki działające w tym samym sektorze mają podobną charakterystykę ryzyka, wzrostu i przepływów finansowych. Przy wyliczaniu racjonalnego mnożnika, decyzja o tym, czy zastosować dane z jednej porównywalnej spółki, czy też większej ich liczby, jest kwestią osądu i zależy od konkretnych faktów i okoliczności, w tym dostępności odpowiednich informacji. Im większa zbieżność charakterystyki spółek porównywalnych i jednostki, w której dokonano inwestycji, tym mniej korekt inwestor będzie musiał wprowadzić do mnożników uzyskanych na podstawie danych wejściowych porównywalnych spółek (zob. Etap 2 poniżej).

Etap 2: Wybór miernika efektywności działalności gospodarczej najbardziej odpowiedniego dla oceny wartości jednostki, w której dokonano inwestycji oraz wybór najbardziej odpowiedniego mnożnika**Odpowiedni miernik efektywności działalności gospodarczej jednostki**

- 40 Wybór najbardziej odpowiedniego miernika efektywności działalności gospodarczej jednostki, w której dokonano inwestycji będzie zależeć od rodzaju działalności tej jednostki, jej aktywów i struktury kapitałowej w porównaniu z podobnymi spółkami. Innymi słowy, skoncentrowanie się na mierniku efektywności działalności gospodarczej jednostki, który jest najbardziej przydatny do oceny wartości jednostki, w której dokonano inwestycji, może pomóc inwestorowi w wyborze najodpowiedniejszego mnożnika (zob. Przykłady 6 i 7).

Mnożniki na bazie spółek porównywalnych

- 41 Jak przedstawiono na Ryc. 2 poniżej, mnożniki stosowane dla potrzeb wyceny mogą być wyliczane albo dla kapitału własnego (wartość kapitału własnego) albo dla kapitału własnego i instrumentów dłużnych (wartość przedsiębiorstwa).

| Ryc. 2—Początkowe założenia przy wyborze mnożników | |
|---|--|
| Podstawa wyceny | Opis |
| Wartość kapitału własnego | Wartość kapitału własnego to wartość godziwa wszystkich roszczeń kapitałowych. Wartość kapitału własnego może również być wyrażona jako wartość przedsiębiorstwa pomniejszona o wartość godziwą wszelkich roszczeń finansowych, innych niż kapitałowe, względem jednostki. |
| Wartość przedsiębiorstwa (enterprise value, EV) | Istnieje szeroki zakres opinii w kwestii definicji wartości przedsiębiorstwa. Na potrzeby niniejszego rozdziału, w zamierzeniu termin ten oznacza wartość godziwą wszystkich roszczeń finansowych, kapitałowych i nie kapitałowych, ze strony wszystkich dostarczycieli kapitału (tzn. posiadaczy instrumentów kapitałowych i dłużnych). |

- 42 Przy wyliczaniu mnożnika wyceny, w liczniku umieszcza się albo wartość kapitału własnego albo wartość przedsiębiorstwa, a w mianowniku wybrany miernik efektywności działalności gospodarczej jednostki. Niezależnie od tego, czy inwestor posługuje się wskaźnikiem wartości kapitału własnego czy wartości przedsiębiorstwa, istotne jest by mierniki efektywności działalności gospodarczej jednostki zawarte

w mianowniku były zgodne z podstawami wyceny zawartymi w liczniku. Na przykład, wynik operacyjny przed zapłatą odsetek i podatkiem dochodowym (EBIT), wynik operacyjny przed zapłatą odsetek, podatkiem dochodowym i amortyzacją (EBITA), wynik operacyjny przed zapłatą odsetek, podatkiem dochodowym i amortyzacją (EBITDA) oraz miary efektywności przychodów przynoszą zyski wszystkim dostawcom kapitału, czyli zarówno posiadaczom instrumentów dłużnych, jak i kapitałowych. W związku z tym, w odniesieniu do tego typu miar inwestorzy będą się posługiwać wartością przedsiębiorstwa, ponieważ wskaźnik ten odzwierciedla korzyści wszystkich dostawców kapitału. Podobnie, wynik netto (zysk lub strata) to miara zysku (E) po zaspokojeniu praw dostawców kapitału dłużnego (tzn. zapłacie odsetek), a zatem jest to miara zysku dostępnego właścicielom instrumentów kapitałowych. Z tej przyczyny, inwestorzy będą odnosić wartość kapitału własnego (tzn. kapitalizację rynkową jednostki w oparciu o notowaną cenę jej akcji (P)) do miary zysku netto w mnożniku cena/zysk (P/E). Ta sama logika stosuje się do mnożników cena/wartość księgową (P/B), w których wartość księgową (B) oznacza wartość księgową kapitału akcyjnego jednostki.

43

Ryc. 3 przedstawia niektóre spośród mnożników często stosowanych dla potrzeb wyceny.

| Ryc. 3—powszechnie stosowane mnożniki | | |
|---|----------------------------------|------------------|
| Wskaźnik efektywności działalności gospodarczej jednostki | Podstawa wyceny | Mnożnik |
| EBITDA | Wartość przedsiębiorstwa | EV/EBITDA |
| <p>Mnożnik oparty na wskaźniku EBITDA eliminuje ze strumienia zysku odsetki, podatki, amortyzację rzeczowych aktywów trwałych i amortyzację aktywów niematerialnych. W zależności od okoliczności, inwestor może uznać mnożniki oparte na EBITDA za bardziej odpowiednie dla wyceny jednostek, których porównywalne spółki mają odmienną strukturę kapitałową, inny stopień wykorzystania aktywów (asset intensity) i inne metody amortyzacji aktywów niematerialnych i rzeczowych. Na przykład, mnożnik ten może być użyteczny, jeśli w grupie porównywalnych spółek znajdują się jednostki, które w większości dzierżawią swoje aktywa obrotowe (tzn. są mniej kapitałochłonne), natomiast inne są właścicielami swojego majątku (bardziej kapitałochłonne). Korzystając z tego mnożnika, inwestor musi jednak kierować się osądem i rozważyć wszystkie fakty i okoliczności, ponieważ wskaźnik ten może faworyzować bardziej kapitałochłonne jednostki. Zob. Przykład 7.</p> | | |
| EBIT | Wartość przedsiębiorstwa | EV/EBIT |
| <p>Mnożnik oparty na wskaźniku EBIT uwzględnia fakt, że amortyzacja odzwierciedla koszty ekonomiczne związane z użytkowaniem aktywów, które w końcu będą musiały być wymienione, chociaż koszt ten nie wiąże się z przepływem gotówki. Niemniej jednak, mnożnik ten może być zniekształcony przez różnice w stosowanej przez wycenianą jednostkę i spółki porównywalne polityce rachunkowości w zakresie amortyzacji. EBIT może także kształtować się inaczej w jednostkach, które rozwijały się organicznie, a inaczej w jednostkach rozwijających się w drodze przejęć, z uwagi na amortyzację wartości niematerialnych ujmowanych przy łączeniu jednostek. Zob. Przykład 7.</p> | | |
| EBITA | Wartość przedsiębiorstwa | EV/EBITA |
| <p>Mnożnik oparty na współczynniku EBITA czasami stosowany jest jako alternatywa dla mnożnika EBIT, jeśli poziom wartości niematerialnych i związanej z nimi amortyzacji jest znacząco różny w jednostce, w której dokonano inwestycji, i w spółkach porównywalnych.</p> | | |
| Dochody (zysk netto) | Wartość kapitału własnego | P/E |
| <p>Mnożnik oparty na wskaźniku cena/zysk jest odpowiedni w sytuacji, w której jednostki mają podobne struktury finansowania, opodatkowania i zadłużenia. W praktyce, rzadko się zdarza by jednostki miały podobną strukturę finansowania. Mnożniki cena/zysk jednostek o różnych strukturach finansowania mogą się znacznie różnić między sobą. Ten mnożnik jest powszechnie stosowany dla jednostek w sektorze finansów (bankowość, ubezpieczenia i leasing) gdzie koszt odsetek lub dochód z odsetek stanowią odpowiednio pozycję kosztów lub dochodów operacyjnych. Zob. Przykład 6.</p> | | |

| Ryc. 3—powszechnie stosowane mnożniki | | |
|---|----------------------------------|---------------------|
| Wskaźnik efektywności działalności gospodarczej jednostki | Podstawa wyceny | Mnożnik |
| Wartość księgową | Wartość kapitału własnego | P/B |
| <p>Mnożnik cena/wartość księgową uważany jest za wskaźnik użyteczny dla porównania wartości księgowej kapitału własnego jednostki z jego wartością rynkową (tzn. notowaną ceną). Jest to kluczowy wskaźnik wartości w niektórych branżach, jak np. hotelarstwo czy instytucje finansowe; poza tym, mnożnik ten może także być narzędziem identyfikacji spółek, których wycena jest zaniżona lub zawyżona. Wskaźnik nie jest odpowiedni dla branż o małej liczbie aktywów, jak np. spółki technologiczne, ponieważ wartość bilansowa aktywów wykazanych w sprawozdaniu z sytuacji finansowej zwykle jest niska w porównaniu z ich wartością rynkową, jako że takie jednostki często posiadają aktywa niematerialne nieujęte w sprawozdaniach finansowych.</p> <p>Odmianą tego mnożnika jest wskaźnik <i>cena/wartość księgową rzeczowych aktywów netto</i>, czasem stosowany przy wycenie instytucji finansowych. Zob. Przykład 6.</p> | | |
| Przychody | Wartość przedsiębiorstwa | EV/przychody |
| <p>Mnożniki oparte na przychodach są najbardziej przydatne wtedy, gdy zyski jednostki są blisko skorelowane z jej przychodami, ponieważ kapitalizacja przychodów może być uważana za „drogę na skróty” do kapitalizacji zysków (tzn. mnożnik ten jest przydatny, gdy pewien poziom przychodów ma zdolność do generowania określonego poziomu zysków w danym rodzaju działalności gospodarczej). Mnożniki oparte na przychodach stosowane są najczęściej w odniesieniu do spółek typu start-up, przedsięwzięć z branży usługowej (np. firm reklamowych, praktyk lekarskich i prawniczych, agencji ubezpieczeń itp.) oraz do jednostek, które osiągają straty na poziomie EBITDA, bądź mają rentowność na poziomie bardzo zbliżonym do porównywalnych spółek. Mnożniki oparte na przychodach zazwyczaj stosowane są tylko dla potrzeb dodatkowej weryfikacji (zob. paragraf 44).</p> | | |

- 44 Mnożniki stosowane dla potrzeb wyceny, przedstawione na Ryc. 3, często są kategoryzowane w następujący sposób:
- **Mnożniki oparte na zysku:** używane najczęściej przy wycenie ustabilizowanych przedsięwzięć z możliwym do identyfikacji strumieniem ciągłych i stabilnych zysków.⁷
 - **Mnożniki oparte na wartości księgowej:** mnożniki oparte na wartości księgowej najczęściej stosowane są przez uczestników rynku w branżach, w których jednostki generują zyski na bazie kapitału własnego (np. wskaźniki cena/wartość księgową dla instytucji finansowych – zob. Przykład 6).
 - **Mnożniki oparte na przychodach:** w przypadku przedsięwzięć, które jeszcze nie wypracowały zysku, mnożniki oparte na przychodach mogą czasami być stosowane jako podstawa wyceny. W takich przypadkach konieczne jest jednak dokonanie osądu, ponieważ mogą istnieć różnice pomiędzy rentownością jednostki, w której dokonano inwestycji, a rentownością porównywalnych spółek. Z tej przyczyny, mnożniki oparte na przychodach używane są zwykle tylko dla potrzeb dodatkowej weryfikacji.
- 45 Ponadto, w niektórych branżach istnieją wartości odniesienia (benchmarki) specyficzne dla branży, które mogą być podstawą analityczną dla porównania przy identyfikacji porównywalnych spółek, bądź też wskazaniem wartości (np. przychód na łóżko w hotelarstwie, bądź też przychód na abonenta w telekomunikacji).
- 46 Jeśli dostępne są odpowiednie informacje, mnożniki oparte na prognozach (np. na prognozowanych wartościach szacunkowych, jak prognozowana przyszlóroczna wartość EBITDA, EBIT, zysku netto lub przychodów) często postrzegane są jako bardziej użyteczne niż mnożniki oparte na wartościach historycznych (jak np. miary efektywności działalności gospodarczej za poprzedni rok). Niemniej jednak, stosowanie mnożników dotyczących przyszłych okresów wymaga od inwestora starannego rozważenia odpowiedniości szacunków mierników efektywności działalności gospodarczej dokonanych przez spółki

⁷ Mierniki efektywności działalności gospodarczej EBIT, EBITA i EBITDA nie są terminami zdefiniowanymi przez MSSF. Jeśli są wyliczane na podstawie sprawozdań finansowych porównywalnych spółek, inwestor powinien zadbać o to, by wyliczenia takie były dokonywane konsekwentnie w ten sam sposób.

porównywalne i spółkę, w której dokonano inwestycji. W wyniku takiej analizy, inwestor musi zdecydować o tym, czy, biorąc pod uwagę wszystkie fakty i okoliczności, stosować mnożniki dotyczące przyszłych okresów czy też historyczne. Niezależnie od tego, który rodzaj mnożników zostanie zastosowany, muszą one być spójne ze wskaźnikami efektywności działalności gospodarczej jednostki, w której dokonano inwestycji, użytymi do porównania. Na przykład, jeśli inwestor stosuje mnożniki dotyczące przyszłych okresów do pomiaru wartości godziwej swoich udziałów niekontrolujących w jednostce, w której dokonano inwestycji, musi stosować mnożniki dotyczące przyszłych okresów, uzyskane na podstawie analizy spółek porównywalnych do dotyczących przyszłych okresów miar efektywności działalności gospodarczej jednostki, w której dokonano inwestycji.

Korekta mnożników: różnice pomiędzy jednostką, w której dokonano inwestycji a spółkami porównywalnymi

- 47 Inwestor może być zmuszony do korekty mnożników pod kątem różnic pomiędzy jednostką, w której dokonano inwestycji, a spółkami porównywalnymi. Różnice takie mogą występować między innymi w obszarze działalności, profilu ryzyka czy perspektyw wzrostu przepływów finansowych. Przykłady możliwych różnic pomiędzy jednostką, w której dokonano inwestycji, a spółkami porównywalnymi to między innymi:
- wielkość (przychody, aktywa etc.);
 - poziom i tempo wzrostu zysków;
 - zróżnicowanie oferty produktowej;
 - zróżnicowanie i jakość bazy klientów;
 - poziom zadłużenia, zwłaszcza jeśli stosowane są mnożniki oparte na zysku lub przychodach; oraz
 - lokalizacja (np. jeśli dane spółek porównywalnych z rynków rozwiniętych są stosowane do wyceny jednostek działających na rynkach wschodzących).

Korekty mnożników stosowanych do wyceny i mierników efektywności działalności gospodarczej jednostki, w której dokonano inwestycji: normalizacja

- 48 Ponadto, mierniki efektywności działalności gospodarczej (np. EBITDA, EBIT, zysk netto, przychody) spółki porównywalnej użyte do wyliczenia mnożników, bądź też miary efektywności działalności gospodarczej jednostki, w której dokonano inwestycji, do których mnożniki są stosowane, mogą wymagać korekt, tak, by odzwierciedlić ich ciągłą zdolność do generowania korzyści ekonomicznych. Innymi słowy, miary efektywności działalności gospodarczej mogą wymagać „normalizacji”. *Normalizacja* miar efektywności działalności gospodarczej może obejmować:
- eliminację zdarzeń nadzwyczajnych lub jednorazowych (np. koszty sądowe, zysk lub strata ze sprzedaży aktywów, pożar, powódź, strajki etc.);
 - korektę ewentualnego zawyżenia lub zaniżenia dochodów i wydatków (np. w przypadku spółek o innym czasie ujmowania przychodów i kosztów, innej polityce w kwestii kapitalizacji lub odpisywania różnych kosztów, innych metodach amortyzacji); oraz
 - korekty pod kątem wpływu przejęć i działalności zaniechanej.
- 49 Normalizacja nie powinna jednak eliminować wpływu bieżących warunków rynkowych na mierniki efektywności działalności gospodarczej, nawet, jeśli warunki te nie są zgodne z opinią inwestora odnośnie długoterminowych perspektyw jednostki, w której dokonano inwestycji, lub spółek porównywalnych.

Korekta mnożników stosowanych do wyceny i miar efektywności działalności gospodarczej jednostki, w której dokonano inwestycji: pozycje nieoperacyjne

- 50 Ważne jest także, by zbadać, czy jednostka, w której dokonano inwestycji lub spółki porównywalne mają istotne dla wyceny aktywa nieoperacyjne lub zobowiązania nieoperacyjne. Aktywa nieoperacyjne i zobowiązania nieoperacyjne to aktywa i zobowiązania, które nie uczestniczą w kluczowej działalności jednostki (tzn. takie, których dochody lub koszty nie są włączane do dochodów lub kosztów operacyjnych jednostki). Przykłady pozycji nieoperacyjnych to na przykład nadwyżki gotówki, nadwyżki kapitału obrotowego netto, aktywa beczynne lub nie w pełni wykorzystane, nie generujące zysków lub przepływów pieniężnych, niesfinansowane zobowiązania emerytalne, zobowiązania z tytułu ochrony środowiska, oczekiwane zobowiązania z tytułu postępowania sądowego itp. Decydując o tym, czy poszczególne składniki aktywów i/lub zobowiązań mają charakter nieoperacyjny, inwestor musi się kierować osądem i wziąć pod uwagę wszystkie fakty i okoliczności.

- 51 Dla potrzeb wyliczenia wartości generowanej przez operacyjne aktywa i zobowiązania jednostki, w której dokonano inwestycji, jeśli pozycje nieoperacyjne są istotne, inwestor musi wyłączyć ich wpływ (w tym ewentualne generowane przez nie przychody lub wydatki) zarówno z mnożnika wyliczonego na podstawie danych uzyskanych z porównywalnych spółek, jak i z mierników efektywności działalności gospodarczej jednostki, w której dokonano inwestycji. Zasadniczo, jeśli pozycja nieoperacyjna zwiększa porównywalnej spółki rynkowej, taka dodatkowa wartość powinna być odjęta od mnożników wyliczanych na podstawie danych tej firmy. Jeśli pozycja nieoperacyjna powoduje spadek wartości spółki porównywalnej, różnica powinna być dodana do mnożników dla tej spółki. Dla wszelkich pozycji nieoperacyjnych, dla których inwestor wprowadzał korekty, konieczne będzie odwrócenie tych korekt w celu wyliczenia indykatywnej wartości godziwej kapitału własnego jednostki, w której dokonano inwestycji, bądź też wartości przedsiębiorstwa jednostki, w której dokonano inwestycji. Proces ten stanowi Etap 3 opisany poniżej (zob. paragraf 57). Przykład 5 ilustruje wspomniany proces.

Przykład 5—Postępowanie z pozycjami nieoperacyjnymi przy wycenie mnożnikowej

Inwestor uznał, że kwota 250 mln j.p. wchodząca w skład wynoszącego 1 mld j.p. salda gotówkowego jednostki, w której dokonano inwestycji, Jednostki F, spółki prywatnej, nie jest przetrzymywana przez jednostkę w celach operacyjnych, ale stanowi nadwyżkę na koniec okresu sprawozdawczego, przy czym dzień końca okresu zbiega się z dniem wyceny. Inwestor oszacował, że dochód z odsetek, wygenerowany przez nadwyżkę gotówki w wysokości 250 mln j.p., w dniu wyceny wynosił 10 mln j.p.. Inwestor uznał również, że posiadanie nadwyżek gotówki to sytuacja, która często ma miejsce w jednostkach z grupy spółek porównywalnych Jednostki F, a co za tym idzie, inwestor skorygował mnożniki każdej z tych spółek. Dla potrzeb wyliczenia indykatywnej wartości godziwej kapitału własnego Jednostki F, inwestor wybrał mnożnik P/E (cena/zysk). Inwestor skorygował wskaźniki P/E każdej z porównywalnych spółek publicznych i zysk netto Jednostki F zgodnie ze wzorem przedstawionym poniżej:

$$(A) \frac{P}{E} (\text{skorygowany}) = \frac{\text{Kapitalizacja rynkowa} - \text{nadwyżka gotówki}}{\text{Zysk netto} - \text{dochód z odsetek od nadwyżki gotówki}}$$

$$(B) \text{Zysk netto jednostki F (skorygowany)} = \text{Zysk netto} - \text{dochód z odsetek od nadwyżki gotówki} = \text{zysk netto} - 10 \text{ JW}$$

Następnie inwestor wyliczył indykatywną wartość godziwą kapitału własnego Jednostki F (C) odnosząc średnią skorygowanych mnożników P/E porównywalnych spółek publicznych do skorygowanych miar efektywności działalności gospodarczej Jednostki F jak następuje (zob. Etap 3 poniżej).

$$(C) = (A) \times (B) + \text{nadwyżka gotówki} = (A) \times (B) + 250 \text{ JW}$$

Wybór mnożnika spośród dostępnych możliwości

- 52 W praktyce, jeśli istnieje wystarczająca liczba porównywalnych spółek, przy wyborze mnożnika, który zostanie zastosowany do miar efektywności działalności gospodarczej wycenianej jednostki, inwestor może się zdecydować na zastosowanie średniej lub mediany takich mnożników (zob. Etap 3 poniżej). Średnia lub mediana mnożnika jest stosowana wtedy, kiedy istnieją powody by przypuszczać, że charakterystyka jednostki, w której dokonano inwestycji, jest podobna do przeciętnej charakterystyki porównywalnych spółek. Niemniej jednak, jeśli jednostka, w której dokonano inwestycji, osiąga wyniki lepsze od grupy spółek porównywalnych, inwestor może się zdecydować na zastosowanie mnożnika z wyższego krańca widełek mnożników spółek porównywalnych. W przeciwnym wypadku, mnożnik z niższego krańca skali może być zastosowany w odniesieniu do jednostki wycenianej, której wyniki są słabsze niż wyniki spółek porównywalnych.

Wybór mnożników wyceny wyliczonych na podstawie danych spółek porównywalnych

- 53 Przykłady 6 i 7 ilustrują proces, który inwestor może zastosować w celu wyboru odpowiedniego mnożnika.

Przykład 6—Wybór mnożnika na bazie spółek porównywalnych

Inwestor wycenia wartość godziwą posiadanych udziałów niekontrolujących w Jednostce G, spółce prywatnej. Jednostka G to bank komercyjny działający w branży usług finansowych. Inwestor wyselekcjonował pięć porównywalnych spółek publicznych: Jednostki A1, A2, A3, A4 i A5. Jednostki te charakteryzuje ten sam profil ryzyka, wzrostu i potencjału generowania przepływów finansowych, co Jednostkę G. Ponieważ spółki z sektora usług finansowych, takie jak Jednostka G, wykorzystują swoją bazę kapitałową do generowania przychodów, inwestor uznaje, że odpowiednim mnożnikiem wyceny wartości godziwej Jednostki G jest wskaźnik P/B (cena/wartość księgową).

Przy porównaniu Jednostki G z Jednostkami A1–A5 inwestor zaobserwował, że podobnie jak Jednostka G, Jednostki A1 i A2 nie wykazują w sprawozdaniu z sytuacji finansowej znaczących aktywów niematerialnych. Jednak Jednostki A3–A5 posiadają znaczące aktywa niematerialne, wynikające z dokonanych przejęć. Inwestor zauważa, że obecność ujętych aktywów niematerialnych sama w sobie nie oznacza przyjęcia odmiennych strategii przyszłego wzrostu i uznaje, że nie stanowi to przeszkody dla użycia Jednostek A3–A5 jako spółek porównywalnych. Jednak ujęcie aktywów niematerialnych wydaje się głównym czynnikiem odróżniającym te publiczne spółki porównywalne.

Mnożniki P/B i P/TB (cena/wartość księgową rzeczowych aktywów trwałych) kształtują się następująco:

| | A1 | A2 | A3 | A4 | A5 | Średnia | Mediana |
|------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------------|----------------|
| P/B | 1,5 | 1,4 | 1,1 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 |
| P/TB | 1,5 | 1,4 | 1,6 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 |

Ponieważ Jednostki A3–A5 ujmują aktywa niematerialne w sprawozdaniu z sytuacji finansowej, ich wskaźniki P/B są stosunkowo niższe niż w przypadku Jednostek A1 i A2. W związku z tym, inwestor musi ustalić, czy konieczne jest skorygowanie wartości księgowych dla Jednostek A3–A5 tak, by wyłączyć efekt dokonanych przejęć przez zastosowanie mnożnika P/TB (cena/wartość księgową rzeczowych aktywów trwałych) (tzn. wartości księgowych z wyłączeniem przejętych i wewnętrznie wygenerowanych aktywów niematerialnych).

Inwestor uznaje, że mnożnik P/TB jest bardziej odpowiedni dla potrzeb wyceny Jednostki G, ponieważ:

- (a) Niektóre spośród mnożników P/B zostały wyliczone w oparciu o publiczne spółki porównywalne, które, w przeciwieństwie do Jednostki G, ujmowały aktywa niematerialne w sprawozdaniu z sytuacji finansowej. Co za tym idzie, zastosowanie mnożników tych spółek do wartości księgowej Jednostki G, która nie posiada aktywów niematerialnych ani z tytułu przejęć ani wygenerowanych wewnętrznie, mogłoby nie być odpowiednie; oraz
- (b) dzięki wyłączeniu aktywów niematerialnych z wyceny Jednostek A3–A5, mnożniki wyliczone dla tych trzech jednostek mieszczą się w tym samym zakresie, co mnożniki dla Jednostek A1 i A2, co lepiej służy wycenie Jednostki G.

Mnożniki zostały wyliczone w oparciu o informacje ze sprawozdań finansowych Jednostek A1–A5 na dzień zakończenia okresu sprawozdawczego, który zbiega się z dniem wyceny. Inwestor potwierdził, że polityki rachunkowości dotyczące aktywów spółek porównywalnych i Jednostki G były takie same. Uznano, że żadne dodatkowe korekty mnożników wyceny nie są potrzebne.

Przy ustalaniu, w którym miejscu uzyskanej skali powinien się mieścić wybrany mnożnik, inwestor zauważył, że średnia i mediana mnożników są identyczne. Inwestor wybrał jako mnożnik średnią P/TB, ponieważ uważa, że Jednostka G ma pewne charakterystyki (np. profil ryzyka, wzrostu, potencjału generowania przepływów finansowych), które są podobne do średniej ich wartości w przypadku porównywalnych spółek publicznych. Gdyby wśród tych spółek znalazły się jednostki zdecydowanie odbiegające od pozostałych, zamiast średniej inwestor mógłby się zdecydować na medianę mnożnika.

Przykład 7—Wybór mnożników na bazie spółek porównywalnych

Inwestor wycenia wartość godziwą posiadanych udziałów niekontrolujących w Jednostce H, spółce prywatnej. Jednostka H jest producentem samochodów. Inwestor wyselekcjonował pięć porównywalnych spółek publicznych: Jednostki B1, B2, B3, B4 i B5. Jednostki te charakteryzuje ten sam profil ryzyka, wzrostu i potencjału generowania przepływów finansowych, co Jednostkę H. Działają również na tym samym rynku (luksusowe samochody osobowe) i są na podobnym etapie rozwoju co Jednostka H. Inwestor uznaje, że EBIT lub EBITDA są odpowiednimi miernikami efektywności działalności gospodarczej dla Jednostki H. Z tej przyczyny, a także by wyeliminować wszelkie możliwe zniekształcenia mnożników spowodowane różnicami w strukturze kapitałowej Jednostki H i porównywalnymi spółkami notowanymi na giełdzie, inwestor postanowił wziąć pod uwagę zarówno wskaźnik EV/EBIT jak i EV/EBITDA jako potencjalnie odpowiednie mnożniki wyceny wartości godziwej Jednostki H.

Jednostka H i publiczne spółki porównywalne mają podobną bazę aktywów. Przy porównaniu Jednostki H z Jednostkami B1–B5, inwestor zauważył, że Jednostki B1 i B2 mają politykę amortyzacji (tzn. szacowany okres użyteczności ekonomicznej rzeczowych aktywów trwałych, używany do ich amortyzacji) podobną do stosowanej przez Jednostkę H. Jednostki B3–B5 mają natomiast bardzo odmienną politykę amortyzacji, zakładającą znacznie dłuższy okres użyteczności ekonomicznej na potrzeby amortyzacji rzeczowych aktywów trwałych niż jest to w Jednostce H, przez co odpisy amortyzacyjne są niższe. Polityka amortyzacji Jednostki B4 plasuje się pomiędzy Jednostką H a Jednostkami B3 i B5.

Mnożniki EV/EBIT i EV/EBITDA kształtują się następująco:

| | B1 | B2 | B3 | B4 | B5 | Średnia | Mediana |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------------|----------------|
| EV/EBIT | 10,0 | 9,5 | 6,6 | 7,8 | 6,3 | 8,0 | 7,8 |
| EV/EBITDA | 6,9 | 6,5 | 5,9 | 6,2 | 6,3 | 6,4 | 6,3 |

Inwestor zauważył, że rozpiętość mnożników EV/EBITDA jest mniejsza (5.9x–6.9x) niż mnożników EV/EBIT (6.3x–10.0x).

Choć średnia i mediana mnożników EV/EBIT są zbliżone, różnice pomiędzy Jednostką H a Jednostkami B3–B5 w kwestii polityki amortyzacji sprawiają, że nie są one porównywalne na poziomie EBIT, a co za tym idzie, ani średnia ani mediana mnożników EV/EBIT nie jest przydatna do wyceny Jednostki H.

Średnia i mediana mnożników EV/EBITDA również są zbliżone. W tym przykładzie, inwestor wybiera mnożnik EV/EBITDA, ponieważ uważa, że wszystkie pięć jednostek jest porównywalnych z Jednostką H na poziomie EBITDA. Różnice w polityce amortyzacji nie wpływają na mnożnik EV/EBITDA, ponieważ kwota zysku przyjmowana do wyliczenia tego wskaźnika nie jest pomniejszona o odpisy amortyzacyjne. W związku z tym, inwestor dochodzi do wniosku, że mnożnik EV/EBITDA jest najbardziej odpowiedni do wyceny wartości godziwej Jednostki H.

Mnożniki zostały wyliczone w oparciu o informacje zawarte w sprawozdaniach finansowych Jednostek B1–B5 na dzień zakończenia okresu sprawozdawczego, który zbiega się z dniem wyceny. Inwestor potwierdził, że polityki rachunkowości dotyczące pozostałych aktywów spółek porównywalnych i Jednostki H są takie same. Uznano, że żadne dodatkowe korekty mnożników nie są potrzebne.

Przy ustalaniu, w którym miejscu uzyskanej skali powinien się mieścić wybrany mnożnik, inwestor zauważył, że średnia i mediana wybranych mnożników są bardzo zbliżone. Inwestor wybrał mnożnik EV/EBITDA w wysokości 6.7x, ponieważ uważa, że niektóre charakterystyki Jednostki H (np. profil ryzyka, wzrostu, potencjału generowania przepływów finansowych), są podobne do ich wartości w przypadku porównywalnych spółek publicznych z wyższego końca zakresu mnożników.

Etap 3: Zastosowanie właściwego mnożnika do odpowiedniego miernika efektywności działalności gospodarczej w jednostce, w której dokonano inwestycji, w celu uzyskania indykatywnej wartości godziwej kapitału własnego jednostki, w której dokonano inwestycji, lub też wartości przedsiębiorstwa (enterprise value, EV) jednostki, w której dokonano inwestycji

- 54 Mnożnik uzyskany w Etapie 2 jest następnie przemnażany przez odpowiedni, znormalizowany wskaźnik efektywności działalności gospodarczej jednostki, w której dokonano inwestycji (np. wartość księgową rzeczowych aktywów trwałych w Przykładzie 6 i EBITDA w Przykładzie 7). Miary efektywności działalności gospodarczej jednostki, w której dokonano inwestycji, mogą wymagać normalizacji w celu np. eliminacji zdarzeń nadzwyczajnych lub jednorazowych, bądź też wpływu działalności zaniechanych i przejść.
- 55 Kiedy inwestor stosuje mnożnik uzyskany na podstawie danych spółek porównywalnych do znormalizowanej miary efektywności działalności gospodarczej jednostki, w której dokonano inwestycji, uzyskuje albo indykatywną wartość godziwą kapitału własnego jednostki, w której dokonano inwestycji, albo, w zależności od użytego mnożnika, indykatywną wartość godziwą przedsiębiorstwa jednostki, w której dokonano inwestycji. Na przykład, jeśli inwestor skorzystał z mnożnika rynkowego, po przemnożeniu przez odpowiedni, znormalizowany wskaźnik efektywności działalności gospodarczej jednostki, w której dokonano inwestycji, uzyskuje indykatywną wartość kapitału własnego jednostki, w której dokonano inwestycji, tak jakby znajdowała się ona w obrocie publicznym.
- 56 W przypadku, w którym inwestor stosuje mnożnik wyceny EV, musi dokonać odpowiednich korekt, tak, by wyliczyć wartość godziwą zadłużenia jednostki, w której dokonano inwestycji, i wyliczyć wartość godziwą jej kapitału własnego (zob. Przykład 9 oraz paragrafy 76 i 80).⁸
- 57 Ponadto, dla wszelkich pozycji nieoperacyjnych, dla których inwestor wprowadzał korekty, konieczne będzie odwrócenie tych korekt w celu wyliczenia indyktywnej wartości godziwej kapitału własnego jednostki, w której dokonano inwestycji, bądź też wartości przedsiębiorstwa jednostki, w której dokonano inwestycji (zob. paragraf 51 i Przykład 5).

Etap 4: Dokonanie odpowiednich korekt indyktywnej wartości godziwej kapitału własnego jednostki, w której dokonano inwestycji, wyliczonej w ramach Etapu 3

- 58 W niektórych przypadkach, inwestor będzie musiał dokonać korekt indyktywnej wartości godziwej kapitału własnego jednostki, w której dokonano inwestycji, wyliczonej w ramach Etapu 3. Korekty dokonywane w ramach Etapu 2, poza normalizacją i korektami pod kątem pozycji nieoperacyjnych, dotyczą ogólnych różnic jakościowych pomiędzy jednostką, w której dokonano inwestycji, a spółkami porównywalnymi (np. różnice w profilu ryzyka czy perspektywach wzrostu zysków); korekty dokonywane w Etapie 4 odnoszą się do różnic dotyczących w większym stopniu samych instrumentów kapitałowych jednostki, w której dokonano inwestycji, i spółek porównywalnych. Poniżej opisano niektóre często stosowane korekty (zob. paragrafy 59–67).

Korekta z tytułu udziałów niekontrolujących

- 59 Stosując mnożniki transakcyjne spółek porównywalnych do ustalenia wartości godziwej udziałów niekontrolujących, ważne jest dokonanie korekty, jeśli obserwowana cena sprzedaży dotyczy udziałów dających kontrolę, ponieważ wartość kontroli nie ma zastosowania w przypadku ustalania wartości godziwej udziałów niekontrolujących. Co za tym idzie, inwestor musi ocenić, czy konieczne jest skorygowanie obserwowanych cen transakcyjnych o wpływ kontroli, jeśli dysponuje dowodami na to, że udziałowcy mający kontrolę osiągają wyższe zyski niż udziałowcy nie mający kontroli (np. ze względu na możliwość wprowadzania zmian operacyjnych, jaką dysponuje udziałowiec mający kontrolę). Jeśli tak, inwestor odejmuje kwotę premii za kontrolę od indyktywnej wartości godziwej kapitału własnego jednostki, w której dokonano inwestycji, wyliczonej w Etapie 3 przy pomocy mnożników transakcyjnych.
- 60 Jednym z możliwych podejść do oszacowania wartości takiej korekty jest rozważenie ceny przejścia spółki porównywalnej w odniesieniu do wcześniejszych notowanych cen, jeśli są dostępne. Przy analizie cen przed ogłoszeniem przejścia, inwestor musi wziąć pod uwagę zakres ewentualnych spekulacji przed przejściem, oraz to, czy przed ofertą, która została przyjęta, spółka otrzymywała inne oferty przejścia.

⁸ Niektórzy specjaliści w dziedzinie wyceny odejmują kwotę środków pieniężnych od wartości godziwej zadłużenia, by wyliczyć kwotę „zadłużenia netto”, zakładając, że gotówka jest nieoperacyjnym składnikiem aktywów. Zob. przypis 11.

- 61 Innym możliwym podejściem do oszacowania wartości premii za kontrolę jest użycie baz danych umożliwiających analizę premii zapłaconych w transakcjach obejmujących nabycie udziałów dających kontrolę bądź też użycie danych z empirycznych badań premii za kontrolę. Premie w transakcjach przejęcia mogą się różnić w zależności od czasu, branży i kraju. Niemniej jednak, na rynkach wschodzących często brakuje danych badawczych lub empirycznych, na podstawie których można by wyliczyć dyskonto braku kontroli. W takich przypadkach, podejście alternatywne polegałoby na identyfikacji faktycznych transakcji i wyliczenie dyskonta z tytułu braku kontroli na ich podstawie, bądź też użycie danych z badań premii za kontrolę prowadzonych w krajach rozwiniętych, jako zamiennika bądź też wartości referencyjnej.
- 62 Niezależnie od podejścia zastosowanego do oszacowania kwoty premii za kontrolę, inwestor musi dokonać osądu, czy owe premie związane są bezpośrednio z nabyciem udziału dającego kontrolę, czy też jeszcze z innymi czynnikami (np. specyficzny dla spółki efekt synergii).⁹
- 63 Przykład 8 ilustruje, w jaki sposób inwestor stosuje dyskonto z tytułu braku kontroli przy ustalaniu wartości godziwej udziałów niekontrolujących jednostki, w której dokonano inwestycji.

Przykład 8—Dyskonto z tytułu braku kontroli

Inwestor ustala wartość godziwą 5 proc. udziałów niekontrolujących w spółce prywatnej, Jednostce I, stosując mnożniki transakcyjne oparte na danych spółek porównywalnych. Transakcje te uwzględniały przejęcie kontroli nad przejmowanymi spółkami porównywalnymi. Ponieważ mnożniki wyliczone na podstawie tych transakcji dotyczą udziałów dających kontrolę, dla wyliczenia wartości godziwej udziałów niekontrolujących w Jednostce I może być konieczne zastosowanie dyskonta z tytułu braku kontroli. Inwestor uzyskał potwierdzenie, że transakcje nie były motywowane chęcią uzyskania efektu synergii pomiędzy nabywcami udziałów a spółkami porównywalnymi, co stanowi dodatkowe zapewnienie, iż ceny transakcyjne zastosowane do wyliczenia mnożników wyceny nie zawierają premii za efekty synergii, które nie miałyby zastosowania w przypadku Jednostki I.

Inwestor oszacował premie za kontrolę, na podstawie których zostanie wyliczone dyskonto z tytułu braku kontroli, poprzez odniesienie do premii z niedawnych przejęć obejmujących przeniesienie kontroli oraz do danych ze studiów empirycznych dotyczących premii za kontrolę, uwzględniających branżę, ceny, tło transakcji, wielkość i aspekt czasowy obserwowanych premii.

Dokonując oceny, inwestor pominął transakcje, których charakter i motywacja były odmienne od charakteru i motywacji jego inwestycji w Jednostkę I i ustalił, że odpowiednim wskaźnikiem będzie mediana zebranych obserwacji. W wyniku oceny premia za kontrolę została przyjęta na poziomie 25 proc. Inwestor uzupełnił te wyliczenia poprzez ocenę różnic pomiędzy obserwowanymi cenami przejęć a wcześniejszymi notowanymi cenami spółek porównywalnych, które w ciągu ostatnich dwóch lat stały się przedmiotem przejęcia obejmującego przekazanie kontroli.

Zakładając, że indykatorywna wartość godziwa 5 proc. udziałów niekontrolujących w Jednostce I przed zastosowaniem dyskonta z tytułu braku kontroli to 100 mln j.p., i że nie są konieczne żadne dodatkowe korekty, zastosowanie dyskonta z tytułu braku kontroli obniża indykatorywną wartość godziwą 5 proc. udziałów niekontrolujących w Jednostce I do 80 mln j.p. ($100 \text{ j.p.} / 1,25 = 80 \text{ j.p.}$). Inwestor uznaje, że 80 mln j.p. to cena, która jest najbardziej reprezentatywna dla wartości godziwej posiadanych przez niego 5 proc. udziałów niekontrolujących w Jednostce I w dniu wyceny.

Dyskonto z tytułu braku płynności

- 64 Inwestor musi wziąć pod należytą uwagę skutki braku płynności nienotowanych instrumentów kapitałowych wycenianych w wartości godziwej, w porównaniu z instrumentami kapitałowymi spółek porównywalnych, znajdującymi się w obrocie publicznym, a co za tym idzie, prawdopodobnie charakteryzującymi się większą płynnością. Jednym ze źródeł danych często stosowanym do kwantyfikacji korekt z tytułu płynności są *badania nad akcjami o ograniczonej zbywalności (ang. restricted stock studies)*. Badania nad akcjami o ograniczonej zbywalności mają na celu pomiar spadku wartości związany z inwestycją, która nie znajdowała się w aktywnym obrocie giełdowym przez określony czas. Ponieważ

⁹ Ocena premii za kontrolę na potrzeby sprawozdawczości finansowej to temat, na którym (na dzień publikacji niniejszego rozdziału) koncentruje się grupa robocza Appraisal Foundation w Stanach Zjednoczonych. Wstępne wnioski tej grupy roboczej mówią, że kwantyfikacja premii za kontrolę powinna być oparta na zwiększeniu przepływów pieniężnych i/lub zmniejszonym ryzyku, jakie może wynikać z posiadania udziału dającego kontrolę. Na podstawie tych wstępnych prac, inwestor może przy dokonywaniu tej kwantyfikacji wziąć pod uwagę obserwowane premie za kontrolę wyliczone na podstawie zawartych transakcji, jednak należy być ostrożnym, jeśli chodzi o korzystanie z nich jako z jedyne go źródła.

inwestor w spółce prywatnej ma do czynienia z podobnymi ograniczeniami płynności, implikowane dyskonto w transakcjach na akcjach *o ograniczonej zbywalności* może być zastosowane do oszacowania dyskonta z tytułu braku płynności mającego zastosowanie do udziałów niekontrolujących w spółce prywatnej.

- 65 Przy korzystaniu z implikowanych wartości dyskonta z badań nad akcjami *o ograniczonej zbywalności*, kluczową czynnością jest identyfikacja odpowiednich badań nad akcjami *o ograniczonej zbywalności*, z których można zaczerpnąć informacje o obserwowanych trendach w poziomie dyskonta, poprzez porównanie charakterystyki udziałów kapitałowych wycenianych dla populacji jednostek, których dotyczy dane badanie empiryczne. Stopa dyskonta wyliczona na podstawie badań nad akcjami *o ograniczonej zbywalności* może służyć jako punkt wyjścia dla oceny dyskonta z tytułu braku płynności. Niemniej jednak, inwestor musi przeanalizować czynniki i charakterystykę populacji jednostek ujętych w badaniu nad akcjami *o ograniczonej zbywalności*, ponieważ są to kwestie, które mogły wpłynąć na poziom dyskonta związanego z akcjami *o ograniczonej zbywalności*. Na przykład, inwestor może być zmuszony do rozważenia, czy implikowane dyskonto jest bezpośrednio powiązane z brakiem płynności inwestycji, czy też w grę wchodzi również czynniki inne niż płynność. Inwestor musi także rozważyć charakterystykę populacji jednostek uwzględnionych w badaniach nad akcjami *o ograniczonej zbywalności*, jak np. ich wielkość mierzona kwotą przychodów, ponieważ odnotowano, że dyskonto z tytułu płynności jest niższe w przypadku jednostek o wyższych przychodach. Wpływ czynników innych niż płynność, bądź też wszelkich różnic charakterystyki pomiędzy populacją jednostek uwzględnionych w badaniach nad akcjami *o ograniczonej zbywalności* a jednostką, w której dokonano inwestycji, musi być wzięte pod uwagę podczas kwantyfikacji odpowiedniego dyskonta z tytułu braku płynności. Ponadto, należy wziąć pod należytą uwagę:
- rozpiętość poziomów dyskonta, implikowanych w badaniach, ponieważ może ona być różna w zależności od czynników takich, jak okres brany pod uwagę, metodologia oraz wielkość próby użytej w badaniu; oraz
 - fakt, że badania te zazwyczaj oparte są na danych pochodzących ze Stanów Zjednoczonych Ameryki.

- 66 W związku z tym, korzystając z tego typu badań jako źródła informacji do wyliczenia dyskonta z tytułu braku płynności, inwestor musi dokonać osądu i wziąć pod uwagę wszelkie istotne fakty i okoliczności.
- 67 Inne podejścia stosowane do szacowania dyskonta z tytułu braku płynności to *modele wyceny opcji*, jak np. Chafee, Longstaff i Finnerty. Wśród specjalistów istnieją różnice zdań co do skuteczności tych modeli w kwestii kwantyfikacji braku płynności. Wyliczając dyskonto z tytułu braku płynności w oparciu o te modele, inwestor musi dokonać osądu i wziąć pod uwagę wszelkie istotne fakty i okoliczności.

Stosowanie mnożników wyliczonych w oparciu o dane spółek porównywalnych

- 68 Przykład 9 ilustruje, w jaki sposób mnożniki na bazie spółek porównywalnych byłyby użyte do wyliczenia wartości godziwej udziałów niekontrolujących w jednostce, w której dokonano inwestycji.

Przykład 9— Stosowanie mnożników na bazie spółek porównywalnych

Inwestor posiada 5 proc. udziałów niekontrolujących w Jednostce J, spółce prywatnej. Inwestor musi wycenić swoje udziały niekontrolujące w wartości godziwej na potrzeby rocznego sprawozdania finansowego za rok kończący się 31 grudnia 20X1 r. (data wyceny). Znormalizowany wskaźnik EBITDA Jednostki J za ten rok wynosi 100 mln j.p.. W dniu wyceny, wartość godziwa zadłużenia Jednostki J to 350 mln j.p..

Inwestor wyselekcjonował sześć porównywalnych spółek publicznych działających w tej samej branży i regionie co Jednostka J. Inwestor wybrał mnożnik EV/EBITDA do wyceny Jednostki J, ponieważ istnieją różnice w kwestii struktury kapitałowej i polityki amortyzacji pomiędzy spółkami porównywalnymi a Jednostką J. Inwestor uznał, że nie ma istotnych pozycji nieoperacyjnych, które wymagałyby korekty czy to w znormalizowanych mnożnikach rynkowych jednostek porównywalnych czy to znormalizowanym EBITDA jednostki, w której dokonano inwestycji. Uznano, że nie są potrzebne żadne dodatkowe korekty mnożników wyceny.

Przykład 9— Stosowanie mnożników na bazie spółek porównywalnych

Mnożniki rynkowe spółek porównywalnych kształtują się następująco:

| Porównywalne spółki publiczne | EV/EBITDA za ostatnich 12 miesięcy |
|-------------------------------|------------------------------------|
| Jednostka C1 | 4,5x |
| Jednostka C2 | 8,0x |
| Jednostka C3 | 8,5x |
| Jednostka C4 | 15,0x |
| Jednostka C5 | 9,0x |
| Jednostka C6 | 8,5x |

W toku dalszej analizy, inwestor uznał, że tylko Jednostki C2, C3, C5 i C6 powinny być uznane za spółki porównywalne, ponieważ mają podobny profil ryzyka, wzrostu i generowania przepływów finansowych. Inwestor zastosował średnią mnożników w wysokości 8.5x (wyliczoną z wyłączeniem Jednostek C1 i C4) do znormalizowanego EBITDA Jednostki J w wysokości 100 mln j.p. w celu wyliczenia wartości przedsiębiorstwa Jednostki J, wynoszącej 850 mln j.p.. Inwestor wybrał do wyceny Jednostki J średnią mnożników, ponieważ charakterystyka Jednostek C2, C3, C5 i C6 pozawalała zakładać, że średnia mnożników odpowiednio odzwierciedli charakterystykę Jednostki J w odniesieniu do spółek porównywalnych.

Inwestor zastosował proces opisany poniżej do wyliczenia wartości godziwej posiadanych 5 proc. udziałów niekontrolujących w Jednostce J.

| | |
|---|---|
| | j.p. (w mln) |
| Wartość przedsiębiorstwa (EV) | 850 |
| Aby wyliczyć indykatywną wartość godziwą kapitału własnego, inwestor odjął wartość godziwą zadłużenia Jednostki J (350 mln j.p.) od wartości przedsiębiorstwa. | Indykatywna wartość godziwa kapitału własnego = 850 – 350 = 500 |
| Nie ma potrzeby stosowania dyskonta z tytułu braku kontroli, ponieważ zastosowane mnożniki zostały wyliczone na podstawie notowanych w obrocie cen udziałów porównywalnych spółek publicznych i są spójne z posiadaniem 5 proc. udziałów niekontrolujących w Jednostce J. | n/d |
| Dyskonto z tytułu braku płynności w celu odzwierciedlenia niższej płynności nienotowanych instrumentów kapitałowych Jednostki J w porównaniu z instrumentami kapitałowymi porównywalnych spółek będących w obrocie publicznym. Inwestor ocenił dyskonto z tytułu braku płynności na 30 proc., na podstawie odpowiednich badań mających zastosowanie w danym regionie i branży, a także w oparciu o specyficzne fakty i okoliczności dotyczące Jednostki J. ^(a) | Dyskonto z tytułu braku płynności = 500 x 0,30 = 150 |
| Cena najbardziej reprezentatywna dla wartości godziwej posiadanych przez inwestora 5 proc. udziałów niekontrolujących w Jednostce J to 17,5 mln j.p. na dzień wyceny. | Wartość godziwa kapitału własnego = 500 – 150 = 350 Wartość godziwa udziałów niekontrolujących = 0,05 x 350 = 17,5 |

Przykład 9— Stosowanie mnożników na bazie spółek porównywalnych

(a) Proces przedstawiony powyżej nie jest jedyną metodą, jaką inwestor może zastosować w celu ustalenia wartości godziwej udziałów niekontrolujących. W związku z tym, korekty przedstawione powyżej nie powinny być uważane za wyczerpującą listę wszystkich możliwych korekt. Niezbędne korekty uzależnione są od konkretnych faktów i okoliczności. Ponadto, kwoty korekt przedstawione powyżej nie są oparte na szczegółowych wyliczeniach. Mają charakter jedynie pogładowy.

Stosowanie mnożników wyceny na bazie spółek porównywalnych w sytuacji ograniczonej dostępności informacji finansowych

69 Przykłady 10–12 ilustrują sytuacje, w których, pomimo ograniczonej dostępności informacji finansowych, inwestor może jednak ustalić wartość godziwą nienotowanego instrumentu kapitałowego metodą mnożników wyceny wyliczonych w oparciu o dane spółek porównywalnych. Przykłady te mają charakter opisowy i zawierają niewielką liczbę obliczeń. Zastosowanie techniki mnożników na bazie spółek porównywalnych może nie być preferowaną metodą wyceny w konkretnych sytuacjach opisanych poniżej. Inwestor może uznać, że w okolicznościach przedstawionych w poniższych przykładach bardziej odpowiednia mogłaby być inna technika wyceny.

Przykład 10—Ograniczona dostępność informacji finansowych

Jednostka K to spółka prywatna. Fundusz L to fundusz private equity, który nabył 1 proc. udział niekontrolujący w Jednostce K od jej istniejącego akcjonariusza. Jako inwestor niekontrolujący, Fundusz L ma prawo do otrzymywania kwartalnych sprawozdań zarządu i rocznych sprawozdań audytowanych, które zazwyczaj są opóźnione. Fundusz L nie ma dostępu ani do bieżących danych zarządczych ani do aktualnych prognoz finansowych.

W braku prognoz finansowych oraz aktualnych informacji finansowych, Fundusz L posługuje się najnowszymi dostępnymi informacjami historycznymi Jednostki K. Fundusz L stosuje odpowiedni mnożnik, wyliczony za okres historyczny zbliżony do okresu, za jaki Fundusz L dysponuje informacjami historycznymi na temat Jednostki K. Ponadto, Fundusz L ocenia stosowne prognozy ekonomiczne i rynkowe dla Jednostki K i uwzględnia opinie analityków dotyczące prognoz dla porównywalnych spółek będących w obrocie publicznym w celu uzasadnienia swoich wniosków w kwestii wartości godziwej.^(a)

(a) W niniejszym przykładzie założono, że wnioski w kwestii wartości godziwej uwzględniają wszelkie niezbędne korekty (np. dyskonto z tytułu braku kontroli, dyskonto z tytułu braku płynności, etc.), które zostałyby zastosowane przez uczestników rynku przy wycenie instrumentów kapitałowych na dany dzień.

Przykład 11—Ograniczona dostępność informacji finansowych

Jednostka M to spółka prywatna, której rok finansowy kończy się 30 czerwca. Fundusz N ma 5 proc. udział niekontrolujący w Jednostce M. Fundusz N musi ustalić wartość godziwą swojego udziału niekontrolującego w Jednostce M na dzień 31 grudnia 20X2 (data wyceny) dla potrzeb sprawozdawczości finansowej. Najnowsze sprawozdania finansowe, jakie Fundusz N otrzymał od Jednostki M są datowane na 30 czerwca 20X1 r. (tzn. 18 miesięcy temu). Za rok obrotowy zakończony 30 czerwca 20X2 r. Fundusz N otrzymał od zarządu Jednostki M tylko informacje o wolumenie sprzedaży i marży zysku Jednostki M.

Fundusz N omówił i przeanalizował wyniki oraz prognozy Jednostki M z jej zarządem. Następnie, Fundusz N ocenił przychody i zyski Jednostki M w oparciu o dodatkowe informacje, takie, jak ceny sprzedaży, stopa wzrostu i marże zysku za rok zakończony 30 czerwca 20X2 r., przekazane przez zarząd Jednostki M. Fundusz N został także poinformowany przez zarząd Jednostki M, że jej przychody i zyski za sześć miesięcy poprzedzających dzień 31 grudnia 20X2 r. wzrosły o 20 proc. w porównaniu z tym samym sześciomiesięcznym okresem roku poprzedniego.

Przykład 11—Ograniczona dostępność informacji finansowych

Na podstawie powyższych informacji, Fundusz N stosuje odpowiedni mnożnik rynkowy, wyliczony w oparciu o ceny akcji spółek porównywalnych oraz zyski Jednostki M za okres 12 miesięcy, kończący się 31 grudnia 20X2 r., w celu wyliczenia wartości godziwej posiadanych udziałów niekontrolujących na dzień wyceny. Wreszcie, Fundusz N ocenia, czy indykatywna wartość godziwa Jednostki M jest zgodna z jego rozumieniem rozwoju jednostki, a także prognozami ekonomicznymi i rynkowymi.^(a)

(a) W niniejszym przykładzie założono, że wnioski w kwestii wartości godziwej uwzględniają wszelkie niezbędne korekty (np. dyskonto z tytułu braku kontroli, dyskonto z tytułu braku płynności, etc.), które zostałyby zastosowane przez uczestników rynku przy wycenie instrumentów kapitałowych na dany dzień.

Przykład 12—Ograniczona dostępność spółek porównywalnych

Inwestor musi wycenić w wartości godziwej posiadane udziały niekontrolujące w Jednostce O, spółce prywatnej, na koniec bieżącego okresu sprawozdawczego. Inwestor nie dysponuje wystarczającą ilością informacji by zastosować podejście dochodowe (np. metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i w wyniku tego uznaje, że najodpowiedniejszą techniką będzie technika mnożników na bazie spółek porównywalnych.

Jednostka O działa w branży motoryzacyjnej i specjalizuje się w produkcji siedzeń samochodowych. Biorąc pod uwagę bardzo wyspecjalizowany charakter segmentu branży, w którym działa Jednostka O, można się spodziewać, że inwestorowi trudno będzie znaleźć wiele spółek porównywalnych. W związku z tym, inwestor postanowił rozszerzyć zasięg poszukiwań spółek porównywalnych z Jednostką O. W pierwszej kolejności, inwestor wziął pod uwagę spółki zagraniczne, działające w tym samym segmencie co Jednostka O, w celu sprawdzenia, czy któraś z nich może być uważana za spółkę porównywalną. To działanie nie dało zadowalających rezultatów. Spółki notowane na giełdzie, zidentyfikowane przez inwestora w segmencie działalności Jednostki O jako potencjalne spółki porównywalne, okazały się różnić znacznie od Jednostki O zarówno jeśli chodzi o aktywa jak i rentowność (obie brane pod uwagę spółki przynosiły straty, natomiast Jednostka O jest rentowna).

W związku z tym, inwestor jeszcze bardziej poszerzył zasięg swoich poszukiwań i wziął pod uwagę cały segment okołomotoryzacyjny, nie tylko jednostki produkujące siedzenia. W ten sposób wyłoniono większą populację potencjalnych spółek porównywalnych. W ramach tej większej populacji, inwestor wybrał spółki o podobnym potencjale wzrostu, profilu rentowności i strukturze kapitałowej.

Inwestor zastosował odpowiedni mnożnik rynkowy wyliczony na podstawie wybranej populacji spółek w segmencie okołomotoryzacyjnym. Ponadto, aby uzupełnić swoje wnioski w kwestii wartości godziwej, inwestor ocenił prognozy ekonomiczne i rynkowe dla segmentu, w którym działa Jednostka O.^(a)

(a) W niniejszym przykładzie założono, że wnioski w kwestii wartości godziwej uwzględniają wszelkie niezbędne korekty (np. dyskonto z tytułu braku kontroli, dyskonto z tytułu braku płynności, etc.), które zostałyby zastosowane przez uczestników rynku przy wycenie instrumentów kapitałowych na dany dzień.

Podejście dochodowe

70 Podejście dochodowe polega na konwersji przyszłych kwot (np. przepływów pieniężnych, albo dochodów i wydatków) do jednej, bieżącej (czyli zdyskontowanej) kwoty. Zazwyczaj robi się to metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (discounted cash flow, DCF), stosowaną do przepływów pieniężnych przedsiębiorstwa lub, rzadziej, do przepływów pieniężnych z tytułu kapitału własnego (equity cash flows, ECF) (zob. paragrafy 71–114). W tej części rozdziału znajduje się także omówienie modelu zdyskontowanych dywidend (dividend discount model, DDM; zob. paragrafy 115 i 116), modelu ciągłego wzrostu DDM (zob. paragrafy 117–121) i modelu kapitalizacji (zob. paragrafy 122–124).¹⁰

¹⁰ Inna technika wyceny w ramach podejścia dochodowego to model wyceny akcji metodą dochodów rezydualnych (ang. Residual Income Stock Price Valuation Model). Model ten wyraża wartość godziwą kapitału własnego jednostki, w której dokonano inwestycji, jako sumę wartości księgowej kapitału własnego i wartości bieżącej oczekiwanych dochodów rezydualnych, definiowanej jako różnica pomiędzy zyskiem netto jednostki w której dokonano inwestycji podanym w sprawozdaniach finansowych a iloczynem wartości księgowej kapitału własnego jednostki i kosztu kapitału własnego.

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF)

- 71 Przy zastosowaniu metody DCF, inwestor musi oszacować przyszłe oczekiwane przepływy pieniężne jednostki, w której dokonano inwestycji. Dla celów praktycznych, jeśli oczekiwany okres funkcjonowania jednostki, w której dokonano inwestycji, jest nieograniczony, większość modeli polega na oszacowaniu przepływów pieniężnych w ustalonym, skończonym okresie, a następnie albo zastosowaniu modelu stałego wzrostu (jak np. model Gordona; zob. paragrafy 117–121), albo zastosowaniu *stopy kapitalizacji* do przepływów pieniężnych następujących natychmiast po zakończeniu ustalonego okresu (zob. paragrafy 122–124), albo też użyciu *mnożnika wyjścia* w celu ustalenia *wartości końcowej* (ang. residual value lub terminal value).¹¹
- 72 Przy zastosowaniu modelu DCF, inwestor zazwyczaj dyskontuje spodziewane kwoty przepływów pieniężnych (tzn. możliwe przyszłe przepływy pieniężne przemnożone przez odpowiadające im prawdopodobieństwo; zob. paragrafy B23–B30 MSSF 13) do wartości bieżącej przy stopie zwrotu uwzględniającej wartość pieniądza w czasie i relatywne ryzyko inwestycji. Paragrafy B13–B30 MSSF 13 opisują zastosowanie technik wartości bieżącej, w tym to, jak ryzyko i niepewność odzwierciedlane są w pomiarze wartości godziwej (zob. paragraf 102).
- 73 Ponadto, inwestor musi zdefiniować odpowiedni miernik przepływów pieniężnych. Instrumenty kapitałowe mogą być wyceniane bezpośrednio (wycena kapitału własnego), przy zastosowaniu metody *wolnych przepływów pieniężnych do kapitału własnego* (*free cash flow to equity, FCFE*), lub pośrednio, poprzez wyliczenie wartości przedsiębiorstwa metodą *wolnych przepływów pieniężnych do firmy* (*free cash flow to firm, FCFF*) a następnie odjęcie wartości godziwej zadłużenia jednostki, w której dokonano inwestycji, pomniejszonego o gotówkę.¹² Choć oba te podejścia dają w wyniku zdyskontowane spodziewane przepływy pieniężne, przy każdym z podejść stosowane są inne istotne przepływy pieniężne i stopy dyskonta. Ilustruje to Ryc. 4.

| Ryc. 4—modele zdyskontowanych przepływów pieniężnych | | |
|--|---|---|
| | Wartość kapitału własnego | Wartość przedsiębiorstwa |
| Przepływy pieniężne | FCFE to przepływy pieniężne dostępne wszystkim dostawcom kapitału własnego. Innymi słowy, FCFE to przepływy pieniężne z aktywów, po płatnościach z tytułu zadłużenia, i po reinwestycjach niezbędnych dla dalszego rozwoju. | FCFF to przepływy pieniężne dostępne dla wszystkich dostawców kapitału (udziałowców i wierzycieli). Innymi słowy, FCFF to przepływy pieniężne z aktywów przed płatnościami z tytułu zadłużenia, ale po reinwestycjach niezbędnych dla dalszego rozwoju. |
| Stopa dyskonta | Stopa dyskonta odzwierciedla tylko koszt finansowania kapitałem (tzn. <i>koszt kapitału własnego</i>). ^(a) | Stopa dyskonta odzwierciedla zarówno koszt finansowania kapitałem jak i długiem, proporcjonalnie do ich wielkości (tzn. <i>średni ważony koszt kapitału - weighted average cost of capital, WACC</i>). ^(a) |
| (a) Niektórzy autorzy uważają, że „koszt kapitału własnego” lepiej jest określać jako „wymagana rentowność kapitału własnego”. Co za tym idzie, w opinii tych autorów, WACC nie jest ani kosztem, ani wymaganym poziomem rentowności, ale ważoną średnią kosztu i wymaganej rentowności. | | |

¹¹ Wartość końcowa może być oszacowana poprzez zastosowanie mnożnika zysków lub przychodów w okresie następującym bezpośrednio po zakończeniu ustalonego okresu, dla którego szacowane były przepływy pieniężne. Taki mnożnik, zwany też mnożnikiem wyjścia, szacowany jest na podstawie danych spółek porównywalnych. Niektórzy autorzy uważają jednak, że bardziej spójny wewnętrznie sposób szacowania wartości końcowej w modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych to model stałego wzrostu (zob. paragrafy 117–121) raczej niż mnożnik szacowany na podstawie spółek porównywalnych. Innymi słowy, ci autorzy wolą zachować jak najdalej idącą wzajemną niezależność modelu dochodowego i modelu rynkowego.

¹² Jak wspomniano w przypisie 7, niektórzy specjaliści w dziedzinie wyceny odejmują gotówkę od wartości godziwej zadłużenia by wyliczyć kwotę „długu netto”, przy założeniu, że gotówka jest nieoperacyjnym składnikiem aktywów. Niemniej jednak, przy szczegółowej analizie trzeba spróbować znaleźć odpowiedź na pytanie, ile gotówki potrzebuje spółka, by móc prowadzić działalność, tak, by odróżnić gotówkę operacyjną od nieoperacyjnej, czyli nadwyżki.

74

Jak przedstawiono na Ryc. 4, odpowiednia stopa dyskonta będzie różna w zależności od tego, które podejście zostanie wybrane. Niezależnie od wybranego podejścia, założenia dotyczące przepływów pieniężnych i stóp dyskonta muszą być jednolite. Na przykład, przepływy pieniężne po opodatkowaniu muszą być dyskontowane przy zastosowaniu stopy dyskonta po opodatkowaniu, a przepływy pieniężne przed opodatkowaniem muszą być dyskontowane według stopy przed opodatkowaniem.^{13, 14} Podobnie, waluta stopy dyskonta zawsze musi być taka sama jak waluta przepływów pieniężnych. Kiedy waluta inwestora jest różna od waluty jednostki, w której dokonano inwestycji, spójność walut przepływów pieniężnych i stopy dyskonta musi uwzględniać spodziewaną inflację dla obu walut. Ryc. 5 ilustruje, w jaki sposób można zapewnić spójność waluty przepływów pieniężnych i stopy dyskonta, w zależności od tego, czy wycena jest dokonywana w walucie jednostki, w której dokonano inwestycji, czy też w walucie inwestora.

| Ryc. 5—Jednolitość waluty przepływów pieniężnych i stopy dyskonta | | |
|--|---|---|
| | Przepływy pieniężne | Stopa dyskonta (DR) |
| Waluta jednostki, w której dokonano inwestycji | Szacunkowe przepływy pieniężne w walucie jednostki, w której dokonano inwestycji, z uwzględnieniem, w stopie wzrostu, spodziewanej inflacji waluty jednostki, w której dokonano inwestycji. | Szacunkowa stopa dyskonta w walucie jednostki, w której dokonano inwestycji (przy zapewnieniu, że stopa wolna od ryzyka jest wolna od ryzyka niewywiązania się, oraz że wymagana premia za inwestycje w instrumenty kapitałowe (required equity premium, REP) jest definiowana konsekwentnie; zob. paragraf 84) bądź też szacunkowa stopa dyskonta w walucie inwestora skonwertowana do waluty jednostki, w której dokonano inwestycji, przy zastosowaniu równania (A) poniżej. |
| Waluta inwestora | Szacunkowe przepływy pieniężne w walucie inwestora, z uwzględnieniem spodziewanej inflacji waluty inwestora w stopie wzrostu, bądź też szacunkowe przepływy pieniężne w walucie jednostki, w której dokonano inwestycji skonwertowane do waluty inwestora przy zastosowaniu oczekiwanych kursów wymiany z rynków forward lub parytetu siły nabywczej. | Szacunkowa stopa dyskonta w walucie inwestora (przy zastosowaniu stopy wolnej od ryzyka w walucie inwestora i przy zapewnieniu, że wymagana premia za inwestycje w instrumenty kapitałowe jest definiowana konsekwentnie; zob. paragraf 84). |
| <p>(A)</p> $DR_{\text{Waluta jednostki, w której dokonano inwestycji}} = (1 + DR_{\text{Waluta inwestora}}) \frac{(1 + \text{Spodziewana inflacja waluty jednostki, w której dokonano inwestycji})}{(1 + \text{Spodziewana inflacja waluty inwestora})} - 1$ | | |

75

W celu ilustracji metody DCF, w niniejszym rozdziale będzie mowa wyłącznie o podejściu opartym na wartości przedsiębiorstwa.

¹³ Paragraf BCZ85 MSR 36 *Utrata wartości aktywów* zawiera przykład ilustrujący, w jaki sposób można ustalić stopę dyskonta przed opodatkowaniem. W szczególności, przykład ten ilustruje, że stopa dyskonta po opodatkowaniu, ubruttowiona o standardową stawkę podatku, nie zawsze jest odpowiednią stopą dyskonta przez opodatkowaniem.

¹⁴ Wybór przepływów pieniężnych przed opodatkowaniem lub po zależy od celu wyceny. W praktyce, przy wycenie przedsięwzięć, najczęściej stosuje się przepływy pieniężne po opodatkowaniu.

Wartość przedsiębiorstwa

- 76 Jak wspomniano w paragrafie 73, instrumenty kapitałowe mogą być wyceniane w sposób bezpośredni lub pośredni. Niezależnie od wybranego podejścia, cel jest taki sam (tzn. ustalenie wartości godziwej kapitału własnego jednostki, w której dokonano inwestycji, by na jej podstawie ustalić wartość godziwą instrumentów kapitałowych jednostki, w której dokonano inwestycji). Podejście oparte na wartości przedsiębiorstwa można podsumować następująco:¹⁵
- Indykatywna wartość godziwa kapitału własnego jednostki, w której dokonano inwestycji = wartość przedsiębiorstwa – wartość godziwa zadłużenia (zob. paragrafy 56 and 80).
- Wartość przedsiębiorstwa w powyższym wyrażeniu wyliczana jest w drodze dyskontowania FCFF jednostki, w której dokonano inwestycji stopą dyskontową równą WACC (zob. paragraf 79).
- 77 FCFF to przepływy finansowe dostępne dla wszystkich dostawców kapitału jednostki, w której dokonano inwestycji (wierzycieli i udziałowców) po odjęciu wszystkich opłaconych wydatków operacyjnych i podatków obowiązujących przedsiębiorstwa (wyliczanych przy użyciu oczekiwanych uczestników rynku odnośnie efektywnej odlewarowanej stopy podatku dochodowego jednostki, w której dokonano inwestycji, (t) oraz ewentualnych niezbędnych reinwestycji (RR), jak np. wydatki inwestycyjne związane ze środkami trwałymi, czy kapitał obrotowy netto (NWC). FCFF można wyrazić w sposób następujący:¹⁶
- FCFF = EBIT (1 – t) + amortyzacja – RR – wzrost NWC netto
- 78 Jak wspomniano w części dotyczącej wyceny metodą mnożników na bazie spółek porównywalnych (zob. paragrafy 50 i 51), ważne jest, by rozważyć, czy jednostka, w której dokonano inwestycji (bądź też spółki porównywalne jeśli stosowane są mnożniki na bazie spółek porównywalnych) ma istotne aktywa lub zobowiązania nieoperacyjne. Jeśli pozycje nieoperacyjne są istotne, inwestor musi wyłączyć ich wpływ, w tym ewentualne generowane przez nie przychody lub koszty, z szacowanej wartości FCFF jednostki, w której dokonano inwestycji. Skutek pozycji nieoperacyjnych wyłączonych przez inwestora z FCFF jednostki, w której dokonano inwestycji, będzie wymagał odwrócenia dokonanej korekty przy szacowaniu wartości przedsiębiorstwa jednostki, w której dokonano inwestycji. Proces ten zilustrowany jest na Ryc. 6.

| Ryc. 6—Wyłączanie wpływu pozycji nieoperacyjnych | |
|---|---|
| 1 | zdyskontowanie FCFF wyliczonych na podstawie operacyjnych aktywów i zobowiązań jednostki, w której dokonano inwestycji, wg WACC. |
| 2 | dodanie wartości aktywów nieoperacyjnych (np. gotówka, aktywa niewykorzystane). |
| 3 | odjęcie wartości zobowiązań nieoperacyjnych (np. niefinansowane zobowiązania emerytalne, oczekiwane koszty postępowania sądowego). |
| 4 | Wartość przedsiębiorstwa = (1) + (2) – (3) |
| 5 | odjęcie wartości godziwej długu jednostki, w której dokonano inwestycji. |
| 6 | Indykatywna wartość godziwa kapitału własnego = (4) – (5) |

- 79 Inwestorzy najczęściej dyskontują FCFF do ich wartości bieżącej stosując średni ważony koszt kapitału (WACC), który reprezentuje średnią ważoną stopę wymaganej rentowności wszystkich form kapitału (kapitał własny i obcy). Inwestor wylicza wartość przedsiębiorstwa jednostki, w której dokonano inwestycji dyskontując jej FCFF przy użyciu WACC (zob. paragraf 76). WACC zazwyczaj wyrażany jest jak następuje:

$$WACC = D/(D + E) \times (1 - t) \times k_d + E/(D + E) \times k_e$$

W powyższym wyrażeniu, D, E, k_d , k_e oraz t oznaczają co następuje:

D = wartość godziwa kapitału obcego (długu);

E = wartość godziwa kapitału własnego;

¹⁵ Wyliczenie wartości godziwej kapitału własnego jednostki, w której dokonano inwestycji, wymaga uwzględnienia niezbędnych korekt (np. dyskonto z tytułu braku kontroli, dyskonto z tytułu braku płynności, etc.), które zostałyby zastosowane przez uczestników rynku przy wycenie instrumentów kapitałowych na dany dzień.

¹⁶ W niektórych krajach podatek stosuje się do EBITDA lub EBITA. Zastosowanie podatku do EBIT jest możliwe tylko w krajach, w których amortyzacja bilansowa i amortyzacja podatkowa są takie same (tzn. wartość amortyzacji jest równa faktycznym odpisom podatkowym).

k_d = koszt kapitału obcego (zob. paragrafy 104–111);

k_e = koszt kapitału własnego (zob. paragrafy 82–103); oraz

t = oczekiwania uczestników rynku w kwestii efektywnej stopy opodatkowania jednostki, w której dokonano inwestycji.

Paragrafy 81–111 opisują każdy z komponentów wyrażenia WACC, a Przykład 21 ilustruje jego wyliczenie.

- 80 W celu wyliczenia wartości godziwej kapitału własnego jednostki, w której dokonano inwestycji, trzeba odjąć od wartości przedsiębiorstwa wartość godziwą wszystkich roszczeń finansowych nie będących instrumentami kapitałowymi (np. dług oprocentowany) (zob. paragrafy 56 i 76 oraz Przykład 22).

Relatywne wagi kapitału obcego i własnego

- 81 Przy wyliczaniu WACC, relatywne wagi kapitału własnego (E) i obcego (D) w stosunku do łącznego kapitału (tzn. $D/(D + E)$ i $E/(D + E)$) są zasadniczo zgodne z oczekiwaniami uczestników rynku w zakresie długoterminowej optymalnej struktury kapitałowej jednostki, w której dokonano inwestycji. Innymi słowy, przy wyliczaniu WACC zakłada się, że jednostka, w której dokonano inwestycji, zarządza swoją strukturą kapitałową tak, by uzyskać docelowy lub optymalny poziom wskaźnika długu do łącznego kapitału. W związku z tym, faktyczny wskaźnik długu do kapitału jednostki, w której dokonano inwestycji nie odgrywa przy wyliczeniach roli decydującej. W niektórych przypadkach przeciętna struktura kapitałowa branży może być uważana za odpowiedni punkt odniesienia dla oceny optymalnej długoterminowej struktury kapitałowej jednostki, w której dokonano inwestycji. Niemniej jednak, ważne jest, by inwestor rozumiał, w jaki sposób ustalana jest przeciętna dla branży struktura kapitałowa i czy można rozsądnie oczekiwać, że jednostka, w której dokonano inwestycji, osiągnie taką strukturę kapitałową, biorąc pod uwagę jej sytuację finansową, obecne warunki na rynkach finansowych i ewentualne różnice w dostępie do kapitału obcego pomiędzy jednostkami wchodzącymi w skład benchmarku branżowego a jednostką, w której dokonano inwestycji. Innymi słowy, przeciętna struktura kapitałowa branży jest odpowiednim punktem odniesienia dla oceny optymalnej struktury kapitałowej jednostki, w której dokonano inwestycji, pod warunkiem, że odzwierciedla jej zdolność do zaciągania zobowiązań i kwoty finansowania długiem, jaką dostarczyliby kredytodawcy.

Koszt kapitału własnego

- 82 Koszt kapitału własnego (k_e) często jest szacowany przy zastosowaniu *modelu wyceny aktywów kapitałowych (capital asset pricing model, CAPM; zob. paragraf B26 MSSF 13)*.¹⁷ Model CAPM pozwala na oszacowanie relacji pomiędzy ryzykiem związanym ze składnikiem aktywów a oczekiwaną rentownością tego składnika¹⁸ jako funkcji liniowej *ryzyka systematycznego* danego składnika aktywów, jak przedstawiono poniżej. Według CAPM, systematyczne ryzyko składnika aktywów jest proporcjonalne do ryzyka, jakie dany składnik aktywów wnosi do optymalnego portfela ryzyka (tzn. portfela rynkowego).

- 83 Koszt kapitału własnego według CAPM najczęściej wyrażany jest w następujący sposób:

$$k_e = r_f + (r_m - r_f) \times \beta$$

W powyższym wyrażeniu, k_e , r_f , r_m i β oznaczają, co następuje:

k_e = koszt kapitału własnego (tzn. oczekiwana stopa zwrotu, jakiej inwestorzy wymagają od inwestycji w instrumenty kapitałowe);

r_f = stopa wolna od ryzyka (tzn. oczekiwana stopa zwrotu z wolnego od ryzyka składnika aktywów);

r_m = wymagana rynkowa stopa zwrotu (tzn. oczekiwana stopa zwrotu z portfela w pełni zdwersyfikowanego);

$r_m - r_f$ = wymagana premia za inwestycje w instrumenty kapitałowe (tzn. dodatkowy zwrot oczekiwany od portfela w pełni zdwersyfikowanego, ponad stopę zwrotu z aktywów wolnych od ryzyka);¹⁹ oraz

¹⁷ Istnieją również inne modele szacowania kosztu kapitału własnego, np. model wieloczynnikowy (Arbitrage Pricing Theory, APT), w ramach którego oczekiwany zwrot rośnie liniowo, zgodnie z wrażliwością składnika aktywów na niewielką liczbę stałych czynników. Inny model to trójczynnikowy model Fama-Frencha, w ramach którego oczekiwany zwrot wydaje się być determinowany przez trzy czynniki (tzn. czynnik rynkowy, czynnik wielkości i wskaźnik wartości księgowej do rynkowej (book-to-market)).

¹⁸ Koszt kapitału wyliczony według modelu CAPM to oczekiwana (wymagana przez rynek) stopa zwrotu. Słowo „oczekiwana” dotyczy tutaj ważonej prawdopodobieństwem średniej rozkładu możliwych przyszłych zwrotów.

¹⁹ Wymagana premia za inwestycje w instrumenty kapitałowe określana jest także jako „premia za ryzyko kapitału własnego” i „premia za ryzyko rynkowe”.

β (beta) = miara ryzyka systematycznego dla pojedynczych akcji (tzn. β jednej akcji mierzy jej wkład w wariancję portfela rynkowego).

W paragrafach 84–102 opisano poszczególne komponenty wyrażenia CAPM, a Przykład 17 ilustruje wyliczenie kosztu kapitału własnego.

Stopa wolna od ryzyka

- 84 Za stopę wolną od ryzyka zazwyczaj przyjmuje się oprocentowanie obligacji rządowych w tej samej walucie, co inwestycja, o okresie tym samym lub zbliżonym do okresu generowania przepływów pieniężnych przez inwestycję. Niemniej jednak, przed zastosowaniem obserwowanego oprocentowania obligacji rządowych jako stopy wolnej od ryzyka, należy rozważyć, na jakiej podstawie w formule CAPM ustalana jest wymagana premia za inwestycje w instrumenty kapitałowe. Założenia zastosowane przy wyborze stopy wolnej od ryzyka muszą być spójne z założeniami zastosowanymi przy wyborze wymaganej premii za inwestycje w instrumenty kapitałowe. Na przykład, jeśli wymagana premia za inwestycje w instrumenty kapitałowe była zdefiniowana jako nadwyżka ponad długoterminową stopę wolną od ryzyka (np. oprocentowanie dwudziestoletnich obligacji rządowych), oparcie stopy wolnej od ryzyka na instrumencie o krótszym terminie (np. pięcioletnich obligacjach rządowych), skutkiem będzie niedopasowanie. Ponadto, inwestor musi rozważyć, czy instrument stosowany jako podstawa stopy wolnej od ryzyka faktycznie jest wolny od ryzyka.

Szacowanie bety

- 85 β mierzy wrażliwość nadwyżki spodziewanego zwrotu na jedną akcję w porównaniu z rynkiem.²⁰, ²¹ β to szacunek dotyczący przyszłych okresów (zob. paragraf 87). Niemniej jednak, na potrzeby poszczególnych spółek notowanych na giełdzie, przeważnie wyliczany jest poprzez analizę regresji zwrotu z cen akcji jednostki w porównaniu ze zwrotem z odpowiedniego indeksu rynkowego (tzn. analiza regresji odzwierciedla historyczne relacje β). Stosowanie historycznych wartości β opiera się na założeniu, że przyszłość będzie wystarczająco podobna do przeszłości by uzasadnić szacowanie β w oparciu o dane historyczne.
- 86 β zazwyczaj mierzy się przez odniesienie do danych historycznych z dwóch do pięciu lat, w zależności od konkretnych faktów i okoliczności. Zwroty z inwestycji przy pomiarze β można mierzyć z częstotliwością dzienną, miesięczną, kwartalną, lub roczną. Zwroty tygodniowe lub miesięczne stosowane są zwykle w celu zrównoważenia problemu wielkości próby (chodzi o to, by dysponować wystarczającą liczbą danych do sporządzenia znaczących statystycznie szacunków) i jakości danych (nadmierna częstotliwość powoduje zniekształcenie danych, w ten sposób obniżając ich jakość statystyczną). Na przykład, zwroty tygodniowe stosowane są zwykle przy szacowaniu β w oparciu o dane historyczne z dwóch lat, a miesięczne – przy szacowaniu β w oparciu o dane historyczne z pięciu lat. Wybór horyzontu czasowego, dla którego inwestor będzie szacować betę zależy od faktów i okoliczności. Na przykład, na rynkach o dużej zmienności, inwestor może uznać, że lepiej posługiwać się β z pięciu lat, zamiast krótszego okresu, by uniknąć potencjalnych zniekształceń wynikających z krótkoterminowej zmienności.
- 87 Ponieważ β jest szacunkiem dotyczącym przyszłych okresów, inwestor może rozważyć perspektywiczne podejście do szacowania β , takie jak, na przykład, pozyskiwanie informacji w oparciu o ceny opcji kapitałowych i indeksowych. Szacunki perspektywiczne mają co prawda większą wartość prognostyczną, ponieważ oparte są na większej liczbie czynników niż tylko historyczne kształtowanie się cen, ale ich sporządzenie wymaga zastosowania bardziej skomplikowanych technik i zastosowania osądu z uwzględnieniem wszystkich faktów i okoliczności.
- 88 Przy szacowaniu β spółki prywatnej, inwestor musi opracować betę zastępczą, opartą o bety porównywalnych spółek notowanych na giełdzie, z optymalną długoterminową strukturą kapitałową, podobną do struktury kapitałowej jednostki, w której dokonano inwestycji. Inwestor może oszacować β porównywalnych spółek notowanych na giełdzie przy zastosowaniu technik analizy regresji (zob. paragrafy 85 i 86), najlepiej w oparciu o ten sam indeks jako odzwierciedlenie rynku. Jeśli inwestor nie szacuje β samodzielnie, ich wartości dla porównywalnych spółek powinny pochodzić z tego samego źródła, tak by zapewnić, że zostały wyliczone w oparciu o spójny wewnętrznie zestaw zmiennych.
- 89 Jeśli optymalna długoterminowa struktura kapitałowa spółek porównywalnych jest inna niż jednostki, w której dokonano inwestycji, konieczna jest korekta β dla jednostki, w której dokonano inwestycji. Celem tej korekty jest wyłączenie wpływu lewarowania na szacowane β kapitału własnego spółek

²⁰ β mierzy, w jakim stopniu zmiany zwrotów z pojedynczych akcji odpowiadają zmianom zwrotów rynkowych. Formalnie, β jest definiowana jako kowariancja pomiędzy zwrotem z akcji a zwrotem rynkowym podzielona przez wariancję zwrotów rynkowych.

²¹ Szerokie indeksy rynkowe są czasem stosowane jako reprezentacja „rynku”.

porównywalnych (dźwignia finansowa zwiększa ryzyko systematyczne kapitału własnego; zob. paragraf 92). Korekta dokonywana jest w następujący sposób:

- (a) oszacowanie odlewarowanych β dla spółek porównywalnych notowanych na giełdzie. Odlewarowana β to β , jaką wykazywałaby dana jednostka, gdyby nie miała żadnego zadłużenia.
- (b) decyzja donośnie tego, jak plasowałoby się odlewarowane ryzyko jednostki, w której dokonano inwestycji w odniesieniu do spółek porównywalnych notowanych na giełdzie, przy założeniu, że struktura kapitałowa wszystkich spółek składa się w 100 proc. z kapitału własnego.
- (c) Ponowne zalewarowanie β jednostki, w której dokonano inwestycji, na podstawie długoterminowej docelowej lub optymalnej struktury kapitałowej. Relacja pomiędzy odlewarowaną (β_U) a zalewarowaną (β_L , gdzie β odzwierciedla strukturę kapitałową jednostki, w której dokonano inwestycji, z uwzględnieniem zadłużenia) może być wyrażona w następujący sposób:²²

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{(1+(1-t) \times \frac{W_d}{W_e})}$$

W powyższym wyrażeniu, W_d i W_e oznaczają, co następuje:

W_d = udział kapitału obcego (długu) w strukturze kapitałowej, lub $D/(D + E)$

W_e = udział kapitału własnego w strukturze kapitałowej, lub $E/(D + E)$

- 90 Przykład 13 ilustruje proces szacowania β jednostki, w której dokonano inwestycji, przy zastosowaniu β porównywalnych spółek notowanych na giełdzie.²³

Przykład 13—Wyliczanie β jednostki, w której dokonano inwestycji

Inwestor szacuje β jednostki, w której dokonał inwestycji, Jednostki P, spółki prywatnej, poprzez odniesienie do lewarowanych β porównywalnych spółek notowanych na giełdzie, wyliczonych na podstawie danych historycznych z dwóch lat. Uzyskana β zostanie zastosowana do wyliczenia kosztu kapitału własnego Jednostki P. Oczekiwania uczestników rynku w kwestii efektywnej stopy podatku dochodowego Jednostki P to 30 proc.

Inwestor odlewarowuje bety dla każdej ze spółek porównywalnych, przy użyciu następującego wzoru:

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{(1+(1-t) \times \frac{W_d}{W_e})}$$

Inwestor uważa, że ryzyko Jednostki P jest mniej więcej takie samo, jak średnia ryzyka spółek porównywalnych i w związku z tym uznaje, że średnia odlewarowanych β wszystkich porównywalnych spółek, czyli 0,90, jest odpowiednią szacunkową wartością odlewarowanej β Jednostki P.

Następnie, inwestor ponownie zalewarowuje β (tzn. koryguje odlewarowaną β do lewarowanej β) dla Jednostki P, za zastosowaniem stopy podatkowej Jednostki P i jej długoterminowej optymalnej struktury kapitałowej. Inwestor uznaje, że przeciętna struktura kapitałowa branży, w której działa Jednostka P (60 proc. długu, 40 proc. kapitału własnego) odzwierciedla długoterminową optymalną strukturę kapitałową Jednostki P. Inwestor stosuje tę strukturę do ponownego zalewarowania β jednostki, w której dokonano inwestycji, przy użyciu następującego wzoru:

$$\beta_L = \beta_U \times [1 + (1 - t) \times (W_d / W_e)] = 0,90 \times [1 + (1 - 0,3) \times (0,60 / 0,40)] = 1,85$$

Inwestor uznaje, że 1,85 to odpowiedni szacunek dla β jednostki, w której dokonano inwestycji dla potrzeb wyliczenia kosztu kapitału własnego Jednostki P.

- 91 Średnia β dla indeksu rynkowego jako całości to z definicji 1.0. Jeśli określone akcje przynoszą dodatnie zwroty wyższe od rynkowych, jeśli zwroty rynkowe są wyższe od stopy wolnej od ryzyka, a negatywne zwroty większe niż rynkowe, kiedy zwroty rynkowe są poniżej stopy wolnej od ryzyka, oznacza to, że β takich akcji jest wyższa niż 1.0. Na przykład, akcje o współczynniku β równym 2,0 zazwyczaj zwyżkują

²² Wyrażenie to znane jest jako „równanie Hamady”, nazwane tak na cześć Roberta S. Hamady. Jednym z ograniczeń tego podejścia jest jednak założenie, że kapitał obcy nie jest obciążony ryzykiem z tytułu zmienności operacyjnych przepływów pieniężnych jednostki.

²³ Wzory użyte w niniejszym przykładzie są poprawne tylko przy założeniu stałego poziomu zadłużenia.

dwukrotnie szybciej niż rynek na rynku wzrostowym i tracą na wartości dwukrotnie szybciej na rynku spadkowym. Jeśli różnica pomiędzy zwrotem z akcji a stopą wolną od ryzyka jest przeważnie mniejsza niż różnica pomiędzy rynkową stopą zwrotu a stopą wolną od ryzyka, oznacza to, że β danych akcji wynosi mniej niż 1,0. Na przykład, akcje o β równej 0,5 zazwyczaj zwyżkują o połowę wolniej niż rynek na rynku wzrostowym a tracą o połowę wolniej niż rynek na rynku spadkowym.

- 92 β kapitału własnego rośnie w miarę wzrostu ryzyka operacyjnego i ryzyka finansowego. Innymi słowy, jeśli wszystkie pozostałe okoliczności są jednakowe, jednostki, które ponoszą większe ryzyko operacyjne i których struktura kapitałowa zawiera więcej kapitału obcego, będą miały wyższą β .

Wymagana premia za inwestycje w instrumenty kapitałowe

- 93 Wymagana premia za inwestycje w instrumenty kapitałowe to miara długoterminowej cząstkowej stopy zwrotu z inwestycji w portfel zdywersyfikowany (rynek) ponad oczekiwaną stopę wolną od ryzyka, wymagana przez inwestora. Wymagana premia za inwestycje w instrumenty kapitałowe to szacunek dotyczący przyszłych okresów, w związku z czym nie jest bezpośrednio obserwowalny.
- 94 Dla rozwiniętych rynków dostępny jest szereg badań opartych na danych historycznych, dotyczących wymaganej premii za ryzyko. Podają one pewien zakres wyników, w zależności od położenia geograficznego rynku, dokładnego okresu, którego dotyczą dane użyte w badaniu, a także metody wyliczenia. Wielu inwestorów uważa, że przedstawiane w nich wartości premii za inwestycje w instrumenty kapitałowe są odpowiednim punktem wyjścia dla szacowania wymaganej premii za inwestycje w instrumenty kapitałowe. Niemniej jednak, mimo, że dane historyczne mogą być dobrym punktem wyjścia, nie ma pewności co do tego, czy średnie wartości z poprzednich dziesięcioleci są dobrą prognozą długoterminowej oczekiwanej stopy zwrotu. Ponadto, dane dotyczące historycznych wymaganych wartości premii za inwestycje w instrumenty kapitałowe mogą nie być dostępne w gospodarkach wschodzących. Nawet, gdyby takie dane były dostępne, stopa zwrotu z akcji może charakteryzować się znaczną zmiennością, a zatem niekoniecznie dobrze reprezentować przyszłe oczekiwania inwestorów. Co za tym idzie, jeśli dla takich rynków zostaną wyliczone historyczne wartości wymaganej premii za inwestycje w instrumenty kapitałowe, mogą być niezbyt użyteczne z uwagi na znaczny błąd standardowy związany z szacunkami. W takich przypadkach odpowiednie mogłoby być raczej oparcie wymaganej premii za inwestycje w instrumenty kapitałowe na rynkach wschodzących na wartościach wymaganej premii za inwestycje w instrumenty kapitałowe występujących na rynkach rozwiniętych, z uwzględnieniem spreadu ryzyka kraju i szacunków stosowanych przez specjalistów ds. wyceny na tych rynkach wschodzących. Można to opisać następującym wyrażeniem:

$$(r_m - r_f)_{\text{Kraj wschodzący}} = (r_m - r_f)_{\text{Kraj rozwinięty}} + \text{Premia za ryzyko rynku kapitałowego kraju (CERP)}$$

- 95 Istnieją różne podejścia do szacowania *premi za ryzyko* rynku kapitałowego kraju (ang. Country Equity Risk Premium, CERP).²⁴ Poniżej przedstawiono przykłady często używanych metod, ale nie są to jedyne dostępne metody. Jedną z możliwych metod szacowania premii za ryzyko rynku kapitałowego kraju jest użycie ratingu nadanego przez agencję ratingową zadłużeniu tego kraju. Jest to metoda znana jako model spreadu obligacji państwowych (country bond default spread) lub spreadu długu państwowego (sovereign spread). Mimo, że rating mierzy ryzyko niewywiązania się dotyczące państwowych instrumentów dłużnych raczej niż ryzyko kapitałowe, mimo to, ponieważ znajdują się one pod wpływem wielu tych samych czynników co ryzyko kapitałowe (np. stabilność waluty kraju, jego budżet i saldo obrotów handlowych), można je zastosować do szacowania spreadów kredytowych (default spread), wymaganych przez inwestorów ponad stopę wolną od ryzyka. Aby można było zastosować tę metodę:
- dług państwowy obu krajów (tzn. kraju wschodzącego i kraju rozwiniętego) muszą być denominowane w tej samej walucie, tak, by uniknąć niedopasowania inflacji; oraz
 - państwowe instrumenty dłużne obu krajów muszą mieć podobny termin zapadalności, tak, by uniknąć niedopasowania wynikającego z różnych krzywych dochodowości.
- 96 Jedną z wad tej metody jest założenie tej samej premii za ryzyko rynku kapitałowego kraju dla wszystkich jednostek na danym rynku wschodzącym, mimo, że różne jednostki mogą być w różnym stopniu wystawione na ryzyko kraju (na przykład, jednostka zarejestrowana w kraju wschodzącym, która większość swoich dochodów osiąga na rynkach rozwiniętych a tylko około 10 proc. na własnym rynku krajowym jest wystawiona na ryzyko kraju w o wiele mniejszym stopniu niż jednostka prowadząca działalność wyłącznie we wschodzącym kraju macierzystym). Przykład 14 ilustruje opisane podejście.

²⁴ Wzory na szacowanie CERP użyte w tym rozdziale posługują się pojęciem 'kraj wschodzący', niemniej jednak, mają one zastosowanie w każdym kraju uważanym za obciążony ryzykiem kredytowym, niezależnie od tego, czy jest to kraj wschodzący.

Przykład 14—model spreadu obligacji państwowych lub spreadu długu państwowego

Kraj C1 to kraj wschodzący, którego zadłużenie na grudzień 20X3 (data wyceny) otrzymało rating Ba1/BB+. Kraj C2 to kraj rozwinięty. Dziesięcioletnie obligacje rządowe Kraju C1 denominowane w walucie Kraju C2 oferują dochodowość 6,30 proc., czyli 2,50 proc. więcej niż wynosi stopa wolna od ryzyka (3,80 proc.) dziesięcioletnich obligacji rządowych Kraju C2 na dzień wyceny. Wymagana premia za inwestycje w instrumenty kapitałowe w Kraju C2 wynosi 4,50 proc.

W wyniku, wymagana premia za inwestycje w instrumenty kapitałowe w Kraju C1, denominowane w walucie Kraju C2, na dzień wyceny szacowane jest na 7 proc. ($4,50\% + 2,50\% = 7,00\%$).

- 97 Inną powszechnie stosowaną metodą szacowania premii za inwestycje w instrumenty kapitałowe kraju jest analiza zmienności cen instrumentów kapitałowych na danym rynku (np. rynku kraju wschodzącego) w porównaniu z innym rynkiem (np. kraju rozwiniętego). Podejście takie polega na założeniu, że wymagana premia za inwestycje w instrumenty kapitałowe na każdym z rynków powinna odzwierciedlać różnice pomiędzy ryzykiem kapitału na rynkach obu krajów. Konwencjonalną miarą ryzyka kapitału jest odchylenie standardowe (ang. Standard Deviation, SD) stopy zwrotu z akcji, gdzie wyższe odchylenie standardowe powszechnie uważane jest za oznakę większego ryzyka. Podejście to opisywane jest zwykle przez następujące wyrażenie:

$$\text{Relatywne odchylenie standardowe}_{\text{Kraj wschodzący}} = \frac{SD_{\text{Kraj wschodzący}}}{SD_{\text{Kraj rozwinięty}}}$$

Odchylenie standardowe stopy zwrotu na obu rynkach kapitałowych w powyższym wyrażeniu mierzone jest w walucie kraju rozwiniętego.

- 98 Relatywne odchylenie standardowe rynku kraju wschodzącego (RSD), po przemnożeniu przez wymaganą premię za inwestycje w instrumenty kapitałowe w kraju rozwiniętym, daje w wyniku szacunkową wartość łącznej wymaganej premii za inwestycje w instrumenty kapitałowe w kraju wschodzącym, denominowane w walucie kraju rozwiniętego:

$$(r_m - r_f)_{\text{Kraj wschodzący}} = (r_m - r_f)_{\text{Kraj rozwinięty}} \times \text{RSD}_{\text{Kraj wschodzący}}$$

- 99 Wady tego podejścia związane są z porównaniem odchylenia standardowego na rynkach o bardzo różnej strukturze i płynności. Podejście to może łatwo prowadzić do niedoszacowania wymaganej premii za inwestycje w instrumenty kapitałowe w krajach, w których rynki kapitałowe nie są płynne (np. krajach, w których niskie odchylenie standardowe na rynkach kapitałowych wynika po prostu z braku płynności). Przykład 15 ilustruje opisywane podejście.

Przykład 15—Relatywne odchylenie standardowe

Ten przykład dotyczy tych samych Krajów C1 i C2, co Przykład 14. Wymagana premia za inwestycje w instrumenty kapitałowe w Kraju C2 to 4,50 proc. Odchylenie standardowe, w skali roku (*annualised*), indeksu kapitałowego Kraju C2 pomiędzy rokiem 20X1 i 20X3, w oparciu o tygodniową stopę zwrotu, wynosiło 15,50 proc. Odchylenie standardowe indeksu kapitałowego w Kraju C1 w tym samym okresie wynosiło 27,50 proc. W oparciu o te dane, szacunkowa wartość łącznej wymaganej premii za inwestycje w instrumenty kapitałowe Kraju C1 w grudniu 20X3 (dzień wyceny) kształtowałaby się następująco:

$$(r_m - r_f)_{\text{Kraj C1}} = (r_m - r_f)_{\text{Kraj C2}} \times \text{RSD}_{\text{Kraj C1}} = (r_m - r_f)_{\text{Kraj C2}} \times \frac{SD_{\text{Kraj C1}}}{SD_{\text{Kraj C2}}}$$

Przykład 15—Relatywne odchylenie standardowe

$$(r_m - r_f)_{\text{Kraj C1}} = 4,50\% \times \frac{27,50\%}{15,50\%} = 7,98\%$$

Premię za inwestycje w instrumenty kapitałowe kraju (CERP) dla Kraju C1, można, przy zastosowaniu tego podejścia, oszacować następująco:

$$(r_m - r_f)_{\text{Kraj C1}} = (r_m - r_f)_{\text{Kraj C2}} + \text{CERP}_{\text{Kraj C1}}$$

$$7,98\% = 4,50\% + \text{CERP}_{\text{Kraj C1}}$$

$$\text{CERP}_{\text{Kraj C1}} = 7,98\% - 4,50\% = 3,48\%$$

- 100 Inne podejście, mniej powszechnie stosowane, polega na oszacowaniu premii za inwestycje w instrumenty kapitałowe kraju poprzez spready kredytowe (default spreads, DS) plus relatywne odchylenie standardowe (SD). Jeśli kraj ma rating kredytowy, spread oparty na tym ratingu może być zastosowany jako spread kredytowy kraju (spread kredytowy kraju mierzy jedynie premię za ryzyko niewywiązania się w odniesieniu do instrumentów dłużnych). Intuicja każe oczekiwać, że premia za inwestycje w instrumenty kapitałowe kraju będzie większa od spreadu ryzyka niewywiązania się tego kraju. Aby to uwzględnić, opisywane podejście bierze pod uwagę zmienność rynku kapitałowego kraju w porównaniu ze zmiennością obligacji państwowych, użytych do oszacowania spreadu. Można to opisać następującym wyrażeniem:

$$\text{CERP}_{\text{Kraj wschodzący}} = \text{DS}_{\text{Kraj wschodzący}} \times \frac{\text{SD}_{\text{Kapitał własny w kraju wschodzącym}}}{\text{SD}_{\text{Obligacje w kraju wschodzącym}}}$$

- 101 Przykład 16 ilustruje opisane podejście.

Przykład 16—spready kredytowe plus relatywne odchylenie standardowe

Niniejszy przykład oparty jest na danych Krajów C1 i C2 (zob. Przykłady 14 i 15). W grudniu 20X3 (dzień wyceny) spread kredytowy obligacji Kraju C1 denominowanych w walucie Kraju C2 wyniósł 2,50 proc., a odchylenie standardowe w skali roku indeksu kapitałowego Kraju C1 w poprzednim roku wyniosło 27,50 proc. W oparciu o tygodniową stopę zwrotu w okresie dwóch lat, odchylenie standardowe w skali roku dziesięcioletnich obligacji Kraju C1 denominowanych w walucie Kraju C2 wyniosło 13,55 proc. Wynikająca z tego premia za inwestycje w instrumenty kapitałowe kraju dla Kraju C1 na dzień wyceny kształtuje się następująco:

$$\text{CERP}_{\text{Kraj C1}} = \text{DS}_{\text{Kraj C1}} \times \frac{\text{SD}_{\text{Kapitał własny Kraju C1}}}{\text{SD}_{\text{Obligacje Kraju C1}}}$$

$$\text{CERP}_{\text{Kraj C1}} = 2,50\% \times \frac{27,50\%}{13,55\%} = 5,07\%$$

Łączna wymagana premia za inwestycje w instrumenty kapitałowe w Kraju C1 na dzień wyceny kształtuje się następująco:

$$(r_m - r_f)_{\text{Kraj C1}} = (r_m - r_f)_{\text{Kraj C2}} + \text{CERP}_{\text{Kraj C1}}$$

$$(r_m - r_f)_{\text{Kraj C1}} = 4,50\% + 5,07\% = 9,57\%$$

Korekty kosztu kapitału własnego

102 Fundamentalnym założeniem modelu CAPM jest to, że premia wymagana w odniesieniu do instrumentu finansowego (np. instrumentu kapitałowego) powyżej stopy zwrotu wolnej od ryzyka jest funkcją ryzyka systematycznego tego instrumentu.²⁵ Jeden z zarzutów wobec modelu CAPM opiera się na twierdzeniu, że β nie opisuje w pełni spodziewanego zwrotu. „Zmodyfikowany CAPM” umożliwi uwzględnienie cząstkowych czynników ryzyka, które byłyby wzięte pod uwagę przez uczestników rynku, jako jednego z elementów kosztu kapitału własnego. Przykłady ryzyk, które mogą być dodane jako korekta kosztu kapitału własnego, to:

- Wielkość: korekta pod kątem mniejszej wielkości jednostki, w której dokonano inwestycji, w porównaniu z większością spółek na rynku publicznym, co można uwzględnić przez dodanie wartości cząstkowej do kosztu kapitału własnego. Dodatkowa premia uwzględnia fakt, że mniejsze przedsięwzięcia potencjalnie obciążone są większym ryzykiem niż większe organizacje, a co za tym idzie, inwestorzy mogą wymagać wyższych zwrotów. Premie za wielkość zazwyczaj oparte są na informacjach długoterminowych dużych rynków giełdowych w zakresie stóp zwrotu, uszeregowanych według miar wielkości spółki.
- Inne ryzyka: w niektórych okolicznościach, koszt kapitału własnego jest korygowany tak, by odzwierciedlić ryzyka nieodłączne przepływów pieniężnych (zob. paragraf 72) lub cechy instrumentów kapitałowych takie, jak brak płynności (zob. paragrafy 64–67). Choć niniejszy rozdział nie zaleca zastosowania określonych metodologii dokonywania takich korekt, w niektórych okolicznościach bezpośrednio korekty kosztu kapitału akcyjnego postrzegane są jako mniej przejrzyste.

Obliczanie kosztu kapitału własnego

103 Przykład 17 ilustruje obliczenie kosztu kapitału własnego.

Przykład 17—Obliczanie kosztu kapitału własnego

Inwestor musi oszacować koszt kapitału własnego do wykorzystania w modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych dla potrzeb ustalenia wartości godziwej udziałów w spółce prywatnej, Jednostce Q, na grudzień 20X5 r. (dzień wyceny). Jednostka Q prowadzi działalność w sektorze transportowym w Kraju D1. Inwestor szacuje, że koszt kapitału własnego składa się z następujących elementów:

Stopa wolna od ryzyka (r_f)

Inwestor wylicza r_f przy zastosowaniu wskaźnika *rentowności w okresie do wykupu (yield to maturity, YTM)* dla 20-letnich obligacji rządowych denominowanych w lokalnej walucie Kraju D1 na dzień wyceny. Dla potrzeb niniejszego przykładu, stopa ta wynosi 4 proc.

Wymagana premia za inwestycje w instrumenty kapitałowe ($r_m - r_f$)

Inwestor wziął pod uwagę różne badania dotyczące wymaganej premii za inwestycje w instrumenty kapitałowe w Kraju D1, oparte na danych historycznych. Po uwzględnieniu okresu, którego dotyczyły dane zastosowane w badaniach, różnych metod wyliczenia i bieżących warunków rynkowych, inwestor uznał, że wymagana rynkowa stopa zwrotu (r_m) wynosi 11 proc. i że w związku z tym wymagana premia za inwestycje w instrumenty kapitałowe ($r_m - r_f$) wynosi 7 proc. ($11\% - 4\% = 7\%$).

Szacowana β

Inwestor uwzględnił średnią lewarowanych β porównywalnych spółek notowanych na giełdzie, wyliczonych w oparciu o dane historyczne z pięciu lat, i skorygował swoje szacunki, tak, by wyłączyć wpływ różnicy poziomów dźwigni finansowej pomiędzy jednostką, w której dokonano inwestycji, a spółkami porównywalnymi. W oparciu o te informacje, β kapitału własnego wyliczona dla jednostki, w której dokonano inwestycji, z uwzględnieniem oczekiwań uczestników rynku odnośnie optymalnej długoterminowej struktury kapitałowej Jednostki Q, wyniosła 1,05.

²⁵ Model CAPM był często krytykowany z powodu uproszczonych założeń, na których jest oparty, jest jednak powszechnie akceptowany przynajmniej jako punkt wyjścia dla rozważania relacji pomiędzy ryzykiem a rentownością.

Przykład 17—Obliczanie kosztu kapitału własnego

Ryzyko związane z wielkością (ang. size risk, sr)

Inwestor uznał, że Jednostka Q była obarczona dodatkowym ryzykiem, które mogło nie być odzwierciedlone w wartości β , z powodu mniejszej wielkości w porównaniu z ogółem spółek działających na rynku. Na podstawie różnych badań opartych na danych z innych krajów, oraz biorąc pod uwagę korekty niezbędne w kontekście Kraju D1, inwestor uznał, że mniejsza wielkość Jednostki Q uzasadnia premię w wysokości 3 proc. Inwestor uznał, że nie są potrzebne żadne dalsze korekty kosztu kapitału własnego.

Koszt kapitału własnego (k_e)

W związku z tym, inwestor oszacował koszt kapitału własnego Jednostki Q jako:

$$k_e = r_f + (r_m - r_f) \times \beta + sr = 4\% + (11\% - 4\%) \times 1.05 + 3\% = 14.35\%$$

Koszt kapitału obcego (dłużnego)

- 104 Istnieje szereg podejść do szacowania kosztu kapitału obcego (k_d). Poniżej opisano niektóre najczęściej stosowane. Niezależnie od przyjętego podejścia, dokonany przez inwestora szacunek kosztu kapitałowego jednostki, w której dokonano inwestycji, musi być zgodny z oczekiwaniami uczestników rynku odnośnie optymalnej długoterminowej struktury kapitałowej jednostki, w której dokonano inwestycji (zob. paragraf 81).

Koszt kapitału obcego szacowany w oparciu o niedawno zaciągnięte zobowiązania

- 105 Koszt kapitału obcego jednostki, w której dokonano inwestycji, może być oszacowany przy zastosowaniu stóp długoterminowych niedawno zaciągniętych zobowiązań na dzień wyceny, raczej niż na stawkach wynegocjowanych w przeszłości na rynku instrumentów dłużnych dla istniejących zobowiązań, jeśli faktyczna struktura kapitałowa jednostki, w której dokonano inwestycji, jest zgodna z oczekiwaniami uczestników rynku w zakresie optymalnej długoterminowej struktury kapitałowej jednostki, w której dokonano inwestycji. Ustalenie odpowiednich stawek mogłoby zatem obejmować rozważenie cząstkowych stóp zaciąganych zobowiązań jednostki w której dokonano inwestycji. Możliwe źródła informacji to między innymi:
- (a) koszt zobowiązań zaciągniętych w okresie bieżącym przez jednostkę, w której dokonano inwestycji, z uwzględnieniem ewentualnych potrzeb w zakresie refinansowania jeśli faktyczna struktura kapitałowa jednostki, w której dokonano inwestycji, jest zgodna z oczekiwaniami uczestników rynku odnośnie optymalnej długoterminowej struktury kapitałowej jednostki, w której dokonano inwestycji; oraz
 - (b) bieżący rynkowy koszt zobowiązań, zaciągniętych przez spółki porównywalne o podobnej zdolności kredytowej co jednostka, w której dokonano inwestycji.

- 106 Przykład 18 ilustruje opisane podejście.

Przykład 18—Koszt kapitału obcego w oparciu o niedawno zaciągnięte zobowiązania

Ten przykład ilustruje wyliczenie kosztu kapitału obcego (k_d) dla Jednostki Q z Przykładu 17. Zakłada się, że faktyczna struktura kapitałowa Jednostki Q jest zgodna z oczekiwaniami uczestników rynku odnośnie optymalnej długoterminowej struktury kapitałowej tej jednostki. Jednostki o zdolności kredytowej zbliżonej do Jednostki Q niedawno pozyskały nowe finansowanie poprzez emisję obligacji długoterminowych na rynku publicznym. Wskaźnik rentowności w okresie do wykupu obligacji znajdujących się w obrocie to średnio 6 proc. na dzień wyceny (po odpowiednich korektach odzwierciedlających koszt emisji).

Dochodowość w wysokości 6 proc. uważana jest za odpowiedni szacunek kosztu zadłużenia Jednostki Q na dzień wyceny.

Koszt kapitału obcego szacowany przez odniesienie do rzeczywistych lub syntetycznych ratingów kredytowych i spreadów kredytowych

- 107 To podejście opiera się na rzeczywistym ratingu kredytowym jednostki, w której dokonano inwestycji, jeśli jest dostępny, bądź też na szacowanym implikowanym ratingu kredytowym jednostki, w której dokonano inwestycji. Odpowiedni spread kredytowy dodawany jest do lokalnej stopy wolnej od ryzyka w celu oszacowania kosztu zobowiązań jednostki, w której dokonano inwestycji. Niemniej jednak, na rynkach wschodzących i wielu rynkach rozwiniętych, wiele spośród jednostek, w których dokonano inwestycji, nie ma ani instrumentów dłużnych w obrocie, ani ratingu kredytowego, na podstawie którego można by wyliczyć spready kredytowe. Jeśli jednostka, w której dokonano inwestycji, nie posiada ratingu kredytowego, inwestor może wyliczyć szacowany spread kredytowy w oparciu o analizę obejmującą, na przykład, wygenerowanie wskaźników finansowych, mających na celu ocenę zdolności kredytowej jednostki, w której dokonano inwestycji, w porównaniu ze spółkami dysponującymi publikowanymi ratingami kredytowymi. Wskaźniki takie uwzględniają poziom dźwigni finansowej, czynniki branżowe i ogólną kondycję finansową. Wytyczne ratingowe, publikowane przez agencje ratingowe, zazwyczaj stanowią użyteczne źródło informacji o tym, jak ustalić syntetyczny rating kredytowy.
- 108 Przykład 19 ilustruje, w jaki sposób inwestor może oszacować koszt kapitału obcego stosując opisane podejście.

Przykład 19—Koszt kapitału obcego szacowany przez odniesienie do rzeczywistego lub syntetycznego ratingu i spreadu kredytowego

Ten przykład ilustruje wyliczenie kosztu kapitału obcego (k_d) dla Jednostki Q z Przykładów 17 i 18, jednak z założeniem, że nie są dostępne żadne informacje odnośnie dochodowości instrumentów dłużnych niedawno wyemitowanych przez Jednostkę Q, ani też instrumentów wyemitowanych przez jednostki o podobnej zdolności kredytowej. W związku z tym, inwestor szacuje syntetyczny rating kredytowy przy zastosowaniu *modelu oceny zdolności kredytowej* i wskaźników finansowych Jednostki Q. Implikowany spread kredytowy ponad lokalną stopę wolną od ryzyka, odpowiadający implikowanemu ratingowi kredytowemu Jednostki Q to 2 proc. Następnie, inwestor szacuje koszt kapitału obcego na dzień wyceny na 6 proc., co stanowi sumę stopy wolnej od ryzyka i spreadu kredytowego ($4\% + 2\% = 6\%$).

- 109 Choć syntetyczny rating kredytowy, jaki inwestor może uzyskać dla jednostki, w której dokonano inwestycji w kraju o wysokiej inflacji i wysokich stopach procentowych, jak ma to miejsce w wielu gospodarkach wschodzących, może umożliwić inwestorowi wyliczenie spreadu kredytowego jednostki, w której dokonano inwestycji, spread ten może nie odzwierciedlać ryzyka kredytowego kraju, w którym prowadzi działalność jednostka, w której dokonano inwestycji. W związku z tym, kiedy inwestor szacuje koszt kapitału obcego jednostki, w której dokonano inwestycji, działającej w takim otoczeniu, w walucie kraju inwestora (tzn. kraju rozwiniętego), inwestor może być zmuszony do dodania dwóch specyficznych komponentów spreadów kredytowych (ang. Default Spreads, DS) do stopy wolnej od ryzyka: jednego dla ryzyka kredytowego jednostki, w której dokonano inwestycji, drugiego dla ryzyka kredytowego kraju. Można to opisać następującym wyrażeniem:

$$k_d = r_f \text{ Kraj rozwinięty} + DS_{\text{Jednostka, w kraju wschodzącym, w której dokonano inwestycji}} + DS_{\text{Kraj wschodzący}}$$

- 110 Jedną z trudności związanych z szacowaniem kosztu kapitału obcego w jednostce, w której dokonano inwestycji działającej w kraju wschodzącym jest to, że spready kredytowe dla jednostki, w której dokonano inwestycji, mogą nie być dostępne. W takim przypadku podejście alternatywne polega na dostosowaniu spreadu kredytowego jednostki o zdolności kredytowej podobnej do jednostki, w której dokonano inwestycji, działającej w kraju rozwiniętym. Inwestor musi przy tym poczynić dwa założenia. Pierwsze z nich to to, że cena za ryzyko kredytowe powinna być wystandaryzowana pomiędzy rynkami, ponieważ ewentualne różnice mogłyby być wykorzystywane przez spółki międzynarodowe. Drugie założenie mówi, że spready kredytowe wyliczane na podstawie obligacji korporacyjnych w kraju rozwiniętym, mogą być adaptowane do różnych walut. Niemniej jednak, jeśli waluty kraju wschodzącego i kraju rozwiniętego mają bardzo odmienną stopę wolną od ryzyka, rozwiązanie takie może nie działać. Na przykład, jeśli spread obligacji korporacyjnej o ratingu Baa2/BBB w kraju rozwiniętym wynosi 2 proc., inwestor być może nie powinien stosować tego samego (bezwzględnego) spreadu do stopy wolnej od ryzyka w kraju wschodzącym w celu oszacowania kosztu długu przed opodatkowaniem dla działającej w tym kraju

wschodzącym jednostki, w której dokonano inwestycji, o ratingu Baa2/BBB, jeśli waluty kraju rozwiniętego i wschodzącego mają bardzo różne stopy wolne od ryzyka. Innymi słowy jest mało prawdopodobne, by działająca w kraju wschodzącym jednostka, w której dokonano inwestycji, o ratingu Baa2/BBB, była w stanie zaciągnąć zobowiązanie ze spreadem kredytowym 2 proc. powyżej stopy wolnej od ryzyka w tym kraju wschodzącym, wynoszącej np. 14 proc. Oczekuje się, że spread będzie rosł wraz ze wzrostem stóp procentowych. Jednym z możliwych rozwiązań jest oszacowanie kosztu zadłużenia działającej w kraju wschodzącym jednostki, w której dokonano inwestycji w walucie kraju rozwiniętego, poprzez dodanie spreadu kredytowego tej jednostki, w walucie kraju rozwiniętego, do stopy wolnej od ryzyka w kraju rozwiniętym. Inwestor mógłby następnie przekonwertować koszt zadłużenia w kraju rozwiniętym na koszt zadłużenia w kraju wschodzącym poprzez uwzględnienie różnicy pomiędzy dwoma walutami w zakresie długoterminowej oczekiwanej inflacji. Koszt zadłużenia działającej w kraju wschodzącym jednostki, w której dokonano inwestycji, w walucie tego kraju wschodzącego, może być opisany następującym wyrażeniem:

$$k_d = (1 + k_d)_{\text{Waluta kraju rozwiniętego}} \times \frac{(1 + \text{Oczekiwana inflacja})_{\text{Waluta kraju wschodzącego}}}{(1 + \text{Oczekiwana inflacja})_{\text{Waluta kraju rozwiniętego}}} - 1$$

111 Przykład 20 opisuje zastosowanie omawianego podejścia.

Przykład 20—Adaptowanie spreadu kredytowego z rynku rozwiniętego do innych rynków

Koszt zadłużenia działającej w kraju wschodzącym jednostki, w której dokonano inwestycji, denominowany w walucie kraju rozwiniętego, wynosi 5 proc. Oczekiwana stopa inflacji to 3 proc. w walucie kraju rozwiniętego i 12 proc. w walucie kraju wschodzącego. Inwestor szacuje koszt zadłużenia działającej w kraju wschodzącym jednostki, w której dokonano inwestycji, denominowanego w walucie kraju wschodzącego, w następujący sposób:

$$k_d = (1 + k_d)_{\text{Waluta kraju rozwiniętego}} \times \frac{(1 + \text{Oczekiwana inflacja})_{\text{Waluta kraju wschodzącego}}}{(1 + \text{Oczekiwana inflacja})_{\text{Waluta kraju rozwiniętego}}} - 1$$

$$k_d = (1,05) \times \frac{(1,12)}{(1,03)} - 1 = 14,17\%$$

Obliczanie WACC

112 Przykład 21 ilustruje obliczenie WACC przy zastosowaniu kosztu kapitału własnego jednostki, w której dokonano inwestycji, kosztu jej zadłużenia i oczekiwań uczestników rynku odnośnie optymalnej długoterminowej struktury kapitałowej jednostki, w której dokonano inwestycji.

Przykład 21—Obliczanie WACC

Ten przykład ilustruje wyliczenie WACC dla Jednostki Q z Przykładu 17. Koszt kapitału własnego oszacowany w Przykładzie 17 to 14,35 proc. Oczekiwania uczestników rynku odnośnie efektywnej stopy opodatkowania Jednostki Q to 25 proc.

Faktyczna struktura kapitałowa Jednostki Q jest zgodna z oczekiwaniami uczestników rynku odnośnie optymalnej długoterminowej struktury kapitałowej tej jednostki. Faktyczna struktura kapitałowa Jednostki Q to 30 proc. kapitału obcego i 70 proc. kapitału własnego.

Koszt kapitału obcego (k_d)

Przykład 21—Obliczanie WACC

Koszt kapitału obcego został oszacowany poprzez rozważenie długoterminowych stóp oprocentowania na dzień wyceny dla zobowiązań niedawno zaciągniętych przez jednostki o zdolności kredytowej podobnej do Jednostki Q. Na podstawie tych danych, koszt zadłużenia oszacowano na 6 proc. (zob. Przykład 18).

Po podstawieniu tych parametrów do wzory na WACC, wynik kształtuje się następująco:

$$WACC = D/(D + E) \times (1 - t) \times k_d + E/(D + E) \times k_e$$

$$WACC = 0,30 \times (1 - 0,25) \times 6\% + 0,70 \times 14,35\% = 11,40\%$$

Model DCF z zastosowaniem wartości przedsiębiorstwa

- 113 Przykład 22 ilustruje wycenę jednostki, w której dokonano inwestycji z zastosowaniem FCFF w celu ustalenia wartości przedsiębiorstwa, tak, by wyliczyć indykatorywną wartość godziwą kapitału własnego jednostki, w której dokonano inwestycji. Inwestor w tym przykładzie wprowadza następnie do indykatorywnej wartości kapitału własnego korekty pod kątem specyficznych cech posiadanych nienotowanych instrumentów kapitałowych w celu ustalenia wartości godziwej tych nienotowanych instrumentów kapitałowych.

Przykład 22—metoda DCF z zastosowaniem wartości przedsiębiorstwa

Inwestor posiada 5 proc. udziałów niekontrolujących w Jednostce R, spółce prywatnej. Inwestor wylicza indykatorywną wartość kapitału własnego Jednostki R odejmując wartość godziwą zadłużenia (w tym przypadku zakładaną na poziomie 240 mln j.p.) od wartości przedsiębiorstwa w wysokości 1.121,8 mln j.p., jak przedstawiono w tabeli poniżej. Inwestor uznał, że nie ma istotnych pozycji nieoperacyjnych, które wymagałyby korekty FCFF Jednostki R.

Wartość przedsiębiorstwa Jednostki R została wyliczona poprzez zdyskontowanie FCFF (tzn. przepływów pieniężnych po opodatkowaniu, ale przed kosztem z tytułu odsetek i zadłużenia, przy zastosowaniu nielewarowanej stopy opodatkowania) założonym WACC w wysokości 8,9 proc. Wyliczenie WACC obejmowało następujące zmienne: koszt kapitału własnego w wysokości 10,9 proc., koszt kapitału obcego w wysokości 5,7 proc., efektywna stopa podatku dochodowego w wysokości 30 proc., wskaźnik długu do łącznego kapitału w wysokości 28,6 i wskaźnik kapitału własnego do łącznego kapitału w wysokości 71,4 proc.

| | Rok | | | | | |
|---|---|------------|------------|------------|----------|----------|
| j.p. (w mln) | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| FCFF ^(a) | | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| Wartość końcowa (zob. paragrafy 117–121) ^(b) | | | | | | 1.121,8 |
| Metoda DCF z zastosowaniem wartości przedsiębiorstwa (EV) pomniejszonej o wartość godziwą zadłużenia | | | | | | |
| Czynniki dyskonta ^(c) | 0,918 2 | 0,843 0 | 0,774 0 | 0,710 7 | | 0,6525 |
| Wartość bieżąca (PV) FCFF + PV wartości końcowej ^(d) | 91,8 | 84,3 | 77,4 | 71,1 | | 797,2 |
| EV = Σ PV FCFF + PV wartości końcowej | 1.121,8 (zob. paragrafy 122–124) | | | | | |
| Minus wartość godziwa zadłużenia | (240,0) | | | | | |

Przykład 22—metoda DCF z zastosowaniem wartości przedsiębiorstwa

**Indykacyjna wartość godziwa
kapitału własnego** **881,8**

W tym przykładzie założono, że wszystkie nienotowane instrumenty kapitałowe Jednostki R mają te same cechy i dają posiadaczom takie same prawa. Niemniej, inwestor uważa, że indykacyjna wartość godziwa kapitału własnego wyliczona powyżej (881,8 mln j.p.) wymaga dalszych korekt w celu uwzględnienia:

- dyskonta z tytułu braku kontroli, ponieważ udziały inwestora w Jednostce R to udziały niekontrolujące, a inwestor uznał, że z kontrolą wiążą się pewne dodatkowe korzyści. Dla celów tego przykładu, założono dyskonto z tytułu braku kontroli na poziomie 8,00 mln j.p.;^(e) oraz
- dyskonta z tytułu braku płynności, ponieważ udziały inwestora w Jednostce R nie są notowane na giełdzie. Dla potrzeb tego przykładu założono dyskonto z tytułu braku płynności na poziomie 4,09 mln j.p..^(e)

W wyniku tego, inwestor uznaje, że 32 mln j.p. to cena, która najlepiej odzwierciedla wartość godziwą posiadanych przez niego 5 proc. udziałów niekontrolujących w Jednostce R na dzień wyceny, jak przedstawiono poniżej:

| | j.p. (w mln) |
|---|-----------------|
| Indykacyjna wartość godziwa kapitału własnego x 5% (tzn. 881,8 j.p. x 5%) | 44,09 |
| Dyskonto z tytułu braku kontroli | (8,00) |
| Dyskonto z tytułu braku płynności | <u>(4,09)</u> |
| Wartość godziwa 5 proc. udziałów niekontrolujących | 32,00 |

(a) FCFF oznacza przepływy pieniężne przed wydatkami z tytułu odsetek i zadłużenia. Stopa opodatkowania została wyliczona przy założeniu braku odpisu z tytułu kosztu odsetek.

(b) Wartość końcowa została wyliczona przy założeniu, że roczne przepływy pieniężne na poziomie 100 mln j.p. będą rosły w nieskończoność według stopy równej zero (tzn. przy założeniu, że wpływ inflacji na przyszłe przepływy pieniężne będzie równoważony przez kurczenie się rynku).

(c) współczynniki dyskonta zostały wyliczone przy użyciu wzoru: $1/(1 + WACC)^{\text{rok}}$. Wzór ten implikuje jednak, że przepływy pieniężne oczekiwane są na koniec każdego okresu. Czasem bardziej odpowiednie może być założenie, że przepływy pieniężne będą otrzymywane bardziej równomiernie w ciągu całego roku (konwencja dyskonta śródkresowego). Przy zastosowaniu konwencji dyskonta śródkresowego, współczynnik dyskonta dla roku 'n' byłby wyliczany w następujący sposób: $1/(1 + WACC)^{(n - 0,5)}$.

(d) Kwoty wartości bieżącej zostały wyliczone poprzez przemnożenie FCFF i wartości końcowej przez odpowiednie współczynniki dyskonta.

(e) Proces przedstawiony powyżej nie jest jedyną metodą, jaką inwestor może zastosować w celu ustalenia wartości godziwej udziałów niekontrolujących. W związku z tym, korekty przedstawione powyżej nie powinny być uważane za wyczerpującą listę wszystkich możliwych korekt. Niezbędne korekty uzależnione są od konkretnych faktów i okoliczności. Ponadto, kwoty korekt przedstawione powyżej nie są oparte na szczegółowych wyliczeniach. Mają charakter jedynie poglądowy.

Zastosowanie metody DCF w sytuacji ograniczonej dostępności informacji finansowych

- 114 Przykłady 23 i 24 poniżej ilustrują zastosowanie metody DCF w sytuacji, w której mimo ograniczonej dostępności informacji finansowej, inwestor może ustalić wartość godziwą nienotowanego instrumentu kapitałowego przy zastosowaniu metody DCF. Przykłady mają charakter opisowy, nie ma w nich wielu wyliczeń. Zastosowanie metody DCF w sytuacjach opisanych w przykładach może nie być preferowaną techniką wyceny w obliczu istniejących faktów i okoliczności, ważne jest zatem, by inwestor dokonał osądu w celu ustalenia, która technika wyceny jest w danej sytuacji najbardziej odpowiednia.

Przykład 23—zastosowanie metody DCF przy ograniczonej dostępności informacji

Jednostka S to spółka prywatna. Fundusz posiada 10 proc. udział niekontrolujący w Jednostce S. Zarząd Jednostki S sporządził budżet na dwa lata. Jednak zarząd Jednostki S udostępnił menedżerowi Funduszu T materiały z dorocznego spotkania Rady Nadzorczej, podczas którego zarząd omówił założenia do planu rozwoju na najbliższych pięć lat.

Na podstawie informacji uzyskanych ze spotkania Rady Nadzorczej, Fundusz T dokonał ekstrapolacji dwuletniego budżetu poprzez odniesienie do podstawowych założeń wzrostu omawianych podczas spotkania Rady i na tej podstawie dokonał wyliczenia DCF.

Według szczegółowego dwuletniego budżetu Jednostki S, sporządzonego przez Zarząd, sprzedaż i EBIT mają osiągnąć w roku 20X3 odpowiednio wartość 200 j.p. i 50 j.p. Fundusz T rozumie, że Zarząd Jednostki S spodziewa się, że sprzedaż będzie nadal rosła w tempie 5 proc. rocznie aż do roku 20X8 przy tej samej marży EBIT (jako odsetek wartości sprzedaży) co w 20X3 r. W związku z tym, Fundusz T prognozuje EBIT Jednostki S jak następuje.^(a)

Długoterminowy biznes plan Jednostki S

| Rok | 20X2 | 20X3 | 20X4 | 20X5 | 20X6 | 20X7 | 20X8 |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Sprzedaż | 150 | 200 | 210 | 221 | 232 | 243 | 255 |
| Marża EBIT | 23% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% |
| EBIT | 35 | 50 | 53 | 55 | 58 | 61 | 64 |

Fundusz T wie również, że Zarząd Jednostki S spodziewa się, że jednostka osiągnie etap stabilnego wzrostu do roku 20X8. W celu wyliczenia wartości końcowej, przy zastosowaniu modelu stałego wzrostu (zob. paragrafy 117–121), Fundusz T zakłada długoterminową końcową stopę wzrostu na poziomie 2 proc., opierając się na prognozach długoterminowych dla Jednostki S, jej branży i gospodarki kraju, w którym działa Jednostka S. Gdyby Jednostka S nie osiągnęła etapu stabilnego wzrostu przed końcem okresu prognozowania, Fundusz T musiałby wydłużyć okres prognozowania do momentu osiągnięcia przez jednostkę etapu stabilnego wzrostu i dopiero wtedy wyliczyć wartość końcową.^(b)

Wreszcie, Fundusz T weryfikuje swoją wycenę porównując implikowane mnożniki Jednostki S z mnożnikami spółek porównywalnych.^(c)

(a) Aby uzyskać FCF Jednostki S dla potrzeb zastosowania w metodzie DCF, Fundusz T posłużył się dwuletnim budżetem Jednostki S i swoim rozumieniem struktury aktywów i zobowiązań jednostki, jej potrzeb w zakresie reinwestycji oraz kapitału obrotowego.

(b) Ten przykład ilustruje model dwuetapowy, w którym pierwszy etap jest określony przez skończoną liczbę okresów (20X2–20X8) a po zakończeniu pierwszego etapu zakładany jest okres stałego wzrostu, dla którego Fundusz T wylicza wartość końcową Jednostki S. W innych przypadkach, inwestor może dojść do wniosku, że bardziej odpowiedni od dwuetapowego byłby model wieloetapowy. Model wieloetapowy zazwyczaj po zakończeniu dyskrejonálního okresu prognozowania przewiduje etap, w którym przez kilka lat tempo wzrostu stopniowo maleje, aż do momentu osiągnięcia etapu stałego wzrostu, dla którego możliwe jest oszacowanie wartości końcowej.

(c) W niniejszym przykładzie założono, że wnioski w kwestii wartości godziwej uwzględniają wszelkie niezbędne korekty (np. dyskonto z tytułu braku kontroli, dyskonto z tytułu braku płynności, etc.), które zostałyby zastosowane przez uczestników rynku przy wycenie instrumentów kapitałowych na dany dzień.

Przykład 24—zastosowanie metody DCF przy ograniczonej dostępności informacji

Inwestor posiada 1 proc. udział niekontrolujący w Jednostce U, spółce prywatnej. Inwestor nie jest w stanie uzyskać informacji o budżecie, pozycji podatkowej, czy biznes planach Jednostki U, ponieważ akcje dają akcjonariuszom tylko ograniczone prawa. Jedyne informacje na temat Jednostki U, jakimi dysponuje inwestor, to najnowsze sprawozdania roczne jednostki, które Jednostka U udostępniła wszystkim akcjonariuszom.

Przykład 24—zastosowanie metody DCF przy ograniczonej dostępności informacji

Inwestor szacuje przepływy pieniężne pro-forma Jednostki U na podstawie prognoz zawartych w raportach analityków dla porównywalnych spółek notowanych na giełdzie. W szczególności, inwestor analizował prognozy w zakresie tempa wzrostu przychodów porównywalnych spółek, marż EBIT, tempa wzrostu marż EBIT i wszelkich innych miar efektywności działalności gospodarczej istotnych dla grupy spółek porównywalnych, notowanych na giełdzie. W oparciu o takie informacje, inwestor dokonał wyliczenia zdyskontowanych przepływów pieniężnych.

Wreszcie, Fundusz T weryfikuje swoją wycenę porównując implikowane mnożniki Jednostki S z mnożnikami spółek porównywalnych.^(a)

(a) W niniejszym przykładzie założono, że wnioski w kwestii wartości godziwej uwzględniają wszelkie niezbędne korekty (np. dyskonto z tytułu braku kontroli, dyskonto z tytułu braku płynności, etc.), które zostałyby zastosowane przez uczestników rynku przy wycenie instrumentów kapitałowych na dany dzień.

Inne metody w ramach podejścia dochodowego*Model zdyskontowanych dywidend (Dividend Discount Model, DDM)*

- 115 Model DDM zakłada, że cena instrumentu kapitałowego jednostki równa jest wartości bieżącej wszystkich dywidend oczekiwanych w nieskończonej przyszłości. Innymi słowy, cena instrumentu kapitałowego jednostki w ostatecznym rozrachunku determinowana jest przez kumulujące się przepływy pieniężne na rzecz udziałowców w formie dywidendy. Wzór opisujący dywidendy w nieskończonej przyszłości wygląda następująco:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k_e)} + \frac{D_2}{(1+k_e)^2} + \frac{D_3}{(1+k_e)^3} + \dots +$$

gdzie P_0 to cena instrumentu kapitałowego w momencie zero, D_n to dywidenda, która zostanie otrzymana na koniec okresu n , a k_e to koszt kapitału własnego.

- 116 Metoda DDM jest często stosowana do pomiaru wartości godziwej instrumentów kapitałowych, które charakteryzują się konsekwentnie wypłacaną dywidendą. Gdyby inwestorzy nie oczekiwali, że dywidenda zostanie kiedykolwiek wypłacona, model sugeruje, że instrumenty kapitałowe nie miałyby żadnej wartości. Aby uzgodnić metodę DDM z faktem, że instrumenty kapitałowe nie dające dywidendy mają wartość rynkową, należy założyć, że inwestorzy spodziewają się, iż jednostka, w której dokonano inwestycji, ostatecznie wypłaci jakąś gotówkę, nawet jeśli będzie to tylko dywidenda likwidacyjna.

Model stałego wzrostu DDM (model Gordona)

- 117 Model stałego wzrostu DDM wylicza wartość godziwą instrumentu kapitałowego jednostki na podstawie prognozowanego strumienia dywidend. W wyniku tego, inwestorzy muszą prognozować dywidendy dla każdego okresu w nieskończoną przyszłość. Dla uproszczenia, można przyjąć założenie, że dywidendy będą rosły według stałej stopy wzrostu, g . Jeśli D_0 to najnowsza wypłacona dywidenda, spodziewane przyszłe dywidendy kształtują się następująco:

$$D_1 = D_0 (1+g)$$

$$D_2 = D_0 (1+g)^2$$

- 118 Przy zastosowaniu tak prognozowanych dywidend, cena instrumentów kapitałowych w momencie zero, P_0 , kształtuje się następująco:²⁶

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{(1+k_e)} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k_e)^2} + \frac{D_0(1+g)^3}{(1+k_e)^3} + \dots$$

co można uproszczyć do postaci:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{(k_e-g)} = \frac{D_1}{(k_e-g)} \dots$$

²⁶

Stopa dyskonta zastosowana w tym wzorze musi być zgodna z miarą zastosowaną w liczniku. Ponieważ dywidendy to przepływy pieniężne dostępne wyłącznie dostawcy kapitału własnego, stopa dyskonta, jaką należy rozważyć, to koszt kapitału własnego k_e . Gdyby w liczniku użyto przepływów pieniężnych dostępnych dla wszystkich dostawcy kapitału, stopa dyskonta musiałaby reprezentować koszt łącznego kapitału (tzn. i kapitał własny i obcy).

- 119 Metodę tę można również zastosować do wyliczenia wartości końcowej jednostki, w której dokonano inwestycji, dla potrzeb metody DCF. W tym celu trzeba w powyższych wzorach zastąpić dywidendy przepływami pieniężnymi jednostki, w której dokonano inwestycji, w odniesieniu do których oczekuje się określonej stopy wzrostu (zob. Przykłady 22 i 23).
- 120 Jak przedstawiają to wzory powyżej, model ten jest niezwykle wrażliwy na założenia dotyczące stopy wzrostu. Pierwszym ograniczeniem jest to, że model stałego wzrostu DDM działa tylko wtedy, kiedy g jest mniejsze od k_e . Jeśli oczkuje się, że dywidendy będą rosły w nieskończoną przyszłość według stopy wyższej od k_e , wartość udziałów byłaby nieskończona. Drugie ograniczenie to konieczność przyznania, że wzrost nie bierze się sam z siebie, i że konieczne jest reinwestowanie środków. Co za tym idzie, jeśli zwiększa się tempo wzrostu, wskaźnik wypłaty dywidend musi maleć.
- 121 Model stałego wzrostu DDM najlepiej nadaje się dla jednostek rosnących w tempie równym lub niższym od nominalnego wzrostu w gospodarce, z ustabilizowaną polityką wypłaty dywidend, którą jednostka ma zamiar kontynuować w przyszłości. Metoda może także być odpowiednia w sytuacji, w której inwestor dysponuje ograniczonym zakresem informacji finansowych o jednostce, w której dokonano inwestycji, oraz kiedy g jest stosunkowo stabilne.

Model kapitalizacji

- 122 Kapitalizacja to proces stosowany wobec kwot stanowiących określony dochód ekonomiczny w celu konwersji tej kwoty dochodu ekonomicznego na szacunkową wartość bieżącą (PV). Wzór na kapitalizację miary dochodu ekonomicznego takiej, jak FCFE wygląda następująco:

$$PV = \frac{FCFE}{c}$$

W powyższym wyrażeniu, c oznacza stopę kapitalizacji.

- 123 Stopę kapitalizacji można opisać następującym wyrażeniem: $c = k - g$, gdzie k oznacza stopę dyskonta, a g to składany w ujęciu rocznym procent wzrostu lub spadku w nieskończonej przyszłości. Dla inwestycji o nieskończonym cyklu życia, różnica pomiędzy stopą dyskonta k a stopą kapitalizacji jest g , dążące do nieskończoności, jako charakterystyka zmiennego zysku ekonomicznego podlegającego dyskontu lub kapitalizacji.
- 124 Ważnym założeniem leżącym u podstaw tej metody jest założenie, że podlegający kapitalizacji roczny strumień dochodów będzie stały w nieskończoność lub że będzie rósł (albo malał) według stałej rocznej stopy. W świecie rzeczywistym raczej tak nie bywa, ale omawiana technika może być w niektórych przypadkach przydatna do weryfikacji. Na przykład inwestor taki, jak w Przykładzie 22, posiadający udziały w Jednostce R, mógł uzyskać wartość przedsiębiorstwa Jednostki R po prostu stosując wyżej przedstawiony wzór, gdzie:

$$PV = \frac{FCFE}{c} = \frac{FCFE}{k-g} = \frac{100}{8,9\%-0\%} = 1.121,8 \text{ mln j.p.}$$

W tym przykładzie, stopa dyskonta k to stopa dyskonta stosująca się do wszystkich dostarczycieli kapitału, w Przykładzie 22 reprezentowana przez WACC.²⁷ Przykład ten jest również ilustracją tego, że jeśli spodziewany dochód ekonomiczny to stała kwota powtarzana w nieskończoność, z g równym zeru, stopa dyskonta równa jest c .

Metoda skorygowanych aktywów netto

- 125 Metoda skorygowanych aktywów netto polega na ustaleniu wartości godziwej instrumentów kapitałowych jednostki, w której dokonano inwestycji poprzez odniesienie do wartości godziwej jej aktywów i zobowiązań (ujemnych i nieujemnych). Metoda ta może być odpowiednia dla jednostki, której wartość opiera się głównie na przetrzymywaniu aktywów raczej niż wykorzystywaniu ich w ramach szerszego zakresu działalności gospodarczej. Przykładami takich jednostek mogą być holdingi nieruchomości i jednostki inwestycyjne.
- 126 Metoda ta może być również odpowiednia dla jednostki, w której dokonano inwestycji, która nie osiąga odpowiedniej stopy rentowności aktywów, bądź też, która osiąga tylko marginalne zyski, ponieważ jest na bardzo wczesnym etapie rozwoju (np. jednostka, w której dokonano inwestycji, która nie ma w zasadzie żadnej historii finansowej, żadnych produktów albo bardzo małą ilość zainwestowanych środków).

²⁷ Stopa dyskonta uwzględniona w tym wzorze została zaprezentowana tylko z jednym miejscem po przecinku. Wartość przedsiębiorstwa była wyliczana w oparciu o stopę dyskonta w wysokości 8,9142%.

- 127 Metoda skorygowanych aktywów netto polega na ustaleniu wartości godziwej wszystkich poszczególnych aktywów i zobowiązań, ujmowanych w sprawozdaniu z sytuacji finansowej jednostki, a także wartości godziwej wszelkich aktywów i zobowiązań nieujmowanych na dzień wyceny. W ten sposób wyliczona wartość godziwa ujmowanych i nieujmowanych aktywów i zobowiązań powinna zatem reprezentować wartość godziwą kapitału własnego jednostki, w której dokonano inwestycji. W zależności od metody wyceny, zastosowanej przez jednostkę do jej aktywów i zobowiązań, a także zależnie od tego, czy są one ujmowane w sprawozdaniu z sytuacji finansowej, aktywa i zobowiązania najczęściej podlegające korektom to (między innymi; lista nie jest wyczerpująca):
- aktywa niematerialne (ujmowane i nieujmowane);²⁸
 - rzeczowe aktywa trwałe (np. grunty i budynki);
 - należności, salda wzajemne;
 - aktywa finansowe nie wyceniane w wartości godziwej; oraz
 - nieujmowane zobowiązania warunkowe.
- 128 Ponieważ metoda skorygowanych aktywów netto daje w wyniku wycenę udziałów dających kontrolę, inwestor musi przy wycenie udziałów niekontrolujących uwzględnić potrzebę zastosowania dyskonta z tytułu braku kontroli, jeśli uznał, że z kontrolą wiążą się dodatkowe korzyści. Inwestor musi ponadto rozważyć istnienie również innych czynników, które mogą skutkować koniecznością wprowadzenia korekt, jak np.:
- brak płynności (zob. paragrafy 64–67);
 - znaczący wpływ czasu pomiędzy datą sprawozdania finansowego a datą wyceny. Korekty dotyczyłyby wpływu dodatkowych inwestycji w aktywa, zmian wartości godziwej aktywów jednostki, zaciągnięcia nowych zobowiązań, zmian rynku bądź też innych zmian sytuacji ekonomicznej; oraz
 - wszelkie inne fakty i okoliczności. Na przykład, inwestor, który wycenia wartość godziwą nienotowanego instrumentu kapitałowego w funduszu musi rozważyć czy, na przykład, potencjalne opłaty za osiągnięte wyniki zostały należycie odzwierciedlone w wartości aktywów netto funduszu. Inwestor musi także wziąć pod uwagę ewentualne cechy umowy funduszu, które mogłyby wpłynąć na dystrybucję, ale nie zostały uwzględnione w wartości aktywów netto.
- 129 Przykład 25 ilustruje zastosowanie metody skorygowanych aktywów netto.

Przykład 25—Metoda skorygowanych aktywów netto

Inwestor posiada 10 proc. udział niekontrolujący w Jednostce V, spółce prywatnej. Jednostka V nie ma akcjonariusza kontrolującego. Jej działalność polega na zapewnianiu akcjonariuszom, w tym inwestorowi, usług outsourcingowych. Sprzedaż Jednostki V zależy od działań jej akcjonariuszy, a co za tym idzie, Jednostka V nie ma własnej strategii rozwoju. Ponadto, Jednostka V ma bardzo małą marżę zysku i nie ma spółek porównywalnych notowanych na giełdzie.

Inwestor musi wycenić wartość godziwą posiadanego udziału niekontrolującego w Jednostce V na dzień 31 grudnia 20X1 r. (data wyceny). Inwestor dysponuje najnowszym sprawozdaniem z sytuacji finansowej Jednostki V, datowanym na 30 września 20X1 r. Inwestor wprowadził następujące korekty do najnowszego sprawozdania z sytuacji finansowej Jednostki V:

- Największym składnikiem aktywów Jednostki V jest budynek biurowy zakupiony, kiedy jednostka została utworzona 25 lat temu. Wartość godziwa budynku na dzień wyceny została określona przez rzeczoznawcę jako 2.500 j.p.. Jego wartość księgową wynosi 1.000 j.p..
- W trzymiesięcznym okresie pomiędzy 30 września 20X1 r. a datą wyceny, wartość godziwa inwestycji Jednostki V w spółki notowane na giełdzie wzrosła z 500 j.p. do 600 j.p..

²⁸ Jeśli jednostka, w której dokonano inwestycji, posiada znaczne aktywa niematerialne, metoda skorygowanych aktywów netto raczej nie będzie odpowiednią techniką wyceny, głównie dlatego, że jeśli inwestor dysponuje wystarczającą ilością danych by wycenić wartość godziwą aktywów niematerialnych istotnych dla jednostki, w której dokonano inwestycji, to ma prawdopodobnie wystarczającą ilość danych do tego, by wycenić wartość godziwą instrumentów kapitałowych jednostki przy zastosowaniu podejścia dochodowego. Ponadto, jeśli jednostka, w której dokonano inwestycji wykazuje znaczną kwotę wartości firmy (goodwill), inwestor musiałby mierzyć tę wartość przez porównanie z wartością godziwą kapitału własnego jednostki, w której dokonano inwestycji, a ta właśnie wartość podlega przecięż wycenie.

Przykład 25—Metoda skorygowanych aktywów netto

- Inwestor zauważył, że Jednostka V wycenia bieżące aktywa i zobowiązania w wartości godziwej. Wolumen operacji Jednostki V jest tak niezmienny, że inwestor szacuje, iż kwoty bieżących aktywów i bieżących zobowiązań wykazane w sprawozdaniu z sytuacji finansowej z 30 września 20X1 r. są najbardziej reprezentatywne dla ich wartości godziwej, za wyjątkiem kwoty 50 j.p. w ramach należności handlowych Jednostki V, która to kwota okazała się niemożliwa do odzyskania po 30 września 20X1 r.
- Na podstawie modelu biznesowego i rentowności Jednostki V, inwestor szacuje, że nieuwjmowane aktywa niematerialne nie byłyby wielkością istotną.
- Inwestor nie oczekuje, by przepływy pieniężne Jednostki V za kwartał zakończony 31 grudnia 20X1 r. miały być istotne.
- Inwestor nie spodziewa się sprzedaży żadnych znaczących aktywów przez Jednostkę V. W związku z tym, dochodzi do wniosku, że nie ma potrzeby wprowadzania znaczących korekt podatkowych przy wycenie Jednostki V.

Korekty omówione powyżej odzwierciedlone są w skorygowanym sprawozdaniu z sytuacji finansowej, przedstawionym poniżej.

Jednostka V — Sprawozdanie z sytuacji finansowej (w j.p.)

| AKTYWA | 30 wrze 20X1 | Korekty | Szacowane na 31 gru 20X1 |
|--|---------------------|---------------------|-------------------------------------|
| Aktywa trwałe | | | |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 2.000 | 1.500 | 3.500 |
| Inwestycje w instrumenty kapitałowe | 500 | 100 | 600 |
| | <u>2.500</u> | <u>1.600</u> | <u>4.100</u> |
| Aktywa bieżące | | | |
| Należności handlowe | 500 | (50) | 450 |
| Środki pieniężne i zrównane z nimi | 500 | — | 500 |
| | <u>1.000</u> | <u>(50)</u> | <u>950</u> |
| Aktywa razem | <u>3.500</u> | <u>1.550</u> | <u>5.050</u> |
| KAPITAŁ WŁASNY I ZOBOWIĄZANIA | | | |
| Łączny kapitał własny | <u>2.500</u> | <u>1.550</u> | <u>4.050</u> |
| Zobowiązania bieżące | <u>1.000</u> | <u>0</u> | <u>1.000</u> |
| Kapitał i zobowiązania razem | <u>3.500</u> | <u>1.550</u> | <u>5.050</u> |

Przed rozważeniem potrzeby wprowadzenia jakichkolwiek korekt (np. dyskonto z tytułu braku płynności, dyskonto z tytułu braku kontroli), indykatoryna wartość godziwa posiadanych przez inwestora 10 proc. udziału niekontrolującego w Jednostce V wynosi 405 j.p. ($10\% \times 4.050 \text{ j.p.} = 405 \text{ j.p.}$). Dla potrzeb niniejszego przykładu założono, że dyskonto z tytułu braku płynności wynosi 40 j.p. a dyskonto z tytułu braku kontroli wynosi 80 j.p..

Na podstawie wyżej opisanych faktów i okoliczności, inwestor dochodzi do wniosku, że cena najbardziej reprezentatywna dla wartości godziwej posiadanych przez niego 10 proc. udziału niekontrolującego w Jednostce V na dzień wyceny to 285 j.p. ($405 \text{ j.p.} - 40 \text{ j.p.} - 80 \text{ j.p.} = 285 \text{ j.p.}$).^(a)

(a) Proces przedstawiony powyżej nie jest jedyną metodą, jaką inwestor może zastosować w celu ustalenia wartości godziwej udziałów niekontrolujących. W związku z tym, korekty przedstawione powyżej nie powinny być uważane za wyczerpującą listę wszystkich możliwych korekt. Niezbędne korekty uzależnione są od konkretnych faktów i okoliczności. Ponadto, kwoty korekt przedstawione powyżej nie są oparte na szczegółowych wyliczeniach. Mają charakter jedynie poglądowy.

Najczęstsze błędy

130 W tej części przedstawiono błędy najczęściej popełniane przy stosowaniu technik wyceny opisanych w niniejszym rozdziale. Lista nie jest wyczerpująca.

Podejście rynkowe (mnożniki wyceny na bazie spółek porównywalnych)

- Nieodpowiedni wybór spółek porównywalnych.
- Stosowanie mnożników wyliczonych na podstawie transakcji zawartych dawno temu, od czasu których warunki rynkowe uległy znacznej zmianie.
- Stosowanie średniej mnożników transakcyjnych o znacznym rozrzucie bez potwierdzenia racjonalności takiego podejścia w odniesieniu do jednostki, w której dokonano inwestycji.
- Wyliczanie mnożnika wartości kapitału własnego przy zastosowaniu podstawy wyceny opartej na wartości przedsiębiorstwa (np. P/EBITDA).
- Zastosowane miary efektywności działalności gospodarczej (zarówno spółek porównywalnych jak i wycenianej jednostki) nie zostały odpowiednio znormalizowane.
- Nieodpasowanie pomiędzy mnożnikiem a miarą efektywności działalności gospodarczej jednostki wycenianej (np. zastosowanie mnożników opartych na zyskach historycznych do zysków przyszłych okresów).
- Zastosowanie mnożników po opodatkowaniu do miar efektywności działalności gospodarczej przed opodatkowaniem.
- Pominięcie korekt wpływających na mnożniki wyceny oparte na różnicach pomiędzy jednostką, w której dokonano inwestycji a spółkami porównywalnymi (np. niewystarczająca uwaga poświęcona różnicom w polityce rachunkowości).
- Pominięcie innych korekt (np. niewystarczająca uwaga poświęcona aktywom nieoperacyjnym spółki, w której dokonano inwestycji, bądź też spółek porównywalnych, dyskonto etc.).

Podejście dochodowe (metoda DCF)

- Podwójne zaliczenie lub pominięcie przepływów pieniężnych (np. niewłączenie wymogów w zakresie kapitału obrotowego do wyliczania przepływów pieniężnych bądź też zakładanie znacznego wzrostu przychodów przez dłuższy czas przy stosunkowo małych zmianach w wymaganych wydatkach inwestycyjnych).
- Błędne lub niewystarczające uwzględnienie niepewności przy prognozowaniu przepływów pieniężnych.
- Niedopasowanie przepływów pieniężnych i stóp dyskonta (tzn. dyskontowanie FCFE wg WACC albo FCFF według kosztu kapitału własnego).
- Brak spójności pomiędzy ryzykami związanymi z przepływami pieniężnymi a ryzykami odzwierciedlonymi w stopie dyskonta.
- Nieodpowiednio wysokie stopy wzrostu przy wyliczaniu wartości końcowej.
- Zastosowanie podejścia zakładającego nieskończony cykl życia w sytuacji, w której przedsięwzięcia mają zakontraktowane przychody na ograniczony okres, skoncentrowaną bazę klientów i odnawialne ryzyko.
- Nieodpowiednie stopy wolne od ryzyka zastosowane do wyliczenia stopy dyskonta (np. zastosowanie stopy walorów rządowych o okresie odmiennym od przepływów pieniężnych z tytułu inwestycji).
- Zastosowanie parametrów zaczerpniętych z innego kraju do wyceny jednostki, w której dokonano inwestycji bez niezbędnych korekt.
- Niedopasowanie walutowe pomiędzy walutą zastosowaną do oszacowania prognozowanych przepływów pieniężnych a walutą danych wejściowych, na podstawie których wyliczana jest

stopa dyskonta (np. przepływy pieniężne denominowane w brazylijskich realach dyskontowane dolarowym WACC).

- Nieodpowiednia β_s zastosowana do wyliczenia stopy dyskonta (np. zastosowanie szacowanej β inwestora zamiast szacowanej β jednostki, w której dokonano inwestycji).
- Nieodpowiednie wyliczenie WACC (np. wyliczanie WACC przy użyciu wartości księgowych długu i kapitału własnego, użycie kosztu zadłużenia niezgodnego ze strukturą kapitałową założoną w WACC etc.).
- Nieodpowiednie traktowanie ryzyka kraju (np. nieuwzględnienie ryzyka kraju, twierdzenie, że jest ono dywersyfikowalne).
- Pominięcie innych korekt (np. dyskonta z tytułu braku płynności).

Metoda skorygowanych aktywów netto

- Zaniechanie wyceny w wartości godziwej aktywów i zobowiązań jednostki, w której dokonano inwestycji, oraz, na przykład, wycena aktywów według wartości księgowej, od której wartość godziwa może być znacząco wyższa lub niższa (np. pominięcie utraty przydatności ekonomicznej przy wycenie aktywów trwałych etc.).
- Pominięcie nieujmowanych aktywów niematerialnych.
- Pominięcie oceny ściągальności należności handlowych.
- Pominięcie zobowiązań warunkowych i innych nieujmowanych zobowiązań (np. nieujęte zaangażowanie).
- Pominięcie korekt pod kątem podatku odroczonego wynikającego z korekty wartości bilansowej aktywów do wartości godziwej w sytuacjach, w których jest to istotne ekonomicznie.

Glosariusz

- 131 W MSSF 13 zdefiniowano następujące terminy i są one użyte w tym rozdziale w znaczeniu, jakie nadaje im Standard:
- aktywny rynek
 - podejście kosztowe
 - cena wejścia
 - cena wyjścia
 - oczekiwane przepływy pieniężne
 - wartość godziwa
 - podejście dochodowe
 - dane wejściowe
 - dane wejściowe poziomu 3
 - podejście rynkowe
 - uczestnicy rynku
 - obserwowalne dane wejściowe
 - przeprowadzonej na zwykłych warunkach transakcja
 - premia za ryzyko
 - nieobserwowalne dane wejściowe
- 132 Poniższe terminy są zdefiniowane w Glosariuszu Terminów MSSF:
- kontrola nad jednostką, w której dokonano inwestycji
 - Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej (MSSF)
 - wspólna kontrola
 - udziały niekontrolujące
 - akcja zwykła
 - wartość bieżąca
 - znaczący wpływ

Zamierzone znaczenie następujących terminów użytych w niniejszym rozdziale opisane jest poniżej.

| Termin | Znaczenie na potrzeby niniejszego rozdziału |
|--|---|
| metoda skorygowanych aktywów netto | Technika wyceny, w ramach której wszystkie aktywa i zobowiązania (ujmowane i nieujmowane) jednostki, w której dokonano inwestycji, wyceniane są w wartości godziwej w celu ustalenia wartości godziwej instrumentów kapitałowych jednostki, w której dokonano inwestycji, na dzień wyceny. |
| metoda wyceny aktywów kapitałowych (CAPM) | Model, w ramach którego koszt kapitału dla dowolnej akcji lub portfela akcji równy jest stopie wolnej od ryzyka powiększonej o premię za ryzyko, proporcjonalną do ryzyka systematycznego β (beta) danej akcji lub portfela akcji. |
| stopa kapitalizacji | Współczynnik stosowany dla potrzeb przekształcenia miary dochodu ekonomicznego jednego okresu w szacunkową wartość bieżącą. |
| spółka porównywalna | Jednostka porównywalna do jednostki, w której dokonano inwestycji w zakresie zdolności do generowania przepływów pieniężnych, oczekiwanego wzrostu tych przepływów pieniężnych, oraz niepewności związanej z przepływami pieniężnymi. |
| technika wyceny metodą mnożników na bazie spółek porównywalnych | Technika wyceny, wykorzystująca informacje o cenach i inne istotne informacje wygenerowane w związku z transakcjami rynkowymi dotyczącymi spółek porównywalnych z jednostką, w której dokonano inwestycji, do wyliczenia mnożnika, na podstawie którego można obliczyć indykatywną wartość godziwą kapitału własnego jednostki, w której dokonano inwestycji lub jej wartość przedsiębiorstwa. |
| premia za kontrolę | Kwota częściowa, którą inwestor skłonny jest zapłacić za uzyskanie kontroli nad jednostką, w której dokonano inwestycji. |
| koszt kapitału obcego | Stopa zwrotu wymagana przez dostawców kapitału obcego (tzn. koszt finansowania jednostki długiem). |
| koszt kapitału własnego | Oczekiwana stopa zwrotu wymagana przez dostawców kapitału własnego jednostki (tzn. koszt finansowania jednostki kapitałem). |
| Model scoringu kredytowego | Model empiryczny, identyfikujący prawdopodobieństwo niewywiązania się przez jednostkę z zobowiązań w formie skwantyfikowanej (scoring kredytowy) poprzez porównanie jednostek, które w przeszłości nie wywiązały się ze swoich zobowiązań, z tymi, które nie miały takiego problemu. Porównanie oparte jest na danych finansowych i wskaźnikach finansowych. Scoring kredytowy to statystycznie wyliczona miara zdolności kredytowej jednostki, uzyskana na podstawie modelu. |
| metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) | Technika wyceny stosowana w ramach podejścia dochodowego, polegająca na dyskontowaniu oczekiwanych przepływów pieniężnych do ich wartości bieżącej. |
| dyskonto z tytułu braku płynności | Korekta indykatywnej wartości godziwej kapitału własnego jednostki, w której dokonano inwestycji, mająca na celu odzwierciedlenie relatywnej niezdolności inwestora do przekształcenia posiadanych udziałów w jednostce, w której dokonano inwestycji, w przewidywalną kwotę gotówki szybko i po racjonalnie niskich kosztach. |
| stopa dyskonta | Stopa zwrotu zastosowana do przeliczenia spodziewanych przepływów pieniężnych na ich wartość bieżącą. |
| model zdyskontowanych dywidend (DDM) | Technika wyceny wartości godziwej instrumentu kapitałowego jednostki w oparciu o wartość bieżącą wszystkich jej oczekiwanych dywidend do nieskończoności. |

| Termin | Znaczenie na potrzeby niniejszego rozdziału |
|--|--|
| wartość przedsiębiorstwa (EV) | Wartość godziwa wszystkich roszczeń finansowych, z tytułu kapitału własnego lub innych, należnych wszystkim dostawczycielom kapitału (tzn. udziałowcom i wierzycielom). |
| wartość kapitału własnego | Wartość godziwa wszystkich roszczeń z tytułu kapitału własnego, należnych dostawczycielom kapitału własnego (udziałowcom). |
| mnożnik wyjścia | Mnożnik stosowany do ustalenia wartości końcowej jednostki, w której dokonano inwestycji. |
| wolne przepływy pieniężne do kapitału własnego (FCFE) | Przepływy pieniężne generowane przez jednostkę, w której dokonano inwestycji, dostępne dla wszystkich dostawczycieli kapitału własnego (tzn. przepływy pieniężne z aktywów, po dokonaniu płatności z tytułu zadłużenia i reinwestycjach niezbędnych dla przyszłego wzrostu). |
| Wolne przepływy pieniężne do firmy (FCFF) | Przepływy pieniężne generowane przez jednostkę, w której dokonano inwestycji, dostępne dla wszystkich dostawczycieli kapitału (tzn. przepływy pieniężne z aktywów, przed dokonaniem płatności z tytułu zadłużenia, ale po reinwestycjach niezbędnych dla przyszłego wzrostu). |
| indykatoryjna wartość godziwa | Początkowy szacunek wartości godziwej kapitału własnego lub wartości godziwej przedsiębiorstwa jednostki, w której dokonano inwestycji, przed dokonaniem odpowiednich korekt w celu odzwierciedlenia charakterystyki posiadanych przez inwestora instrumentów finansowych (np. dyskonto z tytułu braku kontroli, dyskonto z tytułu braku płynności). |
| dyskonto z tytułu braku kontroli | Dyskonto za brak kontroli, stosowane do indykatoryjnej wartości godziwej kapitału własnego jednostki, w której dokonano inwestycji, podczas pomiaru wartości godziwej udziałów niekontrolujących jednostki, w której dokonano inwestycji. |
| normalizacja | Proces polegający na korekcie miar efektywności działalności gospodarczej, tak, by odzwierciedlić niezmienną zdolność jednostki do generowania korzyści ekonomicznych. |
| model wyceny opcji | Model stosowany przy wycenie umów opcji. |
| badania nad akcjami o ograniczonej zbywalności | Badania, których celem jest wyliczenie różnicy w cenie, jaką inwestorzy są skłonni zapłacić za dwa walory, z których jeden jest w pełni płynny, a drugi nie. Celem badań jest pomiar spadku wartości związany z brakiem gotowego rynku dla danej inwestycji. |
| ryzyko systematyczne | Ryzyko wspólne dla wszystkich papierów wartościowych obarczonych ryzykiem, które nie może być wyeliminowane poprzez dywersyfikację (tzn. wspólne ryzyko składnika aktywów lub zobowiązania, dzielone z innymi pozycjami w portfelu zdywersyfikowanym). Miarą ryzyka systematycznego akcji jest współczynnik β . |
| wartość księgowa rzeczowych aktywów trwałych | Wartość księgowa kapitału własnego jednostki, pomniejszona o nabyte lub opracowane wewnętrznie aktywa niematerialne i wartość firmy. |
| wartość końcowa | Wartość związana z przetrzymywaniem instrumentu w nieskończoność, po zakończeniu dyskrecyjnego okresu prognozowania. |
| mnożniki rynkowe | Mnożniki wyliczone na podstawie cen uzyskiwanych przez spółki porównywane z jednostką, w której dokonano inwestycji, notowane na giełdzie. |
| mnożniki transakcyjne | Mnożniki wyliczone na podstawie cen zapłaconych w transakcjach takich, jak fuzje i przejęcia, z udziałem spółek porównywalnych z jednostką, w której dokonano inwestycji. |

| Termin | Znaczenie na potrzeby niniejszego rozdziału |
|--|--|
| nienotowany instrument kapitałowy | Instrumenty kapitałowe jednostki, w której dokonano inwestycji, nienotowane na aktywnym rynku, co sprawia, że ich ceny są nieobserwowalne. |
| ważony średni koszt kapitału (WACC) | Koszt pozyskania przez jednostkę finansowania, zarówno długiem jak i kapitałem, proporcjonalnie do ich wykorzystania. |
| dochodowość w okresie do wykupu (YTM) | Wewnętrzna stopa zwrotu z obligacji, przy założeniu, że obligacja zostanie przetrzymana do wykupu i że wszystkie płatności z tytułu kuponów i kapitału będą realizowane na czas. |

Dodatkowe źródła informacji

- 134 Niniejszy rozdział został opracowany na podstawie niżej wskazanej literatury. Korzystając z nich, czytelnik musi mieć świadomość, że nie wszystkie koncepcje i metodologie w nich zawarte są zgodne z zasadami MSSF 13.
- AICPA, *Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation*, 2004
 - AICPA, Working Draft of AICPA Accounting and Valuation Guide, *Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation*, August 2012
 - Allen Franklin, Myers Stewart C., Brealey Richard A., *Principles of Corporate Finance*, Ninth Edition, McGraw–Hill International Edition
 - Bingham Dennis, Conrad KC, *An Analysis of Discount For Lack of Marketability Models and Studies*, Business Appraisal Practice
 - Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan J., *Investments*, Eighth Edition, McGraw–Hill International Edition
 - Business Valuation Resources, *International Glossary of Business Valuation Terms* (2001)
 - Citigroup Global Markets Inc, *The Fundamentals: Equity Valuation*, 17 March 2011
 - Damodaran Aswath, *Investment Valuation*, Third Edition, Wiley Finance
 - Damodaran Aswath, *The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses*, Second Edition, Pearson Education, Inc.
 - Damodaran Aswath, *Volatility Rules: Valuing Emerging Market Companies*, September 2009, Stern School of Business
 - Fernández Pablo, *Company valuation methods. The most common errors in valuations*, IESE Working Paper No 449, February 28, 2007
 - Fernández Pablo, *The Equity Premium in 150 Textbooks*, IESE Business School, November 16, 2010
 - Fernández Pablo, *WACC: definition, misconceptions and errors*, IESE Business School, September 22, 2011
 - Halsey Robert F., *Using the Residual-Income Stock Price Valuation Model to Teach and Learn Ratio Analysis*, Issues in Accounting Education, Vol. 16, No. 2, May 2001
 - Harvey Campbell R., *12 Ways to Calculate the International Cost of Capital*, Revised October 14, 2005, Duke University
 - International Valuation Standards Council, *Discounted Cash Flow*, Technical Information Paper 1
 - Koller Tim, Goedhart Marc, Wessels David, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Fourth Edition
 - KPMG Insights into MSSF, *KPMG's practical guide to International Financial Reporting Standards*, 8th Edition 2011/12
 - Pratt Shannon P., *Valuing a Business*, Fifth Edition
 - Pratt Shannon P., *The Market Approach to Valuing Business*, Second Edition
 - Pratt Shannon P., Grabowski Roger J., *Cost of Capital*, Fourth Edition, Wiley
 - Stumpf Aaron, Martinez Robert, *A Preliminary Look at SRR's Restricted Stock Study*
 - UBS Warburg, *Valuation Multiples: A Primer*, November 2001