Łukasz Gęsicki
biuro@scffinanse.pl
www.scffinanse.pl

„W poszukiwaniu wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa”

Czy wartość przedsiębiorstwa to mit ?

Wartość wewnętrzna przedsiębiorstwa definiowana jako strumień wolnych przepływów pieniężnych dyskontowanych średnioważonym kosztem kapitału urosła w drugiej połowie ubiegłego wieku do rangi podstawowego celu strategicznego każdego przedsiębiorstwa. Uważa się powszechnie, że głównym celem każdej działalności gospodarczej jest kreowanie i pomnażanie wartości dla dawców kapitału zaangażowanego w tej działalności. Pomimo, że od powstania kluczowych teorii i technik wyceny przedsiębiorstw minęło 30 lat (prace A. Rappaporta, W. Sharpa, T. Copelanda i innych) szacowanie wartości wewnętrznej staje się coraz bardziej problematyczne. Najwięcej kontrowersji wśród praktyków i teoretyków budzą metody obliczania czynnika dyskontującego przepływy pieniężne, przede wszystkim kosztu kapitału własnego. Najpopularniejszą i najpowszechniej stosowaną technikę stanowi model wyceny aktywów kapitałowych (ang. CAPM – Capital Asset Pricing Model) Sharpa.

W prezentacji stawiana jest teza, że wszystkie modele które polegają na danych pochodzących z rynku kapitałowego, w tym CAPM nie są współcześnie przydatne do szacowania wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa, a największym ograniczeniem są założenia poczynione przy ich konstrukcji, głównie założenie istnienia rynku efektywnego oraz racjonalności inwestorów. Celem pracy jest, oprócz udokumentowania powyższej tezy, prezentacja modelu szacowania wartości wewnętrznej, ignorującego klasyczne podejście, opartego na indywidualnych cechach przedsiębiorstwa i cyklu jego życia.

W pierwszej części prezentacji prezentowany jest katalog tzw. anomalii rynkowych, które dowodzą nieefektywności rynku kapitałowego. Jej zwieńczeniem jest prezentacja tzw. Paradoksu efektywności rynku kapitałowego.

Druga część, to swoistego zderzenie tradycyjnego modelu CAPM z dorobkiem finansów behawioralnych uznanych w końcu przez klasycznych ekonomistów, czego wyrazem była nagroda Nobla przyznana w 2000 roku D. Kahnemanowi.

W części trzeciej prezentowane są kontrowersje zarówno teoretyków, jak i praktyków związane z szacowaniem ostatniego składnika modelu CAPM, a mianowicie premii za ryzyko.

Ostatnia część prezentacji stanowiąca konkluzję przeprowadzonej analizy literaturowej, to próba konstrukcji modelu pomijającego założenia modeli tradycyjnych, opartego o cykle życia przedsiębiorstw.