

Michał Grudziński

Uniwersytet Szczeciński

WARTOŚĆ FIRMY A WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA

Streszczenie: W artykule poruszono problem związku między wartością firmy a wartością przedsiębiorstwa. W pierwszej części przedstawiono definicje wartości firmy zawarte w wybranych standardach stosowanych w wycenie przedsiębiorstw. Skupiono się tu również na źródłach wartości firmy oraz jej wpływie na wartość przedsiębiorstwa. W drugiej części artykułu przedstawiono wnioski z analizy przepisów funkcjonujących w polskim prawodawstwie. Poruszono tu m.in. problem definicji wartości firmy oraz sposobu jej ustalania.

Słowa kluczowe: wycena, wartość, goodwill.

1. Wstęp

Określenie poszukiwanej kategorii wartości jest jednym z pierwszych i kluczowych etapów procesu wyceny przedsiębiorstwa. W stosowanych na świecie standardach wyceny przedsiębiorstw definicja rodzaju poszukiwanej wartości jest określana mianem standardu wartości (*standard of value*) lub podstawy wartości (*basis of value*)¹. Najogólniej ujmując, przez wskazanie standardu wartości określa się strony rzeczywistej lub hipotetycznej transakcji oraz warunki, na jakich ma ona zostać zawarta. Dla osób dokonujących wyceny wskazanie standardu wartości ma podstawowe znaczenie przy przyjmowaniu założeń oraz wyborze wykorzystywanych w jej trakcie metod i technik [Fishman, Pratt, Morrison 2007, s. 21].

¹ Termin „standard wartości” został zdefiniowany w International Glossary of Business Valuation Terms i jest stosowany m.in. przez takie organizacje, jak: Accounting Professional and Ethical Standards Board (Australia), American Institute of Certified Public Accountants (USA), American Society of Appraisers (USA), Canadian Institute of Chartered Business Valuators (Kanada), National Association of Certified Valuation Analysts (USA), The Institute of Business Appraisers (USA). Z kolei pojęcie „podstawa wartości” zostało wprowadzone w Międzynarodowych Standardach Wyceny, przy czym przyjęta tam definicja jest również wykorzystywana w Europejskich Standardach Wyceny. Oddzielną interpretację tego terminu można odnaleźć w standardach opracowanych w ramach The Hong Kong Business Valuation Forum, w którego skład wchodzi takie organizacje jak: The Hong Kong Institute of Surveyors, The Hong Kong Society of Financial Analysts, The Royal Institution of Chartered Surveyors. Por. [International Glossary of Business... 2001; Międzynarodowe standardy wyceny... 2009; Europejskie standardy wyceny ... 2009; The Hong Kong Business... 2005].

W praktyce amerykańskiej jako standardy wartości stosowane w wycenie przedsiębiorstw, najczęściej wskazuje się:

- godziwa wartość rynkowa (*fair market value*),
- wartość sprawiedliwa (*fair value*),
- wartość inwestycyjna (*investment value*),
- wartość wewnętrzna (*intrinsic value*)².

Niezależnie od przyjętego standardu wartości jednym z kluczowych elementów składających się na wartość każdego przedsiębiorstwa jest wartość firmy. W języku potocznym terminy „wartość firmy” i „wartość przedsiębiorstwa” są często traktowane jako synonimy. Należy jednak podkreślić, że tego rodzaju interpretacja jest błędna i wskazuje na niezrozumienie istoty tej kategorii wartości. W polskiej literaturze z zakresu wyceny przedsiębiorstw odpowiedź na pytanie, czym jest wartość firmy, można odnaleźć w stosunkowo niewielu opracowaniach [Nita 2007; Kamela-Sowińska 1996; Zarzecki 1999]. Znacznie bogatsza w tej kwestii jest literatura amerykańska [Manson, Wood 2010]. W niniejszym artykule oparto się na definicjach zawartych w wybranych standardach wyceny przedsiębiorstw. Na tej podstawie podjęto próbę przedstawienia relacji między wartością firmy a wartością przedsiębiorstwa. Następnie skupiono się na zaprezentowaniu kontekstu, w jakim pojęcie „wartości firmy” jest stosowane w polskim prawodawstwie.

2. Wartość firmy w wybranych standardach wyceny przedsiębiorstw

Rozważania nad istotą „wartości firmy” warto rozpocząć od zapoznania się z jej definicją zawartą w słowniku terminologii *International Glossary of Business Valuation Terms*. Słownik ten jest wykorzystywany w standardach opracowywanych i stosowanych między innymi przez takie organizacje, jak:

- American Institute of Certified Public Accountants,
- American Society of Appraisers,
- Canadian Institute of Chartered Business Valuators,
- National Association of Certified Valuation Analysts,
- The Institute of Business Appraisers.

Zgodnie z jego zapisami, pojęcie „wartość firmy” oznacza „wartość wynikającą z *goodwill*”. Definicję terminu *goodwill*, który do tej pory nie doczekał się polskiego odpowiednika, można odnaleźć zarówno we wspomnianym już *International Glossary of Business Valuation Terms*, jak i w słownikach dołączonych do Międzynarodowych standardów wyceny oraz standardów wyceny przedsiębiorstw opracowywanych w ramach Forum wyceny przedsiębiorstw w Hongkongu (The Hong Kong Business Valuation Forum).

² Por. [Pratt 2010, s. 6; Fishman i in. 1992, s. 805.13-805.14; Pratt, Reilly, Schweih 1996, s. 23-28].

Według definicji zawartej w *International Glossary of Business Valuation Terms* [2001, s. 5] *goodwill* jest to: „niematerialny składnik majątku, powstający jako rezultat nazwy, reputacji, lojalności klientów, lokalizacji, produktów i podobnych czynników pojedynczo nieidentyfikowalnych”.

Liczba czynników mających wpływ na *goodwill* danego przedsiębiorstwa oraz problemy w ich pojedynczej identyfikacji powodują znaczne trudności w wycenie tego składnika majątku. Pewną wskazówką co do sposobu ustalania jego wartości jest definicja wartości firmy przedstawiona w standardach wyceny przedsiębiorstw, stosowanych przez American Society of Appraisers. W słowniku dołączonym do tych standardów oprócz definicji pochodzących z *International Glossary of Business Valuation Terms* zawarto również dodatkowe interpretacje, służące doprecyzowaniu wybranych pojęć stosowanych w procesie wyceny. Jednym z takich pojęć jest między innymi wartość firmy, którą definiuje się tam w następujący sposób: „wartość przypisana elementom aktywów niematerialnych ponad wartość identyfikowalnych aktywów materialnych i niematerialnych zaangażowanych w przedsiębiorstwo” [ASA Business Valuation... 2008, s. 28].

Zgodnie z powyższą definicją, wartość firmy stanowi różnicę między wartością przedsiębiorstwa a wartością zaangażowanych w to przedsiębiorstwo identyfikowalnych aktywów. Warto zauważyć, że pod uwagę brane są tu nie tylko aktywa wykazane w księgach rachunkowych (bilansie), ale również wszelkie inne identyfikowalne aktywa składające się na wartość przedsiębiorstwa. W przedstawionej interpretacji nie wskazano jednak sposobu ustalenia wartości tych aktywów. Tymczasem zastosowana metoda wyceny będzie miała istotny wpływ na uzyskany szacunek wartości, a tym samym na wartość firmy.

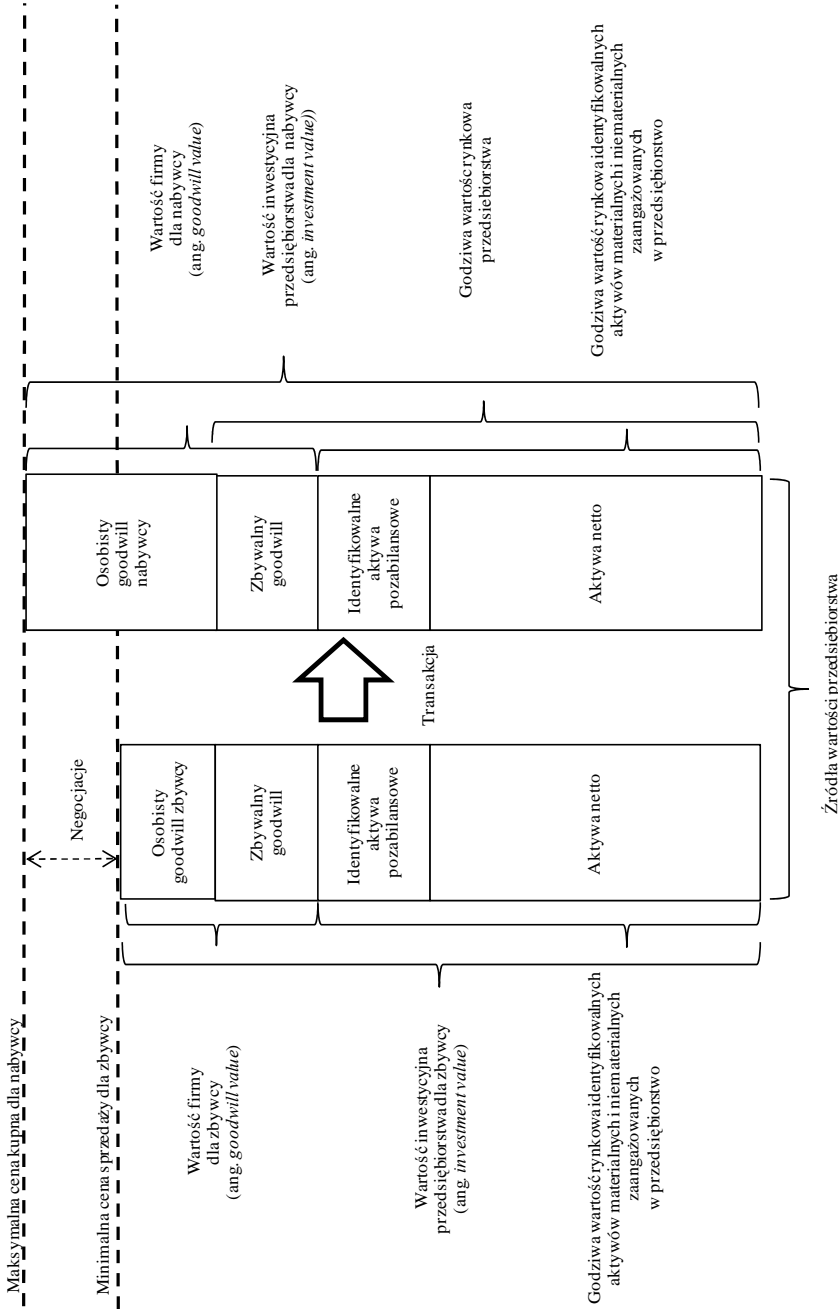
W Międzynarodowych standardach wyceny termin *goodwill* został zdefiniowany w podobny sposób, jak w standardach amerykańskich. Zgodnie z przyjętą tam interpretacją pojęcie to może oznaczać:

„1) Niematerialny, ale rynkowy składnik mienia, oparty na prawdopodobieństwie, że klienci będą powracać do miejsca, gdzie działalność jest prowadzona pod konkretną nazwą lub gdzie towar lub usługi są sprzedawane pod pewną marką, ze stałą perspektywą uzyskiwania akceptowalnego zysku.

2) *Goodwill* może obejmować dwa niezależne elementy: *goodwill* związany z danym przedmiotem, który można przenieść na nowego właściciela, oraz osobisty *goodwill*, który jest związany z danym właścicielem lub menedżerem.

3) Przyszłe korzyści ekonomiczne z tytułu aktywów, których nie można pojedynczo zidentyfikować ani osobno ująć” [Międzynarodowe standardy wyceny... 2007, s. 315-316].

Ostatnią z powyższych interpretacji zaczerpnięto z Międzynarodowych standardów sprawozdawczości finansowej. Definicja ta pojawia się w standardzie nr 3, który jest poświęcony łączeniu się jednostek gospodarczych [International Financial Reporting... 2009, s. A114]. Zastosowano ją również w słowniku dołączonym do standardów wyceny przedsiębiorstw opracowanych w ramach Forum wyceny przed-



Rys. 1. Wpływ wartości firmy na wartość przedsiębiorstwa przy transakcji kupna-sprzedaży

Źródło: opracowanie własne.

siębiorstw w Hongkongu. Dodatkowo zostały tam wyróżnione dwa rodzaje *goodwill*: osobisty i zbywalny [*The Hong Kong Business...* 2005, s. 7]. Definicję tych dwóch pojęć również zaczerpnięto ze słownika dołączonego do Międzynarodowych standardów wyceny. Według przedstawionej tam interpretacji osobisty *goodwill* oznacza: „wartość zysku przekraczającą oczekiwania rynkowe, który zostałby utracony wraz ze sprzedażą składnika mienia generującego dochód. Uwzględnia się tu czynniki finansowe związane z podmiotem aktualnie prowadzącym przedsiębiorstwo, takie jak: podatki, polityka amortyzacji, koszty pożyczek i kapitał zainwestowany w przedsiębiorstwo” [*Międzynarodowe standardy wyceny...* 2007, s. 327].

Natomiast zbywalny *goodwill* został tam zdefiniowany jako „ten składnik wartości niematerialnych i prawnych, który wynika z posiadania marki, reputacji, klientów, lokalizacji, produktów i innych podobnych czynników, generujących korzyści ekonomiczne. Jest on ściśle związany ze składnikiem mienia generującym dochód i zostaje przeniesiony na nowego właściciela w momencie sprzedaży tego składnika” [*Międzynarodowe standardy wyceny...* 2007, s. 350].

Analizując przedstawione powyżej definicje, można wysnuć wniosek, że wartość osobistego *goodwill* dla właściciela danego przedsiębiorstwa stanowi różnicę między jego wartością inwestycyjną a godziwą wartością rynkową tego przedsiębiorstwa. Z kolei wartość zbywalnego *goodwill* będzie odpowiadać różnicy między godziwą wartością rynkową przedsiębiorstwa a godziwą wartością rynkową zaangażowanych w to przedsiębiorstwo aktywów netto, powiększonych o identyfikowalne aktywa pozabilansowe (rys. 1).

W przedstawionej sytuacji wartość firmy będzie zależała od wartości dwóch elementów: zbywalnego *goodwill* i osobistego *goodwill*. Wartość zbywalnego *goodwill* powinna być jednakowa dla każdego potencjalnego inwestora. Wartość osobistego *goodwill* będzie natomiast różnić się w zależności od wartości dodatkowych korzyści, jakie dany inwestor może osiągnąć ponad oczekiwania rynkowe w wyniku zakupu określonego przedsiębiorstwa. Możliwa jest zatem sytuacja, że wartość firmy dla obecnego właściciela będzie w istotny sposób odbiegać od wartości firmy dla potencjalnego nabywcy. Do transakcji, w takiej sytuacji, może dojść jedynie, jeśli wartość firmy dla nabywcy przewyższać będzie wartość firmy obecnego właściciela. Cena, według której strony przeprowadzą ewentualną transakcję, zostanie ustalona w wyniku prowadzonych między nimi negocjacji.

3. Wartość firmy w polskim prawodawstwie

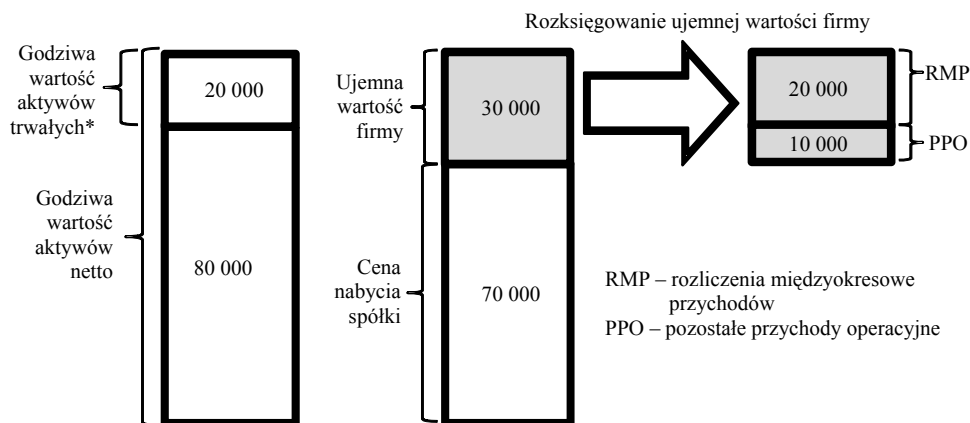
W polskim prawodawstwie odniesienia do wartości firmy pojawiają się w ustawie o podatku dochodowym od osób prawnych, ustawie o podatku dochodowym od osób fizycznych oraz ustawie o rachunkowości. Według przepisów ustawy o rachunkowości: „wartość firmy stanowi różnicę między ceną nabycia określonej jednostki lub zorganizowanej jej części a niższą od niej wartością godziwą przejętych aktywów netto.

Jeżeli cena nabycia jednostki lub zorganizowanej jej części jest niższa od wartości godziwej przejętych aktywów netto, to różnica stanowi ujemną wartość firmy³.

Zgodnie z art. 44b ust. 10 cytowanej ustawy, od wartości firmy jednostka dokonuje odpisów w okresie nie dłuższym niż 5 lat. W uzasadnionych przypadkach kierownik jednostki może wydłużyć ten okres do lat 20. Wydłużenie okresu amortyzacji należy podać w informacji dodatkowej wraz z jego uzasadnieniem. Odpisów amortyzacyjnych dokonuje się metodą liniową i zalicza się je do pozostałych kosztów operacyjnych. Sytuacja jest bardziej skomplikowana, gdy występuje ujemna wartość firmy, czyli gdy wartość godziwa przejętych aktywów netto jest wyższa od ceny nabycia jednostki. W tym przypadku wartość firmy odpisuje się w pozostałe przychody operacyjne do wysokości, w jakiej dotyczy oszacowanych w sposób wiarygodny przyszłych strat i kosztów, ustalonych przez spółkę przejmującą na dzień połączenia. Odpis ten następuje w tym okresie sprawozdawczym, w którym straty i koszty wpływają na wynik finansowy. Przykładem przyszłych kosztów, które można w sposób wiarygodny oszacować, i które będą wpływać na wynik finansowy, są odpisy amortyzacyjne od przejętych środków trwałych. W tym przypadku, zgodnie z przytoczoną wcześniej regułą, odpis ujemnej wartości firmy w pozostałe przychody operacyjne będzie mógł nastąpić dopiero w momencie wykonania odpisów amortyzacyjnych od przejętych środków trwałych. Do prawidłowego zaksięgowania tej operacji niezbędne staje się wykorzystanie konta: rozliczenie międzyokresowe przychodów. Słuszność przedstawionej interpretacji potwierdzają zapisy zawarte w art. 44b ust. 11. Wskazuje się w nim, że ujemną wartość firmy, do wysokości nieprzekraczającej wartości godziwej nabytych aktywów trwałych, z wyłączeniem długoterminowych aktywów finansowych notowanych na rynkach regulowanych, jednostka zalicza do rozliczeń międzyokresowych przychodów przez okres będący średnią ważoną okresu ekonomicznej użyteczności nabytych i podlegających amortyzacji aktywów. Ujemna wartość firmy, w wysokości przekraczającej wartość godziwą aktywów trwałych, z wyłączeniem długoterminowych aktywów finansowych notowanych na regulowanych rynkach, zaliczana jest do przychodów na dzień połączenia. Podsumowując, jeśli założy się, że jednostka nabyła spółkę (przedsiębiorstwo) za cenę 70 000 PLN, a wartość godziwa aktywów netto przejmowanego przedsiębiorstwa w momencie przejęcia wynosi 100 000 PLN, to wartość firmy przejmowanej spółki będzie ujemna i wyniesie 30 000 PLN. W sytuacji gdy wartość godziwa aktywów trwałych przejmowanego przedsiębiorstwa, z wyłączeniem długoterminowych aktywów finansowych notowanych na rynkach regulowanych, wyniesie będzie 20 000 PLN rozksięgowanie ujemnej wartości firmy nastąpi w sposób przedstawiony na rys. 2.

W przepisach ustaw o podatku dochodowym od osób fizycznych i prawnych wartość firmy pojawia się w rozdziałach poświęconych kosztom uzyskania przychodu. Zgodnie z art. 22b ust. 2 pkt 1 ustawy o podatku dochodowym od osób fizycz-

³ Art. 33, ust. 4, Ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, DzU 1994, nr 121, poz. 591, ze zm.



* Z wyłączeniem długoterminowych aktywów finansowych notowanych na rynkach regulowanych.

Rys. 2. Przykład rozksięgowania przez jednostkę przejmującą ujemnej wartości firmy przejmowanej spółki

Źródło: opracowanie własne.

nych⁴, wartość firmy podlega amortyzacji, jeżeli powstała w wyniku nabycia przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części w drodze kupna lub przejęcia do odpłatnego korzystania w sytuacji, gdy odpisów amortyzacyjnych dokonuje korzystający. Ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych⁵ oprócz przytoczonych powyżej okoliczności w art. 16b ust. 2 pkt 2 dopuszcza również możliwość dokonywania odpisów amortyzacyjnych, jeżeli wartość firmy powstała w wyniku nabycia przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części w drodze wniesienia do spółki na podstawie przepisów o komercjalizacji i prywatyzacji. Sposób ustalenia wartości początkowej firmy w ustawie o podatku dochodowym od osób fizycznych został zdefiniowany następująco. „Wartość początkową firmy stanowi dodatnia różnica między ceną nabycia przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części [...] a wartością rynkową składników majątkowych wchodzących w skład kupionego, przyjętego do odpłatnego korzystania albo wniesionego do spółki przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części, odpowiednio z dnia kupna, przyjęcia do odpłatnego korzystania albo wniesienia do spółki”.

W ustawie o podatku dochodowym od osób prawnych przyjęto podobną definicję, z tą różnicą, że w zależności od okoliczności zamiast ceny nabycia brana jest pod uwagę nominalna wartość akcji lub udziałów wydanych w zamian za wkład niepieniężny.

⁴ Ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych, DzU 1991, nr 80, poz. 350, ze zm.

⁵ Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych, DzU 1992, nr 21, poz. 86, ze zm.

Przedstawione powyżej definicje wydają się być zgodne z wykładnią przyjętą w ustawie o rachunkowości, ale po głębszej analizie można zauważyć między nimi pewne rozbieżności. Po pierwsze definicje przyjęte w ustawach o podatku dochodowym od osób fizycznych i od osób prawnych odnoszą się jedynie do dodatniej wartości firmy, podczas gdy w ustawie o rachunkowości zdefiniowano zarówno dodatnią, jak i ujemną wartość firmy. Przedstawiona różnica wynika z faktu, że ujemna wartość firmy nie podlega amortyzacji, stąd nie ma potrzeby ustalania jej wartości początkowej. Inną różnicą między przytoczonymi definicjami jest sposób ustalenia wartości przejmowanych aktywów, o którą pomniejsza się cenę nabycia albo, w przypadku ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, nominalną wartość akcji lub udziałów wydanych w zamian za wkład niepieniężny. W ustawie o rachunkowości wartość aktywów ustalana jest według wartości godziwej natomiast w pozostałych analizowanych aktach prawnych według wartości rynkowej. Nie wchodząc w szczegóły dotyczące ewentualnego braku spójności obu wymienionych koncepcji wartości, należy zauważyć, że już same różnice w stosowanej terminologii są wyrazem niekonsekwencji ustawodawcy. Podobny problem dotyczy również definicji aktywów, które brane są pod uwagę przy ustalaniu wartości firmy. W ustawach o podatku dochodowym od osób fizycznych i od osób prawnych określa się je mianem składników majątkowych⁶, natomiast w ustawie o rachunkowości wykorzystuje się termin aktywa netto⁷.

4. Zakończenie

Na wartość przedsiębiorstwa wpływa wiele czynników, które można sklasyfikować według różnych kryteriów. Wiele z tych czynników można również pojedynczo zidentyfikować i wycenić. Nie zawsze jednak suma wycenionych w ten sposób składników majątku będzie odpowiadała godziwej wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Wynika to z istnienia niematerialnego składnika majątku, jakim jest *goodwill*. W standardach stosowanych w wycenie przedsiębiorstw oraz w polskim prawodawstwie, wartość tego składnika majątku jest określana mianem „wartości firmy”. Wartość firmy związana z danym przedsiębiorstwem dla każdego rzeczywistego lub potencjalnego właściciela (inwestora) może być inna. Dzieje się tak dlatego, że *goodwill*, którego jest ona miernikiem, składa się z dwóch elementów – osobistego *goodwill* i zbywalnego *goodwill*. W przypadku sprzedaży przedsiębiorstwa, zbywalne *goodwill* zostanie przekazane każdemu potencjalnemu nabywcy wraz z generującymi je aktywami, natomiast osobiste *goodwill* zbywcy wygaśnie. Potencjalny nabywca będzie zainteresowany przeprowadzeniem transakcji tylko w sytuacji, gdy jego osobiste *goodwill* będzie wyższe bądź równe osobistemu *goodwill* zbywcy.

⁶ Termin „składniki majątkowe” oznacza aktywa w rozumieniu ustawy o rachunkowości, pomniejszone o przejęte długi funkcjonalnie związane z prowadzoną działalnością gospodarczą zbywcy, o ile długi te nie zostały uwzględnione w cenie nabycia.

⁷ Termin „aktywa netto” oznacza aktywa jednostki pomniejszone o zobowiązania, odpowiadające wartościowo kapitałowi (funduszowi) własnemu.

Literatura

- ASA Business Valuation Standards*, American Society of Appraisers, Business Valuation Committee, Herndon 2008.
- Europejskie standardy wyceny 2009*, wyd. 6, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzecznawców Majątkowych, Warszawa 2009.
- Fishman J.E. i in., *Guide to Business Valuation*, vol. 1, ed. 2, Practitioners Publishing Company, Fort Worth 1992.
- Fishman J.E., Pratt S.P., Morrison W.J., *Standards of Value, Theory and Applications*, Wiley 2007.
- International Financial Reporting Standard 3. Business Combinations*, IASB, 31 December 2009.
- International Glossary of Business Valuation Terms 2001*, Business Valuation Resources, June 2001.
- Kamela-Sowińska A., *Wartość firmy*, PWE, Warszawa 1996.
- Manson A., Wood D., *BVR's Guide to Personal v. Enterprise Value*, BVR, 2010.
- Międzynarodowe standardy wyceny. Edycja ósma 2007*, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzecznawców Majątkowych, Warszawa 2009.
- Nita B., *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007.
- Pratt S.P., *Defining Standards of Value*, <http://www.appraisers.org/ForAppraisers>, s. 6, 23.03.2010.
- Pratt S.P., Reilly R.F., Schweih R.P., *Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, Irwin Professional Publishing, Chicago 1996.
- The Hong Kong Business Valuation Forum. Business Valuation Standards*, The Hong Kong Business Valuation Forum, November 2005.
- Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych, DzU 1992, nr 21, poz. 86, ze zm.
- Ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych, DzU 1991, nr 80, poz. 350, ze zm.
- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, DzU 1994, nr 121, poz. 591, ze zm.
- Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, FRR, Warszawa 1999.

GOODWILL AND ENTERPRISE VALUE

Summary: This paper concerns the relationship between goodwill value and the enterprise value. The first part concerns the interpretations of goodwill contained in the standards applied in the businesses valuation. In this part the author focuses on the sources of goodwill and links it with the enterprise value. The second part of the paper contains conclusions of the analysis of the rules used in Polish law. Issues which are raised concern among others the problem of definition of goodwill and the way of its determination.