

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

271

Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka

Tom 2



Redaktorzy naukowi

Adam Kopiński, Tomasz Słoński,

Bożena Ryszawska



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2012

Redaktorzy Wydawnictwa: Elżbieta Kozuchowska, Aleksandra Śliwka

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Justyna Mroczkowska

Łamanie: Adam Dębski

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiejkolwiek formie wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2012

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-219-2 (całość)

ISBN 978-83-7695-227-7 t. 2

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Aneta Michalak: Wybrane aspekty finansowania inwestycji rozwojowych w branżach kapitałochłonnych	11
Grzegorz Mikołajewicz: Społeczna odpowiedzialność biznesu (CSR), etyka biznesu i wartości korporacyjne	23
Sebastian Moskal: Zastosowanie instrumentu <i>credit default swap</i> do szacowania stopy wolnej od ryzyka na potrzeby wyceny wartości przedsiębiorstwa	34
Krzysztof Możejko: Efektywność analizy portfelowej w zmiennych warunkach inwestycyjnych	47
Rafał Nagaj: Analysis of public finances in Poland and the EU during the financial/economic crisis in 2008-2010	60
Witold Niedzielski: Najem długoterminowy samochodów jako alternatywa dla leasingu. Studium przypadku	71
Jarosław Nowicki: Szacowanie stopy podatku dochodowego w wycenie przedsiębiorstw niebędących spółkami kapitałowymi	83
Józef Osoba, Marcin Czarnacki: Wykorzystanie <i>mezzanine capital</i> w zrównoważonym modelu struktury kapitału przedsiębiorstwa	92
Dorota Ostrowska: Sprawność zarządzania środkami finansowymi uczestników rynku emerytalnego w Polsce	107
Przemysław Panfil: Przyjmowanie przez ministra finansów środków w depozyt lub w zarządzanie. Wnioski <i>de lege lata</i>	118
Marek Pauka, Paweł Prędkiewicz: Zagadka dyskonta w wycenach zamkniętych funduszy inwestycyjnych z perspektywy inwestora	127
Agnieszka Piechocka-Kaluźna: Znaczenie współczynnika wypłacalności jako miernika bezpieczeństwa funkcjonowania banków komercyjnych ...	141
Katarzyna Prędkiewicz: Is it possible to measure a funding gap?	152
Katarzyna Prędkiewicz: Limity inwestycyjne funduszy <i>venture capitals</i> i aniołów biznesu	160
Katarzyna Prędkiewicz, Hanna Sikacz: Analiza płynności statycznej grup kapitałowych na przykładzie przemysłu metalowego	170
Anna Pyka: Zewnętrzne formy finansowania działalności operacyjnej oraz inwestycji w małych i średnich przedsiębiorstwach w okresie kryzysu gospodarczego	183
Anna Pyka: Motywy emisji „obligacji węglowych” jako specyficznych obligacji korporacyjnych opartych na świadczeniach niepieniężnych	193
Anna Rosa, Wojciech Rosa: The impact of seasonality on the level of working capital needs	203

Jerzy Różański, Jakub Marszałek: Struktura finansowania firm rodzinnych na przykładzie przedsiębiorstw regionu łódzkiego	215
Jerzy Różański, Dorota Starzyńska: Finansowe i pozafinansowe czynniki rozwoju przedsiębiorstw rodzinnych w regionie łódzkim	226
Józef Rudnicki: Can stock splits generate abnormal stock performance in post-crisis era? Evidence from the New York Stock Exchange.....	237
Włodzimierz Rudny: Model biznesu w procesie tworzenia wartości.....	248
Iwona Sajewska, Artur Stefański: Źródła finansowania wybranych przedsiębiorzeń w zakresie produkcji energii z zasobów odnawialnych w Polsce	259
Alicja Sekuła: Property revenues (PRS) and expenditures of local government units (LGUS) in Poland	270
Paweł Sekuła: Empiryczny test strategii fundamentalnej.....	280
Przemysław Siudak: Wpływ Wałbrzyskiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej na sektor finansów publicznych	290
Tomasz Skica: Efektywność działania jednostek samorządu terytorialnego .	306
Michał Soliwoda: Rzeczowe aktywa trwałe a cykl inkasa należności, obrotu zapasami i regulowania zobowiązań	317
Dorota Starzyńska, Jakub Marszałek: Bariery finansowania firm rodzinnych na przykładzie przedsiębiorstw regionu łódzkiego	327
Wacława Starzyńska, Justyna Wiktorowicz: Czy zamówienia publiczne sprzyjają innowacyjności przedsiębiorstw?	336
Artur Stefański: Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej spółek giełdowych a cena rynkowa akcji.....	346
Igor Styn: Zakres wykorzystania funduszy pomocowych w finansowaniu inwestycji w odnawialne źródła energii w Polsce w stosunku do potrzeb inwestycyjnych	355
Alina Szewc-Rogalska: Wykup akcji własnych przez spółki giełdowe jako forma dystrybucji wartości dla akcjonariuszy	365
Piotr Szkudlarek: Inwestycje operatorów telekomunikacyjnych jako czynnik ograniczania wykluczenia cyfrowego w Polsce.....	374
Aneta Szóstek: Nabywanie nieruchomości w Polsce przez inwestorów zagranicznych.....	383
Piotr Szymański: Propozycja nowego standardu wartości uwzględniającego koszty zewnętrzne	394
Tomasz Śpiewak: Kierunki modyfikacji metody Baumola zarządzania środkami pieniężnymi – model linii kredytowej.....	406
Beata Trzaskuś-Zak: Budowa modelu prognostycznego należności spłacanych terminowo metodą harmoniczną i metoda Kleina.....	418
Dariusz Urban: Państwowe fundusze majątkowe jako inwestor finansowy ..	434
Ewa Widz: Efektywność wyceny rynkowej kontraktów futures na kurs euro na GPW w Warszawie	443

Paweł Wnuczak: Stopa zwrotu z kapitałów własnych (ROE) jako jedna z podstawowych determinant kreacji wartości przedsiębiorstwa	454
Robert Wolański: Zakres wykorzystania preferencji podatkowych w podatku dochodowym przez małe i średnie przedsiębiorstwa.....	467
Justyna Zabawa: Zastosowanie metody AHP w procesie finansowania inwestycji w odnawialne źródła energii	475
Dariusz Zawadka: Aktywność funduszy <i>venture capital</i> w ramach alternatywnych systemów obrotu	488
Danuta Zawadzka, Ewa Szafraniec-Siluta: Samofinansowanie produkcji rolniczej a poziom aktywności inwestycyjnej towarowych gospodarstw rolnych – analiza porównawcza sytuacji w Polsce na tle Unii Europejskiej.....	498
Grzegorz Zimon: Zarządzanie zapasami w przedsiębiorstwach tworzących zintegrowany system dostaw	509
Aleksandra Zygmunt: Analiza płynności finansowej spółek giełdowych branży przemysłu spożywczego w Polsce.....	519

Summaries

Aneta Michalak: Chosen aspects of financing development investments in capital-consuming industries.....	22
Grzegorz Mikołajewicz: Corporate Social Responsibility (CSR), business ethics and corporate values.....	33
Sebastian Moskal: Application of credit default swap in order to estimate risk free rate in the process of company's valuation	46
Krzysztof Możejko: Effectiveness of portfolio analysis in variable conditions on capital markets	59
Rafał Nagaj: Analiza finansów publicznych w Polsce i Unii Europejskiej w czasie kryzysu finansowego i gospodarczego w latach 2008-2010.....	70
Witold Niedzielski: Long-term rent with fleet management as an alternative for lease of cars. Case study	82
Jarosław Nowicki: Estimating the income tax rate in valuation of other enterprises than limited liability or joint-stock companies	91
Józef Osoba, Marcin Czarnacki: The use of mezzanine capital in an equilibrium model of capital structure of an enterprise.....	106
Dorota Ostrowska: Quality management of the pension market participants' financial means in Poland.....	117
Przemysław Panfil: The rules of free funds transfer to the Minister of Finance in the deposit or management – attempt to assess	126
Marek Pauka, Paweł Prędkiewicz: Mystery of discount in valuations of closed-end funds from the investor's perspective	140

Agnieszka Piechocka-Kaluźna: The role of insolvency ratio in assessing safety and ability for continuance of commercial banks.....	151
Katarzyna Prędkiewicz: Czy można zbadać lukę finansową?	159
Katarzyna Prędkiewicz: Venture capital and business angels investment limits	169
Katarzyna Prędkiewicz, Hanna Sikacz: Analysis of static financial liquidity in capital groups on the example of metal industry	182
Anna Pyka: External forms of working-capital and capital-expenditure financing for small and medium-sized businesses in times of an economic crisis.....	192
Anna Pyka: The motives for issuing “coal bonds” as a specific corporate bonds based on non-financial benefits	202
Anna Rosa, Wojciech Rosa: Wpływ sezonowości na poziom kapitału obrotowego.....	214
Jerzy Różański, Jakub Marszałek: Family business financial structure analysis of the Łódź region companies.....	225
Jerzy Różański, Dorota Starzyńska: Financial and non-financial factors of family enterprise development in the Łódź region.....	236
Józef Rudnicki: Czy podział akcji może być źródłem ponadprzeciętnych stóp zwrotu w czasach po kryzysie 2007-2009? Przykład Nowojorskiej Giełdy Papierów Wartościowych.....	247
Włodzimierz Rudny: Business model in value creation process	258
Iwona Sajewska, Artur Stefański: Main sources of funding for production ventures energy from renewable resources in Poland	269
Alicja Sekuła: Dochody i wydatki majątkowe jednostek samorządu terytorialnego	279
Paweł Sekuła: Empirical test of fundamental strategy.....	289
Przemysław Siudak: The influence of “Invest-Park” – Wałbrzych Special Economic Zone on public finance sector	305
Tomasz Skica: Effectiveness of activities of local government units	316
Michał Soliwoda: Tangible fixed assets vs. receivables, turnover and payables conversion cycles	326
Dorota Starzyńska, Jakub Marszałek: Family business financing barriers analysis of the Łódź region companies.....	335
Wacława Starzyńska, Justyna Wiktorowicz: Can public procurement stimulate innovativeness of enterprises?	345
Artur Stefański: Operating cash flow of firms listed on stock exchange and the price of stocks	354
Igor Styn: The scope of aid funds use in financing investments in renewable energy in Poland in comparison to investment needs	364
Alina Szewc-Rogalska: Share repurchase by publicly listed companies as a form of value distribution for shareholders	373

Piotr Szkudlarek: Telecommunication operators' investments as a factor limiting the digital exclusion in Poland	382
Aneta Szóstek: Acquiring properties in Poland by foreign investors	393
Piotr Szymański: The idea of a new standard of value which takes into account the external costs.....	405
Tomasz Śpiewak: Directions of modifications of the Baumol cash management model – line of credit model.....	417
Beata Trzaskus-Żak: Construction of the prognostic model of paid-in-term receivables using the harmonic method and the Klein method.....	433
Dariusz Urban: Sovereign Wealth Funds as a financial investor	442
Ewa Widz: Efficiency of market valuation of euro futures on the Warsaw Stock Exchange.....	453
Paweł Wnuczak: Return on equity (ROE) as one of fundamental determinants of company's value creation	466
Robert Wolański: The scope of the use of tax expenditures in income tax for small and medium enterprises.....	474
Justyna Zabawa: The application of the AHP method in the process of financing renewable energy sources projects.....	487
Dariusz Zawadka: Venture Capital activity in alternative investment markets	497
Danuta Zawadzka, Ewa Szafraniec-Siluta: Self-financing of agricultural production vs. the level of commercial farms' investment activity – comparative analysis of the situation in Poland on the basis of the European Union	508
Grzegorz Zimon: Inventory management in enterprises creating an integrated supply system.....	518
Aleksandra Zygmunt: Financial liquidity analysis of quoted enterprises belonging to food industry in Poland	531

Jarosław Nowicki

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

SZACOWANIE STOPY PODATKU DOCHODOWEGO W WYCENIE PRZEDSIĘBIORSTW NIEBĘDĄCYCH SPÓLKAMI KAPITAŁOWYMI

Streszczenie: Artykuł poświęcony jest problematyce szacowania stopy podatku dochodowego w wycenie przedsiębiorstw działających w innej formie prawnej niż spółka kapitałowa. W opracowaniu skoncentrowano się na szacowaniu stopy podatkowej na potrzeby wyceny przedsiębiorstwa metodami dochodowymi, choć niektóre rozważania w nim prowadzone mogą znaleźć szersze zastosowanie w różnych obszarach analizy finansowej. W artykule zaprezentowano algorytm szacowania stopy podatku dochodowego w przedsiębiorstwach innych niż spółki kapitałowe, który pozwala dobrać właściwy sposób kalkulacji stopy podatkowej do wycenianego podmiotu w zależności od formy prawnej, zakresu ewidencji, wybranej formy opodatkowania i liczby współników.

Słowa kluczowe: stopa podatkowa, wycena przedsiębiorstwa, osoba fizyczna prowadząca działalność gospodarczą, spółka cywilna, spółki osobowe.

1. Wstęp

Artykuł jest poświęcony problematyce szacowania stopy podatku dochodowego¹ w wycenie przedsiębiorstw działających w innej formie prawnej niż spółka kapitałowa. W opracowaniu skoncentrowano się na szacowaniu stopy podatkowej na potrzeby wyceny przedsiębiorstwa metodami dochodowymi, choć niektóre rozważania, w szczególności zaproponowany algorytm szacowania stopy podatkowej w przedsiębiorstwach działających w innej formie prawnej niż spółka kapitałowa, mogą znaleźć szersze zastosowanie, między innymi w analizie finansowej zarówno retrospektywnej, jak i prospektywnej, w tym zwłaszcza w planowaniu finansowym czy w pomiarze dokonań w nurcie zarządzania przez wartość za pomocą takich mierników, jak zysk ekonomiczny, ekonomiczna wartość dodana lub gotówkowa wartość dodana.

¹ Nazywanej dalej także w uproszczeniu stopą podatkową.

Szacowanie stopy podatkowej nie nastęrcza większych trudności w przypadku spółek kapitałowych². Natomiast problematyka ta nie jest rozpoznana w odniesieniu do przedsiębiorstw działających w mniej skomplikowanych formach prawnych, począwszy od osoby fizycznej prowadzącej działalność gospodarczą, przez spółkę cywilną, spółkę jawną, spółkę partnerską, aż po spółkę komandytową i spółkę komandytowo-akcyjną. Niniejsze opracowanie ma wypełnić tę lukę.

2. Stopa podatku dochodowego – nominalna czy efektywna?

Stopa podatku dochodowego jest istotnym elementem metodyki wyceny przedsiębiorstwa. Dotyczy to w szczególności dochodowych metod wyceny, ponieważ stopa podatkowa niezbędna jest w kalkulacji dochodów podlegających dyskontowaniu, jak również w szacowaniu kosztu kapitału obcego po opodatkowaniu³. Poza tym oszacowanie stopy podatkowej jest konieczne w wielu innych sytuacjach, o czym wspomniano we wstępie.

Podstawową kwestią, jaką należy rozstrzygnąć, szacując stopę podatkową, jest to, czy efekt tarczy podatkowej uwzględnić przy użyciu nominalnej, czy też efektywnej stopy podatkowej. W przypadku stopy nominalnej chodzi o marginalną stopę podatkową, czyli stopę opodatkowania ostatniej złotówki zysku [Damodaran 2002, s. 248]. W przypadku efektywnej stopy podatkowej chodzi o przepływy pieniężne, a nie podatek dochodowy wykazywany księgowo [Black i in. 2000, s. 57], dlatego oblicza się ją według następującej formuły [Damodaran 2007, s. 1150]:

$$\text{efektywna stopa podatkowa} = \frac{\text{zapłacony podatek dochodowy}}{\text{zysk brutto}} \quad (1)$$

W wycenie metodami dochodowymi istotne są faktyczne wpływy gotówki z przedsiębiorstwa, a nie dane księgowe. Dlatego konieczne jest uwzględnienie faktycznie realizowanej przez przedsiębiorstwo osłony podatkowej, która może być

² Czyli spółek z ograniczoną odpowiedzialnością oraz spółek akcyjnych [Kodeks spółek handlowych, art. 4 par. 1].

³ Przykładowo, w wycenie metodą FCFE (*free cash flow to equity* – przepływy pieniężne przynależne właścicielom) stopa podatkowa potrzebna jest do prawidłowego obliczenia podatku umniejszającego przepływy pieniężne podlegające dyskontowaniu [Benninga, Sarig 2000, s. 94; Nita 2007, s. 67; Szczepankowski 2007, s. 65-66; Dudycz 2005, s. 41, 58]. W metodzie FCFF (*free cash flow to firm* – przepływy pieniężne przynależne wszystkim stronom finansującym) stopę podatkową wykorzystuje się zarówno w szacowaniu hipotetycznego podatku umniejszającego przepływy pieniężne podlegające dyskontowaniu, jak i w obliczaniu kosztu kapitału obcego po opodatkowaniu, będącego składową średniego ważonego kosztu kapitału, który stanowi w tej metodzie wyceny stopę dyskontową [Benninga, Sarig 2000, s. 94; Nita 2007, s. 79; Szczepankowski 2007, s. 65, 74; Dudycz 2005, s. 41, 42, 58; Zarzecki 1999, s. 125]. Stopę podatkową wykorzystuje się również w innych dochodowych metodach wyceny, takich jak APV (*adjusted present value* – skorygowana wartość bieżąca) czy zdyskontowanego zysku ekonomicznego [Brealey, Myers 1999, s. 713; Luehrman 1997, s. 146-151; Michalski 2001, s. 66; Szczepankowski 2007, s. 229, 231; Fernandez 2006, s. 4].

inna, niż wskazywałyby nominalna stopa podatkowa, na skutek różnic pomiędzy prawem podatkowym a prawem bilansowym odnośnie do uznawania przychodów za osiągnięte, a kosztów za poniesione, jak również korygowania dochodu w ramach rachunku podatku dochodowego o zwolnienia, odliczenia, doliczenia i ulgi⁴. Argument ten zyskuje na znaczeniu w odniesieniu do przedsiębiorstw niebędących spółkami kapitałowymi, których dochody opodatkowane są podatkiem dochodowym od osób fizycznych (p dof), ponieważ w ramach tego podatku stosowanie odliczeń, doliczeń i ulg jest powszechniejsze i ma większy zakres niż w podatku dochodowym od osób prawnych (p dop)⁵. Z tych powodów właściwsze wydaje się stosowanie w obliczeniach efektywnej stopy podatkowej.

Zaprezentowany poniżej algorytm nadaje się do określenia stopy podatkowej zarówno w ujęciu retrospektywnym, jak i prognozowanej stopy podatkowej. Wtedy naturalną podstawą jej szacowania są jej historyczne poziomy, w szczególności poziom efektywnej stopy podatkowej z ostatniego dostępnego okresu. Jeśli niezgodność stopy efektywnej ze stopą nominalną jest trwała⁶, to efektywna stopa podatkowa z ostatniego roku może być dobrym szacunkiem tej stopy w przyszłości. Jeśli niezgodność stopy efektywnej ze stopą nominalną jest przejściowa⁷, to należy rozważyć zmienną stopę podatkową w okresie szczegółowej prognozy. Jeśli np. stopa efektywna z ostatnich okresów historycznych była zdecydowanie niższa od stopy nominalnej z powodu różnic przejściowych, to w prognozie zastosować można stopę podatkową rosnącą od poziomu historycznej stopy efektywnej do poziomu stopy

⁴ W niniejszym opracowaniu efektywna stopa podatkowa jest definiowana tak, jak przedstawiono w formule (1). Może być ona jednak rozumiana także jako relacja zapłaconego podatku dochodowego do dochodu podlegającego opodatkowaniu, który z reguły jest różny od zysku brutto. Może być różna od stopy nominalnej właśnie na skutek występowania zwolnień, odliczeń, doliczeń i ulg podatkowych. Tak rozumiana stopa efektywna w Polsce dla osób prawnych w 2010 roku wyniosła 17,59%, w porównaniu z 19,00% stawki nominalnej. Por. *Informacja dotycząca rozliczenia podatku dochodowego od osób prawnych...*, s. 3, 27.

⁵ Do takich wniosków prowadzi porównanie formuł na obliczenie podatku dochodowego od osób prawnych oraz podatku dochodowego od osób fizycznych, zarówno progresywnego, jak i liniowego, oraz zakresu możliwych odliczeń (por. [Poszwa 2007, s. 32, 37, 38]).

⁶ To znaczy, że wynika ze stałych różnic pomiędzy uznawaniem przychodów za osiągnięte a kosztów za poniesione w prawie podatkowym i bilansowym oraz że zwolnienia, odliczenia, doliczenia i ulgi, o które koryguje się dochód w ramach rachunku podatku dochodowego, mają charakter trwałe, tzn. będą też obowiązywały w kolejnych okresach.

⁷ To znaczy, że wynika z przejściowych różnic pomiędzy uznawaniem przychodów za osiągnięte a kosztów za poniesione w prawie podatkowym i bilansowym oraz że zwolnienia, odliczenia, doliczenia i ulgi, o które koryguje się dochód w ramach rachunku podatku dochodowego, mają charakter przejściowy. W odniesieniu do małych przedsiębiorstw przykładem przejściowego powodu niezgodności efektywnej stopy podatkowej z nominalną może być stosowanie kredytu podatkowego. Jest ono uregulowane w następujących przepisach: Ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych, art. 44 ust. 7a-7j; Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych, art. 25 ust. 11-16; Ustawa z dnia 20 listopada 1998 r. o zryczałtowanym podatku dochodowym od niektórych przychodów osiąganych przez osoby fizyczne, art. 21 ust. 6-13.

nominalnej [Damodaran 2002, s. 249]. W szczególności należy rozważyć w takiej sytuacji użycie marginalnej stopy nominalnej w szacowaniu wartości rezydualnej. Jeśli bowiem efektywna stopa podatkowa niższa od nominalnej wynika z różnic przejściowych, to nie należy oczekiwać utrzymywania się takiej tendencji aż do nieskończoności⁸.

Wykorzystanie efektywnej stopy podatkowej w wycenie przedsiębiorstwa działającego w innej formie prawnej niż spółka kapitałowa jest uzasadnione faktycznym występowaniem w tych przedsiębiorstwach odsetkowej tarczy podatkowej, która ze względu na ich specyfikę ujawnia się dopiero na poziomie podatku od dochodów właścicieli. Różnica między tą grupą podmiotów a spółkami kapitałowymi polega na tym, że przekazanie wartości właścicielom poprzez dywidendę w spółce kapitałowej wiązałoby się z koniecznością jej opodatkowania, a w pozostałych podmiotach – już nie⁹.

3. Algorytm szacowania stopy podatkowej w wycenie przedsiębiorstw niebędących spółkami kapitałowymi

Podstawowa trudność w wyznaczaniu efektywnej stopy podatkowej dla przedsiębiorstw działających w formie prawnej osoby fizycznej, spółki cywilnej i spółek osobowych prawa handlowego polega na tym, że podatek dochodowy nie jest płacony przez te podmioty, tylko oddzielnie przez każdego z właścicieli [Poszwa 2007, s. 33]. W rachunku zysków i strat podmiotu nie wykazuje się podatku dochodowego,

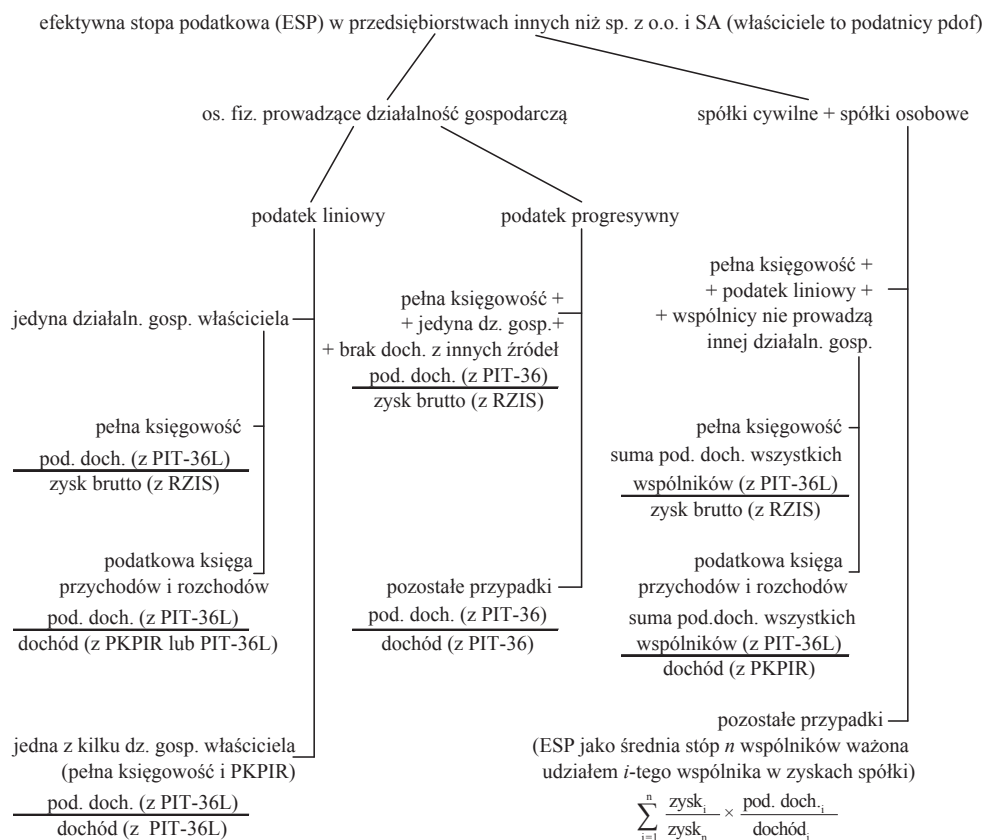
⁸ Chodzi w tym miejscu o szacowanie wartości rezydualnej w dochodowych metodach wyceny przedsiębiorstwa przy założeniu kontynuacji działalności (*going concern*). Wtedy często przyjmowanym rozwiązaniem jest wykorzystanie wzoru na bieżącą wartość rosnącej renty wieczystej, zgodnie z wzorem [Nowicki 2010, s. 181-192]:

$$RV = \frac{CF_n'(1+g)}{k_n - g}, \quad (2)$$

gdzie: RV – wartość rezydualna na koniec okresu szczegółowej prognozy; $CF_n'(1+g)$ – standaryzowany przepływ pieniężny na koniec pierwszego roku po okresie szczegółowej prognozy, który wzrastać będzie w kolejnych latach ze stałą stopą wzrostu g ; k_n – właściwa stopa dyskontowa w okresie od końca okresu szczegółowej prognozy do nieskończoności; g – stała stopa wzrostu CF po okresie szczegółowej prognozy, przy czym zakłada się, że $k_n > g$.

Przepływ pieniężny CFn' powinien odpowiadać tzw. podtrzymywalnemu (standaryzowanemu) poziomowi CF , jakiego oczekuje się w horyzoncie długoterminowym, w ustabilizowanych warunkach funkcjonowania przedsiębiorstwa [Frąckowiak 1998, s. 213; Szczepankowski 2007, s. 210-212]. Wykorzystanie podtrzymywalnego przepływu pieniężnego wymaga właściwego oszacowania stopy podatkowej zgodnie z opisanym powyżej podejściem.

⁹ Jest to wynikiem podwójnego z punktu widzenia właścicieli opodatkowania dochodu ze spółek kapitałowych i pojedynczego opodatkowania dochodu ze spółek osobowych, cywilnych i podmiotów prowadzących działalność gospodarczą jako osoby fizyczne [Poszwa 2007, s. 30; Kaczmarek 2008].



Rys. 1. Sposoby szacowania efektywnej stopy podatkowej w przedsiębiorstwach niebędących spółkami kapitałowymi

Źródło: opracowanie własne.

ponieważ jest on płacony przez właściciela¹⁰, nie można zatem, bazując na danych z rachunku zysków i strat, obliczyć efektywnej stopy podatkowej według wzoru (1).

¹⁰ W takich formach działalności, jak działalność gospodarcza osoby fizycznej, spółka cywilna czy spółki osobowe, podatnikiem podatku dochodowego jest właściciel, płacący podatek dochodowy od dochodów własnych, w skład których wchodzi także zysk wypracowany w ramach przedsiębiorstwa. Przedsiębiorstwo nie płaci osobnego podatku dochodowego od wypracowanego zysku. W konsekwencji także księgowo w rachunku zysków i strat nie wykazuje się podatku dochodowego płaconego przez właściciela, zgodnie bowiem z art. 42 ust. 1 p. 4 ustawy o rachunkowości w rachunku zysków i strat wykazuje się tylko ten podatek dochodowy, którego podatnikiem jest jednostka. W konsekwencji jedynie w sprawozdaniu finansowym osób prawnych mogą wystąpić podatki dochodowe w pozycji „obowiązkowe obciążenia wyniku finansowego”. We wszystkich innych jednostkach, w których podatnikami podatku dochodowego są właściciele, wykazywany w sprawozdaniu finansowym zysk (strata) netto jest równy zyskowi (stracie) brutto (o ile nie występują wynikające z odrębnych przepisów

Rozwiązanie tego problemu poprzez przyjęcie w prognozie nominalnej stopy podatkowej nie wydaje się wskazane. Po pierwsze, trudność dotyczyłaby jej wyznaczenia dla osób fizycznych wykazujących dochód w ramach progresji podatkowej, gdyż w przypadku przekroczenia progu dochody opodatkowane są w odpowiednich częściach dwoma stawkami nominalnymi (w 2012 roku stawki te to 18% i 32%). Po drugie, nawet jeśli by przyjąć w tym przypadku jako trafniejszy wybór stopy marginalnej, to stwierdzić trzeba, że szczególnie w podatku dochodowym od osób fizycznych stopa nominalna wykazuje zbyt luźny związek z faktycznymi przepływami pieniężnymi z tytułu podatku dochodowego. Jest to efektem występowania zwolnień, odliczeń, doliczeń i ulg powszechniej oraz w szerszym zakresie, niż ma to miejsce w podatku dochodowym od osób prawnych.

Dokonując oszacowania efektywnej stopy podatkowej, korzystać zatem należy z danych właścicieli dotyczących płaconych przez nich podatków dochodowych w ostatnim roku (np. z zeznania podatkowego). Wskazać przy tym należy na różnice wynikające z formy prawnej, sposobów ewidencji podmiotów, jak również możliwych kombinacji indywidualnych sytuacji właścicieli. Algorytm wyboru sposobu szacowania efektywnej stopy podatkowej (ESP) zaprezentowano na rys. 1.

Algorytm szacowania efektywnej stopy podatkowej jest uzależniony m.in. od tego, czy analizowane przedsiębiorstwo działa jako osoba fizyczna prowadząca działalność gospodarczą, czy jako spółka cywilna osób fizycznych bądź spółka osobowa. W tym drugim przypadku poszukiwana stopa podatkowa może być oszacowana jedynie w przybliżeniu jako średnia wynikająca z obciążeń podatkowych poszczególnych właścicieli¹¹. Poza tym mianownik poszukiwanej formuły stopy podatkowej zależy od zakresu ewidencji prowadzonej przez jednostkę. Jeśli prowadzone są pełne księgi rachunkowe, to w mianowniku powinien znaleźć się zysk brutto z rachunku zysków i strat (RZIS). Natomiast jeśli formą ewidencji przyjętą przez przedsiębiorstwo jest podatkowa księga przychodów i rozchodów (PKPIR), czyli uproszczona ewidencja przychodów i kosztów o charakterze wyłącznie podatkowym, to zysku brutto się nie wyznacza, a w mianowniku umieścić należy dochód podatkowy¹². Licznik poszukiwanej formuły stopy podatkowej zależy od wyboru podatku dochodowego od osób fizycznych jako podatku liniowego bądź podatku progresywnego. Większa trudność dotyczy szacowania efektywnej stopy podatkowej w przypadku

inne obciążenia wyniku finansowego) [Muszyńska 2001, s. 204; Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, art. 42 ust. 1 p. 4].

¹¹ Zaprezentowany algorytm zakłada, że współnikami spółek osobowych są osoby fizyczne. W sytuacji, w której współnikiem byłaby np. spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, algorytm wymagałby jedynie niewielkiej modyfikacji, uwzględniającej konieczność pozyskiwania danych do obliczeń z ksiąg rachunkowych oraz rachunku zysków i strat takiego współnika.

¹² W algorytmie pominięto te jednostki, które płacą podatek dochodowy w formie ryczałtu od przychodów ewidencjonowanych lub karty podatkowej, ponieważ w tych formach opodatkowania nie oblicza się dochodu. Poza tym zakres ewidencji podmiotów opodatkowanych w tych formach uproszczonych może wręcz uniemożliwić dokonanie ich wyceny metodami dochodowymi.

podatku progresywnego, w którym dochody przedsiębiorcy łączy się z dochodami z innych źródeł¹³. Wtedy zaproponowane na rys. 1 formuły są jedynie przybliżeniem poszukiwanej stopy podatkowej. W konsekwencji także zaproponowane średnie służące do oszacowania efektywnej stopy podatkowej dla spółek są przybliżeniem z tego powodu, że w przypadku uśredniania stóp podatkowych poszczególnych współników, obliczonych dla podatku liniowego, dochody brane pod uwagę mogą pochodzić też z innych niż wyceniana spółka podmiotów prowadzących działalność gospodarczą, których współnik jest właścicielem, natomiast w przypadku podatku progresywnego dodatkowo mogą pochodzić także ze źródeł innych niż działalność gospodarcza.

Wypracowane powyżej zasady szacowania efektywnej stopy podatkowej dla przedsiębiorstw innych niż spółki z ograniczoną odpowiedzialnością i spółki akcyjne zastosować należy w procesie wyceny tych podmiotów, przy czym należy je traktować jako stopy podatkowe z punktu widzenia konkretnego podmiotu bądź nawet konkretnego właściciela. Wybór stopy podatkowej, którą uwzględni się w obliczeniach, zależy bowiem od motywu wyceny [Damodaran 2002, s. 673]. W szczególności jeśli wyceny dokonuje się na potrzeby transakcji kupna przedsiębiorstwa, to w obliczeniach użyć należy prognozowanej efektywnej stopy podatkowej kupującego, którym może być spółka kapitałowa, spółka osobowa, spółka cywilna bądź osoba fizyczna. Ponieważ wyznacza się prognozowaną stopę podatkową, w wycenie uwzględnić należy także fakt, że sfinalizowanie transakcji kupna przedsiębiorstwa może zmodyfikować przyszłą efektywną stopę podatkową kupującego¹⁴.

4. Zakończenie

Literatura przedmiotu nie poświęca wiele miejsca problematyce szacowania stopy podatkowej w podmiotach innych niż spółki kapitałowe. Podkreślić należy, że pomijanie specyfiki tego procesu w przypadku przedsiębiorstw działających w innej formie prawnej niż spółka z o.o. czy spółka akcyjna nie jest właściwe. Przedstawiony w niniejszym opracowaniu algorytm służyć ma rozwiązaniu problemów związanych z szacowaniem stopy podatkowej, przed jakimi stają wyceniający takie przed-

¹³ Podatek progresywny ma charakter globalny, a podatek liniowy ma charakter autonomiczny, tzn. obejmuje tylko dochody z działalności gospodarczej [Poszwa 2007, s. 25, 39].

¹⁴ Oczywiście uwzględnienie efektywnej stopy podatku dochodowego w rachunku kosztu kapitału obcego po opodatkowaniu powinno umożliwić prawidłowe oszacowanie tego elementu kosztu kapitału, czyli jego obniżenie w wyniku występowania tarczy podatkowej, tylko wtedy, gdy ona występuje. Efekt tarczy podatkowej dotyczyć może bowiem tylko okresów osiągania wystarczająco wysokiego zysku przed odjęciem odsetek (zysku operacyjnego). Oznacza to np., że w okresach osiągania straty podatkowej efekt tarczy podatkowej nie występuje, a koszt kapitału obcego po opodatkowaniu jest równy kosztowi kapitału obcego przed opodatkowaniem. Wtedy zastosowana w rachunku stopa podatkowa powinna być zerowa. Stosowanie efektywnej stopy podatkowej wyznaczonej przy wykorzystaniu zaprezentowanego algorytmu gwarantuje poprawne rozwiązanie tego problemu.

siębiorstwa. Oczywiście przedstawione w artykule sposoby kalkulacji stopy podatkowej dają tylko jej mniej lub bardziej precyzyjne oszacowanie. Ponadto wymagają dostępu do danych osób fizycznych prowadzących działalność gospodarczą lub wspólników spółek, które mogą być trudne do uzyskania. Należy jednak podjąć tę próbę, aby w sposób prawidłowy oszacować obciążenia podatkowe.

Wydaje się, że zaproponowany algorytm może mieć duże znaczenie ekonomiczne, gdyż abstrahowanie od różnic w zakresie podatku dochodowego pomiędzy spółkami kapitałowymi a przedsiębiorstwami prowadzonymi w innych formach prawnych może prowadzić do zniekształcenia wyników wyceny, a w konsekwencji do podjęcia błędnych decyzji. Znaczenie algorytmu szacowania stopy podatkowej w wycenie przedsiębiorstw niebędących spółkami kapitałowymi dla praktyki gospodarczej wynika z powszechności występowania takich firm. Wycenia się bowiem nie tylko spółki kapitałowe, ale także podmioty działające w mniej skomplikowanych formach prawnych. Biorąc przy tym pod uwagę, że stanowią one zdecydowaną większość przedsiębiorstw w gospodarce¹⁵, nie sposób przecenić znaczenia właściwego szacowania ich wartości. Ponadto podkreślić należy, że zaproponowany algorytm może zostać wykorzystany nie tylko w ramach wyceny przedsiębiorstw działających w innej formie prawnej niż spółka kapitałowa, ale także w analizie finansowej, planowaniu finansowym czy w pomiarze dokonań w nurcie zarządzania przez wartość w takich podmiotach.

Literatura

- Benninga S.Z., Sarig O.H., *Finanse przedsiębiorstwa: metody wyceny*, WIG-Press, Warszawa 2000.
- Black A., Wright Ph., Bachman J.E., Davies J., *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy. Kształtowanie wyników działalności spółek*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000.
- Brealey R.B., Myers S.C., *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1999.
- Damodaran A., *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, wyd. II, ONEPRESS, Gliwice 2007.
- Damodaran A., *Investment Valuation: Second Edition*, John Wiley & Sons, New York 2002.
- Dudycz T., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005.
- Fernandez P., *Valuing Companies by Cash Flow Discounting: Ten Methods and Nine Theories*, IESE Business School, working paper, 27.12.2006, <http://ssrn.papers.com>, 10.03.2008.
- Frąckowiak W. (red.), *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 1998.
- Informacja dotycząca rozliczenia podatku dochodowego od osób prawnych za 2010 rok*, Ministerstwo Finansów, Warszawa, lipiec 2011, <http://www.mf.gov.pl/dokument.php?const=3&dzial=149&id=263700>, 6.03.2012.
- Kaczmarek A., *Podwójne opodatkowanie w spółce*, „Gazeta Finansowa”, 16.05.2008.

¹⁵ Według stanu na 31.12.2011 roku w Polsce spośród 3 869 697 podmiotów gospodarki narodowej zarejestrowanych w rejestrze REGON jedynie 278 347 to spółki kapitałowe (7,19% ogółu). Oznacza to, że (odliczając przedsiębiorstwa państwowe i spółdzielnie – udział 0,45%) zaproponowany algorytm szacowania stopy podatkowej odnosi się potencjalnie do wyceny ponad 92% podmiotów gospodarki narodowej [*Mały rocznik statystyczny Polski 2012*, s. 499-503].

- Luehrman T.A., *Using APV: A Better Tool for Valuing Operations*, „Harvard Business Review”, May-June 1997.
- Mały rocznik statystyczny Polski 2012*, GUS, Warszawa 2012.
- Michalski M., *Zarządzanie przez wartość*, WIG-Press, Warszawa 2001.
- Muszyńska B., *Przewodnik po znowelizowanej ustawie o rachunkowości*, Usługowy Zakład Rachunkowości Stowarzyszenia Księgowych w Polsce, Poznań-Łódź 2001.
- Nita B., *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007.
- Nowicki J., *Szacowanie wartości rezydualnej w wycenie DCF przy założeniu kontynuacji działalności podmiotu*, [w:] *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym 2010*, red. J. Duraj, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.
- Poszwa M., *Zarządzanie podatkami w małej i średniej firmie*, C.H. Beck, Warszawa 2007.
- Szczepankowski P., *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych, DzU 1991, nr 80, poz. 350, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych, DzU 1992, nr 21, poz. 86, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, DzU 1994 nr 121 poz. 591, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 20 listopada 1998 r. o zryczałtowanym podatku dochodowym od niektórych przychodów osiąganych przez osoby fizyczne, DzU 1998, nr 144, poz. 930, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, DzU 2000, nr 94, poz. 1037, z późn. zm.
- Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999.

ESTIMATING THE INCOME TAX RATE IN VALUATION OF OTHER ENTERPRISES THAN LIMITED LIABILITY OR JOINT-STOCK COMPANIES

Summary: The article refers to the issues of estimating the income tax rate in valuation of enterprises operating in other legal form than the limited liability or joint-stock company. The author concentrates on estimating the tax rate for business valuation purposes, but some thoughts can find the wider application in various areas of the financial analysis. The article presents an algorithm which enables proper tax rate estimation depending on legal form, scope of record, chosen form of taxation and number of partners.

Keywords: income tax rate, business valuation, private firm.