

Paweł Rumniak

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA A WARTOŚĆ SKŁADNIKÓW NIEMATERIALNYCH

Streszczenie: Wartość przedsiębiorstwa w ujęciu rynkowym zawiera w sobie wartość składników zarówno materialnych, jak i niematerialnych. Wycena rynkowa pozwala ujawnić część składników niematerialnych, które z punktu widzenia bilansowego nie są identyfikowalne. Dzięki podejściu rynkowemu do wyceny można zauważyć coraz większy udział składników niematerialnych w wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Wiąże się to z rosnącym znaczeniem tych składników i z koniecznością ich precyzyjniejszej wyceny i zarządzania nimi w celu zwiększania efektywności wykorzystania tej grupy aktywów.

Słowa kluczowe: składniki niematerialne, brand, marka, *goodwill*, wartość.

1. Wstęp

Dlaczego wartość ma tak duże znaczenie dla przedsiębiorstwa? Wartość jest pochodną posiadanego majątku i wyznacznikiem: efektywności, rynkowego postrzegania firmy, przewagi konkurencyjnej, właściwego zarządzania, ale przede wszystkim wynikiem wykorzystania kapitału ludzkiego, który wpływa na wszystkie obszary działalności przedsiębiorstwa i jego wyniki. Wszystkie te czynniki funkcjonują w sposób jawny lub niejawny, przyczyniając się do lepszych (lub gorszych) wyników finansowych przedsiębiorstwa, będących ostatecznym weryfikatorem wartości przedsiębiorstwa. Wartość ma również inny wymiar – makroekonomiczny. Istnieje bowiem ważne powiązanie pomiędzy wartością firmy, wydajnością a PKB na mieszkańca [Copeland, Koller, Murrin 1997, s. 19].

Współczesne przedsiębiorstwa przywiązują olbrzymią wagę do swojej wartości, która daje (jeżeli jest odpowiednio wysoka) poczucie stabilizacji oraz możliwość harmonijnego wzrostu. Swobodny przepływ kapitałów inwestycyjnych oraz spekulacyjnych powoduje, że wartość przedsiębiorstwa może wpływać na zwiększanie możliwości przedsiębiorstwa poprzez przyciągnięcie dodatkowego kapitału oraz wejście na nowe rynki i rozszerzenie zakresu działalności. W Polsce istotnym czynnikiem, który spowodował radykalne zmiany w postrzeganiu wartości przedsiębiorstwa, było zainicjowanie rynku papierów wartościowych, dzięki czemu powstał nowy obszar wartościowania firm.

Autor, prezentując różnice w postrzeganiu wartości przedsiębiorstwa i wartości składników niematerialnych, jakimi dysponuje przedsiębiorstwo, pragnie zwrócić uwagę na rosnący problem, związany z powszechnym pomijaniem składników niematerialnych w różnego rodzaju sprawozdaniach finansowych przedsiębiorstwa. Wzrastający udział tej grupy składników w wartości przedsiębiorstwa, w szczególności grupy, która nie jest ujawniana w bilansie jednostki, stwarza konieczność głębszej i bardziej szczegółowej analizy wartości i składników przyczyniających się do powstawania nadwyżki wartości przedsiębiorstwa nad wartością rynkową bilansowych składników aktywów przedsiębiorstwa. Celem niniejszego artykułu jest wskazanie źródeł składających się na tę nadwyżkę.

2. Wartość – ujęcie definicyjne

Wartość w praktyce wyceny przedsiębiorstwa może być definiowana w różny sposób. W tabeli 1 zaprezentowano różne poglądy na wartość przedsiębiorstwa. W zależności od wybranej metody oraz podejścia do wyceny¹ różne czynniki wpływają na wartość przedsiębiorstwa. Przykładowo w podejściu rachunkowym na ostateczną wartość przedsiębiorstwa mają wpływ przede wszystkim takie czynniki, jak: wartość początkowa, metoda amortyzacji, czas czy przydatność gospodarcza składnika majątkowego. Z punktu widzenia rynkowego czynniki rachunkowe nie mają większego znaczenia, istotne są natomiast popyt (na wyceniany składnik lub przedsiębiorstwo) oraz przydatność (uniwersalność) danego składnika z punktu widzenia potencjalnego nabywcy.

Punktem wyjścia do rozważań nad wartością przedsiębiorstwa jest skonkretyzowanie metody (a raczej punktu, z którego spogląda się na wartość), w oparciu o którą wycena ma być wykonywana. Można wskazać wartość postrzeganą poprzez pryzmat majątku przedsiębiorstwa, poprzez pryzmat możliwości generowania przyszłych strumieni pieniężnych oraz wartość tworzoną na rynku. Odrębnym zagadnieniem jest relacja pomiędzy wartością a ceną. Wartość składnika nie zawsze wskazuje cenę, może być podstawą do jej wyznaczenia, lecz niekoniecznie jest z nią tożsama, dlatego część autorów wskazuje wyraźną różnicę pomiędzy procesami związanymi z ustaleniem wartości (*valuation*) a procesami wyceny (*pricing*).

Na wartość przedsiębiorstwa można spojrzeć z punktu widzenia:

- 1) wewnętrznego, poprzez pryzmat:
 - majątku przedsiębiorstwa,
 - potencjału jakim dysponuje przedsiębiorstwo,
- 2) zewnętrznego, poprzez pryzmat:
 - inwestorów indywidualnych potencjalnie zainteresowanych lub już zaangażowanych w badane przedsiębiorstwo,

¹ Podejście do wyceny wiąże się z różnym spojrzeniem na składniki niematerialne. Wyróżnić można następujące podejścia do składników niematerialnych: rachunkowe, finansowe, rynkowe i prawne.

Tabela 1. Przykładowe definicje wartości wykorzystywane w wycenie przedsiębiorstw

Wartość	Interpretacja	Źródło
1	2	3
Wartość użytkowa – ujęcie księgowe	bieżąca, szacunkowa wartość przyszłych przepływów pieniężnych, których wystąpienia oczekuje się z tytułu dalszego użytkowania składnika aktywów przedsiębiorstwa oraz jego likwidacji na zakończenie okresu użytkowania	zasady rachunkowości, plany finansowe przedsiębiorstwa, plany strategiczne przedsiębiorstwa
Wartość właściciela	odnosi się do aktualnego i przyszłego właściciela aktywów; miernik tej wartości to wartość pozbycia się lub wartość pozbawienia aktywów	literatura dotycząca wyceny przedsiębiorstwa, zarządzanie finansami
Wartość księgowa	wartość wykazywana w sprawozdaniach finansowych, podlegająca ogólnie przyjętym zasadom rachunkowości	zasady rachunkowości, zasady podatkowe
Wartość rynkowa	cena wymienna dobra lub usługi na każdym rynku (szerokie znaczenie); także wartość składnika aktywów będącego przedmiotem obrotu na zorganizowanym rynku, np. giełdzie papierów wartościowych, giełdzie towarowej (węższe znaczenie)	literatura dotycząca wyceny przedsiębiorstwa, zarządzanie finansami
Wartość godziwa – ujęcie księgowe	kwota, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane na warunkach transakcji rynkowej pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązanimi ze sobą stronami	zasady rachunkowości, zasady podatkowe
Wartość odtworzeniowa	koszt zastąpienia posiadanych urządzeń, maszyn i innych środków trwałych identycznymi co do rodzaju aktywami	literatura dotycząca wyceny przedsiębiorstwa, zarządzanie finansami
Wartość inwestycji	wartość zdyskontowanych na dzień oceny przepływów pieniężnych wg odpowiedniej dla danego inwestora stopy dyskontowej	literatura dotycząca wyceny przedsiębiorstwa, zarządzanie finansami
Wartość likwidacyjna	odnosi się do sytuacji, gdy przedsiębiorstwo musi zlikwidować część lub całość swoich aktywów i roszczeń	literatura dotycząca wyceny przedsiębiorstwa, zarządzanie finansami
Wartość <i>goodwill</i> – ujęcie księgowe	wartość rynkowa minus wartość godziwa	literatura dotycząca wyceny przedsiębiorstwa, zarządzanie finansami
Wartość biznesu w działaniu	wartość przedsiębiorstwa rozpatrywanego jako funkcjonująca na rynku organizacja. Alternatywą dla tej wartości jest wartość likwidacyjna	literatura dotycząca wyceny przedsiębiorstwa, zarządzanie finansami
Wartość kapitalizacji rynkowej	iloczyn wszystkich wyemitowanych akcji spółki i ceny 1 akcji, obliczony na określony dzień	giełda papierów wartościowych
Wartość podatkowa	służy za podstawę do ustalenia podatków	zasady rachunkowości, zasady podatkowe

Tabela 1, cd.

1	2	3
Wartość zabezpieczenia	wartość aktywów wykorzystana do zabezpieczenia pożyczki lub innego zobowiązania	zasady bankowe
Wartość bilansowa	wartość, według której dany składnik majątku jest ujmowany w bilansie po obliczeniu umorzenia oraz kwoty odpisów amortyzacyjnych	zasady rachunkowości, zasady podatkowe
Wartość <i>going-concern</i> (kontynuacji działalności)	wartość majątku prezentowana w bilansie w sytuacji kontynuacji działalności przedsiębiorstwa, wówczas wycena następuje zgodnie z zasadami rachunkowymi	zasady rachunkowości
Wartość księgowo-giełdowa	ilość wyemitowanych akcji i ich wartości księgowej	giełda papierów wartościowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Panfil, Szablewski 2006, s. 29].

- inwestorów strukturalnych,
- właścicieli,
- instytucji państwowych.

A. Jaki [2008, s. 26-27], wskazując zasadnicze aspekty i uwarunkowania wartości, podaje:

- wartość przedsiębiorstwa opartą na wartości nakładów poniesionych na jego stworzenie – w zależności od punktu odniesienia można mówić na przykład o tzw. wartości historycznej bądź też wartości reprodukcyjnej, jednak za każdym razem wartość aktywów musi być pomniejszana o kapitał obcy (zwrotny),
- wartość ekonomiczną przedsiębiorstwa (*economic value, going-concern value*), opartą na kategorii wartości użytkowej i wynikających z niej korzyści, będących efektem funkcjonowania przedsiębiorstwa i prawnie do niego należących,
- wartość rynkową przedsiębiorstwa (*fair market value*), wywodzącą się z klasycznej koncepcji wartości naturalnej jako opartej na popycie i podaży wypadkowej wartości wymiennej i wartości użytkowej zweryfikowanej przez rynki finansowe i towarowe; wiarygodność tego rodzaju wyceny jest przy tym uzależniona od poziomu efektywności rynku.

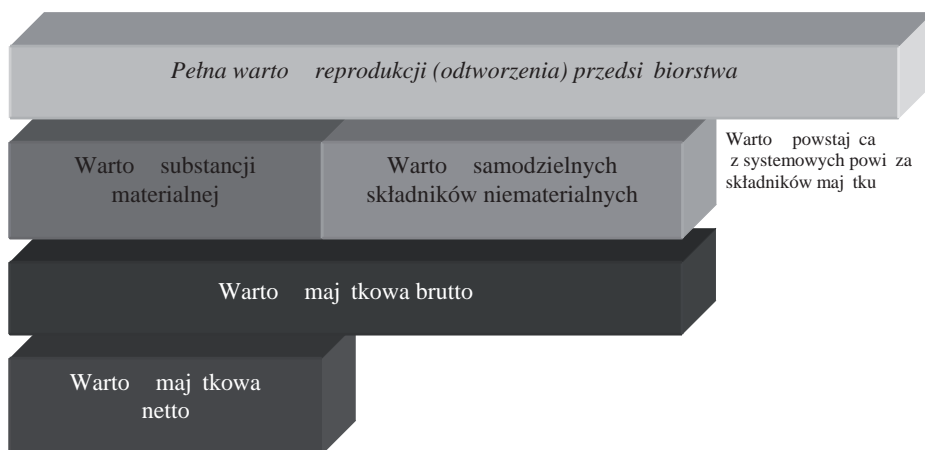
Powyższa klasyfikacja, związana z postrzeganiem majątku przedsiębiorstwa, wykorzystywana jest powszechnie w wycenie wartości przedsiębiorstw. Naturalnie, przez lata, na wartość przedsiębiorstwa patrzono przez pryzmat wartości majątku, jakim dysponuje. Spojrzenie takie cały czas jest wykorzystywane np. w sytuacji przedsiębiorstw ubiegających się o wielomilionowe kontrakty w ramach zamówień publicznych. Majątek przedsiębiorstwa jest, poza wyrażeniem wartości, elementem identyfikującym charakter działalności przedsiębiorstwa oraz zabezpieczeniem przed ryzykiem związanym z działalnością gospodarczą podmiotu.

3. Majątek przedsiębiorstwa

Majątek, z punktu widzenia bilansowego, może przedstawiać różne wartości w zależności od sytuacji, w jakiej dokonywana jest wycena (również od celu wyceny majątku). Wyróżnić można następujące „poziomy” (punkty widzenia) wyceny majątku:

- wartość brutto,
- wartość netto,
- skorygowana wartość netto,
- wartość odtworzeniowa,
- wartość likwidacyjna,
- wartość *going-concern*,
- wartość podatkowa,
- wartość majątku z uwzględnieniem elementów nieidentyfikowanych w bilansie (elementy pozabilansowe oraz wartości niematerialne pomijane w bilansie).

Wartość przedsiębiorstwa, bazująca na wartości majątkowej, jest wartością bieżącą względem wyceny [Kufel 1992, s. 49]. Zależności pomiędzy poszczególnymi pojęciami wartości w ujęciu majątkowym przedstawia rys. 1.



Rys. 1. Struktura pojęciowa wartości majątkowej

Źródło: [Kufel 1992, s. 49].

Wartość likwidacyjna, przynajmniej teoretycznie, powinna wskazywać najniższą wartość majątku przedsiębiorstwa i zasadniczo stanowi punkt wyjścia do ustalania innych poziomów wyceny majątku. Wartość wycenianego składnika majątkowego określana jest jako różnica pomiędzy ceną majątku, jaką można uzyskać na drodze przetargu lub publicznego ogłoszenia o sprzedaży, a kosztami postępowania

Tabela 2. Zasady wyceny składników majątkowych przedsiębiorstwa przy kontynuacji i braku kontynuacji działalności

Pozycja majątkowa	Kontynuacja działalności	Brak kontynuacji działalności
Środki trwałe oraz wartości niematerialne i prawne	cena nabycia* lub koszty wytworzenia, lub wartość przeszacowana (po aktualizacji wyceny środków trwałych), pomniejszona o odpisy amortyzacyjne lub umorzeniowe, a także o odpisy z tytułu trwałej utraty wartości	cena sprzedaży netto** możliwa do uzyskania, nie wyższa od ceny nabycia albo kosztów wytworzenia, pomniejszona o dotychczasowe odpisy amortyzacyjne lub umorzeniowe, a także odpisy z tytułu trwałej utraty wartości
Środki trwałe w budowie	wysokość ogółu kosztów pozostających w bezpośrednim związku z ich nabyciem lub wytworzeniem, pomniejszonych o odpisy z tytułu trwałej utraty wartości	
Udziały w innych jednostkach oraz inne inwestycje zaliczone do aktywów trwałych	według ceny nabycia pomniejszonej o odpisy z tytułu trwałej utraty wartości lub według wartości godziwej; wartość w cenie nabycia można przeszacować do wartości w cenie rynkowej	
Udziały w jednostkach podporządkowanych	według ceny nabycia pomniejszonej o odpisy z tytułu trwałej utraty wartości lub według wartości godziwej; wartość w cenie nabycia można przeszacować do wartości w cenie rynkowej, z tym że udziały zaliczane do aktywów trwałych mogą być wycenione metodą praw własności	
Inwestycje krótkoterminowe	cena (wartość) rynkowa albo według ceny nabycia lub ceny (wartości) rynkowej, zależnie od tego, która z nich jest niższa, a krótkoterminowe inwestycje, dla których nie istnieje aktywny rynek w inny sposób określonej wartości godziwej	
Rzeczowe składniki aktywów obrotowych	cena nabycia lub kosztów wytworzenia nie wyższych od cen ich sprzedaży netto na dzień bilansowy	
Należności i udzielone pożyczki	w kwocie wymaganej zapłaty, z zachowaniem ostrożności	
Zobowiązania	kwota wymagająca zapłaty, przy czym zobowiązania finansowe, których uregulowanie zgodnie z umową następuje drogą wydania aktywów finansowych innych niż środki pieniężne lub wymiany na instrumenty finansowe – według wartości godziwej	
Rezerwy	uzasadniona, wiarygodnie oszacowana wartość	
Kapitały (fundusze) własne oraz pozostałe aktywa i pasywa	wartość nominalna	

* Cena nabycia to cena zakupu składnika aktywów, obejmująca kwotę należną sprzedającemu, bez podlegających odliczeniu podatku od towarów i usług oraz podatku akcyzowego, a w przypadku importu powiększona o obciążenia o charakterze publicznoprawnym oraz powiększona o koszty bezpośrednio związane z zakupem i przystosowaniem składnika aktywów do stanu zdatnego do używania lub wprowadzenia do obrotu, łącznie z kosztami transportu, jak też załadunku, wyładunku, składowania lub wprowadzenia do obrotu, a obniżona o rabaty, opusty, inne podobne zmniejszenia i odzyski. Jeżeli nie jest możliwe ustalenie ceny nabycia składnika aktywów, a w szczególności przyjętego nieodpłatnie, w tym w drodze darowizny – jego wyceny dokonuje się według ceny sprzedaży takiego samego lub podobnego przedmiotu; ** Cena (wartość) sprzedaży netto składnika to możliwa do uzyskania na dzień bilansowy cena jego sprzedaży, bez podatku od towarów i usług i podatku akcyzowego, pomniejszoną o rabaty, opusty i inne podobne zmniejszenia oraz koszty związane z przystosowaniem składnika aktywów do sprzedaży i dokonaniem tej sprzedaży, a powiększoną o należną dotację przedmiotową. Jeżeli nie jest możliwe ustalenie ceny sprzedaży netto danego składnika aktywów, należy w inny sposób określić jego wartość godziwą na dzień bilansowy.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Ustawy z dnia 29.09.1994 r. o rachunkowości, DzU nr 121, poz. 591.

związanymi ze sprzedażą (likwidacją) tego majątku. W tej metodzie również należy uwzględnić wartość umorzonych, lecz będących w ciągłej eksploatacji składników majątkowych oraz tych, które znajdują się poza majątkiem przedsiębiorstwa (z punktu widzenia rachunkowego), a przyczyniają się do powstawania korzyści dla sprzedawanego przedsiębiorstwa. Metoda ta wykorzystywana jest praktycznie w sytuacji braku kontynuacji działalności przedsiębiorstwa, co również wpływa na inne spojrzenie na poszczególne pozycje majątku przedsiębiorstwa (tab. 2).

Wartość *going-concern* jest związana z poziomem, na jakim wyceniany jest majątek przedsiębiorstwa kontynuującego działalność. W przypadku braku kontynuacji działalności majątek przedsiębiorstwa poddany będzie wycenie zgodnie z zasadami rachunkowymi, tj. na poziomie możliwych do uzyskania cen sprzedaży netto. Różnica, jaka powstaje pomiędzy wartością majątku przedsiębiorstwa ustaloną w sytuacji kontynuacji działalności a wartością ustaloną przy braku kontynuacji działalności, określana jest jako wartość *going-concern*, czyli wartość wynikająca z kontynuacji działalności przedsiębiorstwa.

4. Wartość rynkowa przedsiębiorstwa a wartość jego składników niematerialnych

Praktycznie każde podejście związane z określeniem wartości majątku przedsiębiorstw ogranicza się do ustalenia wartości aktywów materialnych i finansowych oraz nielicznej grupy pozycji niematerialnych (zawężonych zazwyczaj do takich pozycji, jak oprogramowanie, licencje i patenty). Brak znacznej części (istniejących, lecz nieidentyfikowalnych w bilansie) składników niematerialnych wynika w dużej mierze z charakteru tych pozycji i zasadniczych różnic związanych z ich postrzeganiem przez pryzmat rachunkowy (a także podatkowy i prawny). W tabeli 3 zaprezentowano podstawowe różnice, jakie występują pomiędzy aktywami materialnymi i niematerialnymi.

Wartość przedsiębiorstwa postrzegana przez pryzmat rynkowy jest znacznie wyższa niż wartość określona na podstawie danych księgowych (np. wartości netto aktywów). Wskaźnikiem, który najwyraźniej przedstawia różnice w postrzeganiu przedsiębiorstwa przez rynek oraz przez pryzmat majątku, jest wskaźnik P/BV (*price-to-book value*), będący relacją wartości rynkowej akcji do wartości księgowej akcji. Tabela 4 przedstawia sytuację polskich spółek giełdowych (w podziale na sektory) według ujęcia księgowego i rynkowego.

Rynkowa wartość polskich przedsiębiorstw nie odbiega znacząco od wartości księgowej, na co wskazuje poziom wskaźnika P/BV, który maksymalnie wykazuje poziom 2,94, a minimalnie 0,68. Polski rynek giełdowy, w opinii autora, nie jest jednak dobrym przykładem na zobrazowanie różnic w postrzeganiu przedsiębiorstw. Różnice w wartości księgowej i wartości rynkowej są znacznie większe, jeżeli przeanalizuje się dane z rynku krajów rozwiniętych, o ugruntowanej światowej pozycji oraz o dłuższej historii rynku kapitałowego. Wartość rynkowa firmy Microsoft na

Tabela 3. Różnice pomiędzy aktywami niematerialnymi i materialnymi

Kryterium	Aktywa materialne	Aktywa niematerialne
Podstawy teoretyczne	teoria rachunkowości i teorie neoklasyczne	teoria informacji i różne behawioralne teorie, niedostatek wdrożeniowych i empirycznych dowodów
Mechanizm kształtowania ceny	dobrze znany, funkcjonujące rynki, szczegółowy	znany tylko częściowo, nie (całkowicie) szczegółowy, rynek niefunkcjonujący lub dopiero powstający
Własność	składnik może należeć do jednej osoby fizycznej lub prawnej (lub nielicznej grupy)	ulotna, może być w posiadaniu wielu osób oraz wykorzystana przez wiele osób jednocześnie, występują problemy z ochroną własności intelektualnych
Dostępność	wykorzystywane przez jedno przedsiębiorstwo, nie ma potrzeby specjalnej ochrony ponieważ nie jest możliwe jednoczesne korzystanie z jednego składnika materialnego przez dwa różne podmioty	wykorzystywane przez przedsiębiorstwo muszą być chronione przed użyciem przez innych uczestników rynku, ponieważ możliwe jest jednoczesne korzystanie ze składnika niematerialnego przez więcej niż jeden podmiot
Zwrot (finansowy z wykorzystania danego składnika)	spadający	może wzrastać
Koszt wytworzenia	stały i zmienny przenoszony do kosztów działalności przedsiębiorstwa zgodnie z cyklem życia składnika (dyktowanym przepisami podatkowymi i rachunkowymi)	stały w okresie przed utworzeniem rynku (wejściem na rynek), koszty odtworzenia raczej nieistotne
Koszty transferu	łatwe do określenia i obliczenia (zależne od amortyzacji, kosztów transportu)	trudne do ustalenia (wzrasta wraz z poziomem niejawności wiedzy o danym składniku)
Wartość w czasie	umarzana w czasie	wzrasta w okresie użycia
Amortyzacja	zużywają się zgodnie z założeniami podatkowymi lub rachunkowymi	praktycznie nie występuje zużycie, a jeśli to zużycie następuje szybko i jest determinowane sytuacją na rynku
Zarządzanie	poprzez kontrolę	poprzez uczenie się oraz pomoc i kierowanie rozwojem umiejętności (coaching)
Możliwość naruszenia praw własności	stosunkowo łatwa	trudna

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Bornemann i in. 1999, s. 13; Marr 2005, s. 15].

Tabela 4. Wartość rynkowa i księgowa spółek notowanych na polskiej giełdzie papierów wartościowych (wg stanu na dzień 28.01.2010)

Sektor	Liczba spółek	Udział wartości rynkowej sektora w całkowitej wartości rynkowej	Wartość rynkowa (mln PLN)	Wartość księgowa (mln PLN)	P/BV
Wyroby z tworzyw sztucznych	6	0,11	753,51	530,00	1,42
Paliwo i gaz	8	11,34	80 060,91	86 271,88	0,93
Chemiczny	5	0,75	5 285,14	6 086,46	0,87
Materiały budowlane	15	0,68	4 791,09	3 430,14	1,40
Budownictwo	33	2,12	14 935,06	8 107,35	1,84
Elektrotechniczny	30	1,08	7 657,18	5 723,89	1,34
Samochodowy	6	0,25	1 736,28	1 442,46	1,20
Metalowy	20	4,03	28 458,69	16 198,65	1,76
Przemysł – pozostały	1	0,00	29,04	12,96	2,24
Banki	16	42,75	301 738,86	332 378,08	0,91
Ubezpieczyciele	1	0,14	984,38	362,39	2,72
Deweloperzy	19	3,76	26 556,21	38 868,36	0,68
Finanse – inni	25	0,49	3 457,98	2 711,79	1,28
Detaliści	24	1,81	12 752,34	4 956,18	2,57
Nie-detaliści	29	1,57	11 082,39	8 680,14	1,28
IT	32	1,29	9 070,16	7 799,07	1,16
Telekomunikacja	7	3,58	25 263,68	19 405,33	1,30
Media	15	1,80	12 728,81	4 327,23	2,94
Energia	6	18,15	128 142,63	76 540,54	1,67
Hotele i restauracje	8	0,54	3 827,66	2 678,30	1,43
Inne usługi	20	0,46	3 233,83	1 372,52	2,36

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z www.gpw.gov.pl.

początku lutego 2010 roku wynosiła 224,78 biliona dolarów, poziom wskaźnika P/BV 6,09, natomiast wartość księgowa (w tym samym okresie) wynosiła 44,283 biliona dolarów [<http://finance.yahoo.com/q/ks?s=msft>]. W połowie 1999 roku wartość rynkowa firmy Microsoft wynosiła 460 bilionów dolarów, poziom wskaźnika P/BV 16,2, natomiast wartość księgowa 28,4 biliona dolarów [Daum 2003, s. 4]. W ciągu ostatnich 10 lat wartość rynkowa firmy Microsoft znacznie spadła, jednak nadal jest ponad 5-krotnie wyższa od wartości księgowej. Przyczyn spadku można szukać w dwóch znaczących korektach wartości akcji (spowodowanych zawi-

rowaniami na rynkach finansowych całego świata), jakie miały miejsce w 2000 r. (cena akcji na początek roku wynosiła 55,71 dolary, na koniec 21,69 dolarów) oraz w latach 2008-2009 (wartość akcji na początek 2008 roku wynosiła 34,38 dolary, a 6 marca 2009 roku 15,28 dolarów [<http://finance.yahoo.com/q/ks?s=msft>]).

Innym przykładem przedsiębiorstwa o wysokim poziomie wskaźnika P/BV jest Coca-Cola Company. Poziom wskaźnika (na koniec stycznia 2010 roku) wyniósł 6,13, wartość rynkowa przedsiębiorstwa 126,01 biliona dolarów, a wartość księgową 23,995 biliona dolarów². To samo przedsiębiorstwo w połowie 1999 roku posiadało wartość rynkową 143,9 biliona dolarów, wartość księgową 9,5 biliona dolarów, a poziom wskaźnika P/BV wynosił 15,2.

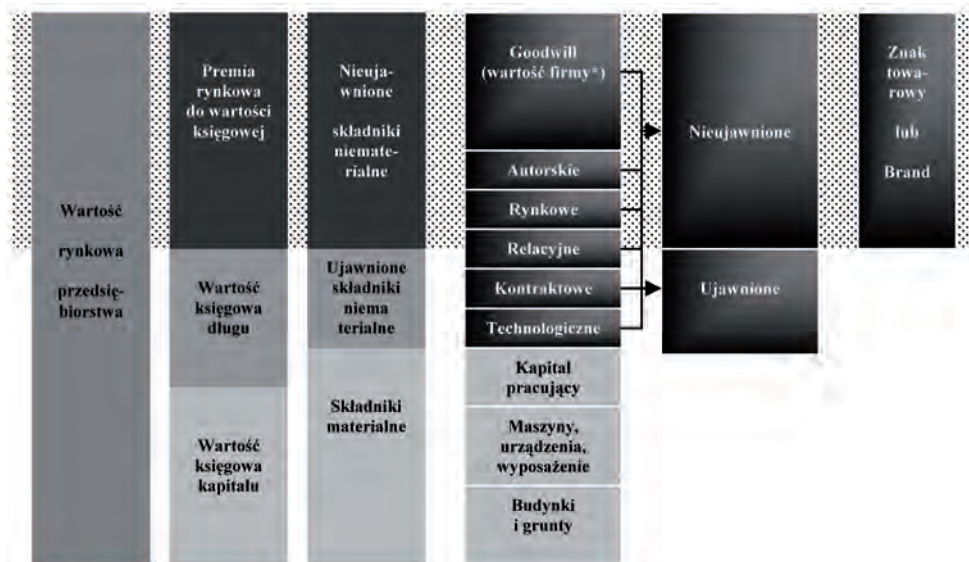
Struktura aktywów oraz pasywów firm Microsoft i Coca-Cola Company znacznie się od siebie różnią, przede wszystkim udziałem środków pieniężnych, materialnych aktywów trwałych, *goodwill* oraz wartości niematerialnych. Inaczej kształtują się kapitały tych firm i w konsekwencji wartość księgową netto. Rynek (z punktu widzenia wskaźnika P/BV) podobnie jednak postrzega te firmy, mimo iż Coca-Cola Company nie jest zaliczana do firm związanych z wysoką technologią. Wartość firmy Microsoft pochodzi głównie ze specjalistycznej wiedzy związanej z rozwojem oprogramowania, zaangażowania w otoczenie i kulturę (firmy), które stymulują do rozwoju oprogramowania, utworzenia przyjaznych warunków nabycia produktów opartych na sieci sprzedaży, pozycji zajmowanej na światowym rynku oprogramowania. Wartość firmy Coca-Cola Company pochodzi głównie ze specjalizacji, postrzegania marki, redukcji kosztów (atrakcyjna cena) oraz globalny zasięg [Daum 2003, s. 5-6].

J. Roos i współautorzy podają następujące przyczyny różnic przewagi wartości rynkowej przedsiębiorstwa nad księgową [Roos i in. 1997, s. 9]:

- Postęp technologiczny, który zrewolucjonizował sposób pozyskania i gromadzenia informacji. Za pomocą komputerów można przetwarzać dane po niskich kosztach i z dużą prędkością, co stwarza możliwość korzystania z precyzyjnych i aktualnych danych przez menedżerów w przedsiębiorstwach. Możliwość pozyskania informacji zrodziła potrzebę nowych informacji, co częściowo tłumaczy rozwój technologii gromadzenia i przetwarzania informacji w latach 80. XX wieku. Unowocześnione technologie komunikacji spowodowały, że ilość wymienianych informacji (globalnie) i szybkość ich wymiany drastycznie wzrosły w ostatnich dwóch dekadach XX wieku i na początku XXI wieku.
- Technologia komunikacyjna oraz szerszy dostęp do środków transportu spowodowały znacznie szybszą wymianę informacji.
- Poziom zaawansowania zarówno konsumentów (wiedzy), jak i strategii przedsiębiorstw znacznie wzrósł. Oznacza to, że konsument oczekuje więcej (np. dodatkowych usług, informacji) oraz chce wiedzieć więcej o przedmiocie transakcji. Oczywiście doświadczenie konsumentów może pomóc w zrozumieniu

² Opracowanie własne na podstawie: <http://www.google.com/finance?q=NYSE:KO&fstype=ii>.

swoich potrzeb, które mogą być wykorzystane przez producentów (dostawców dóbr i usług). Powoduje to stałe skracanie dystansu pomiędzy konsumentem a producentem, dzięki czemu producent może szybciej i lepiej poznać oczekiwania konsumentów.



* W znaczeniu polskich przepisów rachunkowych.

Rys. 2. Struktura wartości rynkowej przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [An Annual Review... 2007, s. 23].

Wartość rynkowa, z punktu widzenia kapitałowego, składa się z wartości księgowej kapitału, wartości księgowej długu oraz premii rynkowej. Na wartość rynkową, z punktu widzenia majątkowego, składa się suma składników materialnych, ujawnionych (w bilansie rachunkowym przedsiębiorstwa) oraz nieujawnionych składników niematerialnych (rys. 2). Brak możliwości ujawnienia części składników niematerialnych wiąże się z rozwiązaniami prawnymi stosowanymi w tym obszarze. Większość składników niematerialnych, wytworzona we własnym zakresie, nie może być ujawniona, natomiast te, które są ujawniane, zaliczane są zazwyczaj do grupy składników nabytych. Jedynie na podstawie wyceny rynkowej przedsiębiorstwa można określić wartość nieujawnionych składników niematerialnych. Niestety w ten sposób nie będzie można określić wartości poszczególnych składników niematerialnych, a jedynie ich sumę (w ujęciu wartościowym).

W ujęciu proponowanym przez G.V. Smitha [1997, s. 144] na rynkową wartość przedsiębiorstwa składa się suma rynkowych wartości składników materialnych, monetarnych, identyfikowalnych aktywów niematerialnych oraz wartości znaku to-

warowego przedsiębiorstwa. Znak towarowy jest wykorzystywany do identyfikacji źródeł pochodzenia produktów lub usług oraz do wyróżnienia na rynku tych produktów (lub usług) [Smith 1997, s. 38]. Definicja zawarta w Trademark Act z 1946 r. określa znak towarowy jako słowo, nazwę, symbol, sposób wyrazu lub kombinację tych elementów wykorzystaną do zidentyfikowania i odróżnienia dóbr (produktów, usług) od wytwarzanych lub świadczonych przez innych dostawców w celu podkreślenia źródła pochodzenia [Smith 1997, s. 38]. Znak towarowy ułatwia konsumentom wybór towaru. Poprzez zidentyfikowanie źródła pochodzenia produktu lub usługi, przekazuje ważne informacje klientom po najniższych z możliwych kosztach. Łatwo rozpoznawalny znak towarowy obniża koszty, jakie ponosi klient na znalezienie wymaganego towaru, a im niższe koszty z punktu widzenia klienta, tym bardziej konkurencyjny jest towar. Znak towarowy może również wpływać na dostawcę surowców tak, aby dostarczał towarów najlepszej jakości, żeby dostosować się do wysokiej jakości produktów wytwarzanych z tych materiałów. W tym znaczeniu (rynkowym) znak towarowy jest częścią *goodwill*. Jeśli przedsiębiorstwo będzie dostarczać na rynek towary o zróżnicowanej jakości lub obniży jakość poniżej oczekiwań klientów, to takie działania obniżą jednocześnie wartość znaku towarowego.

M. Simensky i L. Bryer [1994, s. 290] oraz R.F. Reily i R.P. Schweih [1999, s. 22] znak towarowy określają jako słowo, symbol, środek wyrazu lub ich kombinację użytą przez osobę lub których osoba ma faktyczny zamiar użyć w działalności gospodarczej i zamierza się ubiegać o ich zarejestrowanie w celu odróżnienia:

1) swoich dóbr (wyrobów, usług, towarów) od tych, które są wytwarzane i sprzedawane przez inne podmioty,

2) wskazania źródła pochodzenia dóbr, nawet jeśli to źródło nie jest powszechnie znane.

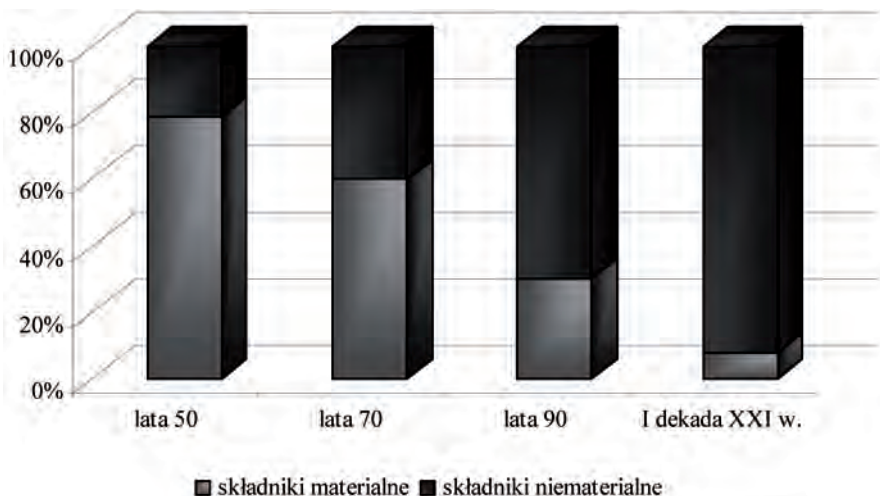
M. Simensky i L. Bryer wskazują na bliskość pojęciową znaku towarowego i nazwy handlowej, która bardziej odnosi się do przedsiębiorstwa niż do produktu czy też usługi. Znak towarowy równie często używany jest jako synonim określenia *brand*³. J. Paramore [b.r., s. 5] zaliczył do brandu takie elementy, jak:

- produkt,
- producent,
- nazwa,
- opakowanie,
- historia i terażniejszość związana z promocją, reklamą i upublicznieniem produktu, usługi czy przedsiębiorstwa,

³ Pojęcie *brand* (w Polsce używa się zamiennie pojęcia marka) jest znacznie szersze niż znak towarowy, ponieważ zawiera nie tylko sam znak, lecz również wszelkie inne aspekty rynkowego spojrzenia na przedsiębiorstwo, jak: relacje, postrzeganie jakości, świadomość istnienia przedsiębiorstwa i wiele innych, które w ostatecznym rozrachunku świadczą o wartości brandu przedsiębiorstwa. Brand jest pojęciem wykorzystywanym w literaturze z zakresu marketingu, jest opisem składnika, który różni się od ściśle prawnego ujęcia (tego składnika) np. adidasy zamiast butów sportowych, które powszechnie są określane jako adidasy, steinway zamiast pianina czy hoover zamiast odkurzacza.

- cena,
- dystrybucja, ekspozycja,
- konkurencja,
- użytkownicy produktów i kontekst użycia produktów,
- motywry, potrzeby, pragnienia oraz styl życia.

Brand często utożsamiany jest z produktem, z tym że produktem jest wyrób wytworzony przez producenta, natomiast to, co nabywa konsument, jest utożsamiane z brandem [Smith 1997, s. 43]. S.D. Kane [1991, s. 10] określa znak towarowy lub brand jako symbol *goodwill*. Wartość *goodwill* wzrasta wraz z wydłużaniem się okresu eksploatacji brandu, zwiększaniem wielkości sprzedaży oraz intensywności promocji. Znaki towarowe (brandy) wykorzystywane z sukcesem przez dłuższy czas, w którym przedsiębiorstwo stale inwestuje w te składniki (np. poprzez kampanie reklamowe), powodują wzrost wartości *goodwill*. Bez względu jednak na to, czy nadwyżka wartości rynkowej nad wartością składników materialnych oraz ujawnionych składników niematerialnych określana będzie jako *goodwill*, znak towarowy czy też jako brand, zawsze będzie wskazywała na obecność składników niematerialnych, które z punktu widzenia bilansowego nie są identyfikowalne, a tym samym nie są zauważane przez rachunkowość. Ze względu jednak na coraz większe znaczenie dla przedsiębiorstw tej grupy składników różnica ta systematycznie się powiększa. Rysunek 3 prezentuje zmianę struktury składników majątkowych przedsiębiorstw w ciągu ostatnich 60 lat.



Rys. 3. Zmiana struktury majątku przedsiębiorstw w latach 1950-2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Krishnan 2010, s. 62].

5. Podsumowanie

Wartość rynkowa przedsiębiorstwa, bez względu na to jak została określona, zawiera sumę trzech grup składników: materialnych, niematerialnych ujawnionych oraz niematerialnych nieujawnionych. O tym, czy dany składnik będzie zaliczony do grupy składników ujawnionych czy nieujawnionych, decydują przepisy rachunkowe, co oznacza, że tradycyjna rachunkowość nie uwzględnia w swoich sprawozdaniach części wartości przedsiębiorstwa związanej ze składnikami niematerialnymi. Wycena rynkowa przedsiębiorstwa umożliwia określenie różnicy pomiędzy wartością składników materialnych przedsiębiorstwa a częścią składników niematerialnych. Różnica ta, a przede wszystkim stała tendencja związana ze wzrostem tej różnicy, wskazuje na zwiększanie się znaczenia nie tylko ujawnianych, lecz również nieujawnianych składników niematerialnych w przedsiębiorstwie. Tendencja ta wskazuje na konieczności głębszej analizy tej części wartości przedsiębiorstwa i wskazania czynników wpływających na ich wartości oraz możliwości raportowania informacji na temat nieujawnionych w bilansie składników niematerialnych przedsiębiorstwa.

Literatura

- An Annual Review of the World's Intangible Value, Global Intangible Tracker 2007, December 2007, www.brandfinance.com.
- Bornemann M. i in., *Holistic measurement of intellectual capital*, International symposium: Measuring and Reporting Intellectual Capital: Experience, Issues and Prospects, Amsterdam 1999.
- Copeland T., Koller T., Murrin J., *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firmy*, WIG Press, Warszawa 1997.
- Daum J.H., *Intangible Assets and Value Creation*, Wiley 2003.
- Jaki A., *Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Kraków 2008.
- Kane S.D., *Trademark law: a practitioner's guide*, Practising Law Institute, New York 1991.
- Krishnan U., *Value creation through brands*, „Tata Review” May 2010.
- Kufel M., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Park, Bielsko-Biała 1992.
- Marr B., *Perspectives on Intellectual Capital. Multidisciplinary Insights into Management, Measurement and Reporting*, Elsevier 2005.
- Panfil M., Szablewski A., *Metody wyceny spółki. Perspektywa klienta i inwestora*, Poltext, Warszawa 2006.
- Paramore J., *Developing a marketing and advertising campaign to build loyalty. Remarks*, INTA (b.r.), vol. 8, no. 1.
- Roos J. i in., *Intellectual capital*, Macmillan Business 1997.
- Simensky M., Bryer L., *The New Role of Intellectual Property in Commercial Transactions*, Wiley 1994.
- Reilly R.F., Schweih R.P., *Valuing Intangible Assets*, McGraw-Hill 1999.
- Smith G.V., *Trademark Valuation*, Wiley & Sons, New York 1997.
- www.gpw.gov.pl
- <http://finance.yahoo.com/q/ks?s=msft>
- <http://www.google.com/finance?q=NYSE:KO&fstype=ii>

BUSINESS VALUE AND VALUE OF INTANGIBLES

Summary: The market value of enterprise contains both the value of possessed tangible assets and the value of intangibles. A market valuation method lets us discover the part of intangibles which are not discovered in a company balance sheet. A market approach gives us information about the growing importance of intangibles in resources of a company and in a market value of a company. The awareness and growing importance of intangibles should lead to better valuation and reporting on this particular part of company assets.