

**Marcin Jędrzejczyk**

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

---

## **ROLA WARTOŚCI GODZIWEJ W ZARZĄDZANIU WARTOŚCIĄ JEDNOSTKI GOSPODARCZEJ**

---

**Streszczenie:** Artykuł przedstawia możliwości aplikacyjne wartości godziwej w procesie zarządzania wartością podmiotu gospodarczego. Różnorodność modeli wyceny i adekwatność do rzeczywistości transakcyjnej stawia wartość godziwą ponad znanymi dotychczas i stosowanymi w rachunkowości modelami wyceny. Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa pozostaje w ścisłym związku z osiąganymi przez podmiot rezultatami, dlatego może stać się jedną z wiodących metod zarządzania i kontrolingu procesów zachodzących w przedsiębiorstwie.

**Słowa kluczowe:** wartość godziwa, zarządzanie wartością przedsiębiorstwa

### **1. Wstęp**

Rachunkowość jako system pomiaru wielkości ekonomicznych napotyka na wiele trudności związanych m.in. ze zmiennością i trudnością uchwycenia wartości przedmiotów w czasie. Ponieważ mierzalność nieodzownie związana jest z dynamizmem, w rachunkowości prowadzi bezpośrednio do tzw. rachunku dyskontowego, który stara się tę zmienność uchwycić [Ijiri, 1975]. Dlatego postulat jak największej precyzji pomiaru wartości staje się – przy obecnym stanie wiedzy nauki o rachunkowości – jednym z najważniejszych i najsilniej wpływających na zarządzanie podmiotami gospodarczymi, z punktu widzenia weryfikacji praktycznej modeli rachunkowości zarządczej.

Teoretycy rachunkowości, starając się sprostać tak postawionemu problemowi, rozwijają coraz to nowe koncepcje pomiaru wartości. Najbardziej aktualną miarą wartości w praktyce wyceny składników bilansowych wydaje się być technika oparta na wartości godziwej, wprowadzona do polskich przepisów bilansowych przez nowelizację ustawy o rachunkowości z 29 września 1994 oraz 9 listopada 2000 r. Aktualność podejścia jest niepodważalna m.in., dlatego że wycena składników odbywa się przy użyciu procedury dyskontowej, będącej jedną z najbardziej precyzyjnych i wiarygodnych metod oceny wartości z uwzględnieniem trudnej uchwytności oraz częstej zmienności wartości przedmiotów podlegających wycenie w czasie. Nabiera to istotnego znaczenia dla użytkowników wewnętrznych informacji finansowej, którym szczególnie zależy na obiektywności i aktualności otrzymywanych informacji z systemu rachunkowości.

## 2. Istota wartości godziwej i jej zawartość informacyjna

Metoda wyceny, uwzględniająca wartość godziwą składników bilansowych, została rozwinięta w Międzynarodowych Standardach Sprawozdawczości Finansowej (MSSF) stosunkowo niedawno i łączy w sobie zalety stosowanych powszechnie metod wyceny, tj. metody wartości odtworzeniowej, wartości realizacji oraz wartości bieżącej. Wg MSSF wartość godziwa to „kwota, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane na drodze przeprowadzonej na warunkach rynkowych transakcji pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi stronami” [(IASB) *Interational...* 2007].

Koncepcja wartości godziwej jest obecnie przyjęta w większości rozwiniętych systemów rachunkowości i stosowana w praktyce do wyceny inwestycji, aktywów i zobowiązań przejmowanych w ramach łączenia spółek, a także jako dolna granica wartości księgowej utraconej przez aktywa. Ustawa o rachunkowości z dnia 29 września 1994 r. w art. 28 ust. 6 z późniejszymi zmianami, której ostatnia nowelizacja obowiązuje w polskim prawie finansowym od 2010 r., zawiera definicję wartości godziwej zbieżną z prezentowaną przez MSSF w brzmieniu: „Za wartość godziwą przyjmuje się kwotę, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane na warunkach transakcji rynkowej, pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązanymi ze sobą stronami”. Z definicji tej wynika, że wartość godziwą określa się na podstawie transakcji charakteryzującej się występowaniem określonych warunków. Transakcja taka, zgodnie z analizowaną definicją, musi odbywać się:

- w warunkach transakcji rynkowej (w tym również transakcji hipotetycznej, jeśli nie dochodzi do transakcji faktycznej),
- pomiędzy zainteresowanymi stronami, co oznacza, że kupujący i sprzedający chcą dokonać transakcji kupna sprzedaży, przy czym żadna ze stron nie znajduje się w sytuacji przymusowej (np. sprzedaż w wyniku likwidacji),
- pomiędzy dobrze poinformowanymi stronami, tzn. żadna ze stron nie znajduje się w uprzywilejowanej sytuacji i oba podmioty dysponują wystarczającym zasobem wiedzy umożliwiającej oszacowanie rzeczywistej wartości przedmiotu transakcji,
- pomiędzy niepowiązanymi ze sobą stronami, przy czym w myśl ustawy jednostki powiązane – to jednostka dominująca, znaczący inwestor oraz jednostki od nich zależne lub z nimi stowarzyszone.

Ostrożność ustawodawcy z góry wykluczyła transakcje między stronami powiązanymi jako transakcje dokonywane na warunkach rynkowych, które mogłyby być w świetle obowiązujących przepisów pominięte.

Oprócz ustaleń formalno-prawnych należy zastanowić się również nad możliwością stosowania koncepcji wartości godziwej. Ustawodawca nie precyzuje bowiem żadnych warunków, jakie musiałby spełniać kupujący i sprzedający, a przecież to od nich zależy wysokość ceny przedmiotu transakcji. Aby zrekompensować nie-

dostatki definicyjne, należałoby wprowadzić jeszcze jeden warunek – racjonalność decyzji poszczególnych stron transakcji. Należy bowiem stwierdzić, że nieracjonalność zachowań stron transakcji wyklucza dokonanie jej na warunkach odpowiadających wartości godziwej, ponieważ wartość przedmiotu transakcji zostaje bardzo zniekształcona w przypadku bardzo subiektywnej oceny jednej ze stron. W definicji warto również uwzględnić fakt regulowania zobowiązań w trakcie normalnego cyklu działalności gospodarczej. Pominięcie tego aspektu funkcjonowania przedsiębiorstwa może prowadzić do błędnej oceny wartości. Dlatego na potrzeby niniejszych rozważań przyjęto następującą definicję wartości godziwej: wartość godziwa jest to kwota, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane w kwotach wymagających zapłaty w trakcie trwania normalnego cyklu działalności gospodarczej na warunkach transakcji rynkowej pomiędzy racjonalnymi, zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązanymi ze sobą stronami.

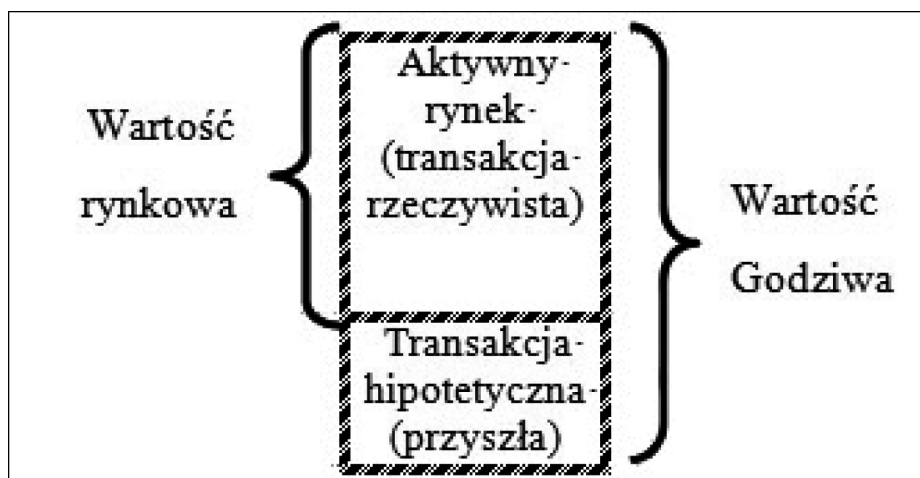
Wartość godziwa jest pojęciem szerszym niż wartość rynkowa, którą ustala aktywny rynek. A zatem tylko transakcja przeprowadzona na aktywnym rynku przez niepowiązane strony – zainteresowane tą transakcją oraz dobrze poinformowane o wszelkich cechach jej dotyczących, a także o możliwych do zawarcia transakcjach alternatywnych strony – może być rozważana z punktu widzenia wartości rynkowej. Warto w tym miejscu przypomnieć określenie aktywnego rynku i wymienić jego charakterystyczne cechy. Jest to niezbędne do porównania obu koncepcji wartości.

Zgodnie z MSSF aktywny rynek to taki, na którym [(IASB) *International...* 2007]:

- aktywa podlegające obrotowi mają charakter jednorodny,
- informacja o transakcji jest udostępniona publicznie,
- praktycznie w każdym momencie można znaleźć chętnego nabywcę i sprzedawcę.

A zatem koncepcja wartości godziwej oparta jest na teorii wartości rynkowej. Zgodnie z nią racjonalni, inwestorzy działający na efektywnym rynku, wycenią dany składnik aktywów, biorąc pod uwagę sumę zdyskontowanych przepływów pieniężnych ustalonych na podstawie szacunkowych danych o przyszłych wpływach związanych z danym składnikiem aktywów i jego wartości rezydualnej, czyli kwocie możliwej do uzyskania w momencie jego likwidacji. Oczywiście przy dyskontowaniu inwestor musi przyjąć stopę zwrotu, na podstawie której będzie urealniał przyszłe przepływy pieniężne do wartości bieżącej. Na rynku konkurencyjnym stopa ta jest równoznaczna z rynkową stopą zwrotu dla aktywów o podobnej strukturze czasowej i podobnym ryzyku. Można zatem stwierdzić, iż wartość rynkowa jest ustalana przez inwestorów na podstawie wszystkich dostępnych, możliwych do zdobycia informacji rynkowych. Jest to powszechnie stosowana modelowa koncepcja funkcjonowania rynku. Podsumowując, wartość godziwa jest rezultatem rozszerzenia koncepcji wartości rynkowej o wartość aktywów niebędących przedmiotem obrotu na rynku aktywnym.

Tak więc wartość godziwa składników majątku niebędących przedmiotem obrotu na aktywnym rynku jest kwotą, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane w kwotach wymagających zapłaty w trakcie trwania normalnego cyklu działalności gospodarczej na warunkach hipotetycznej (nie rzeczywistej) transakcji rynkowej pomiędzy racjonalnymi, zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązаныmi ze sobą stronami. Przyjmując tę definicję należy dodać, iż do oceny wartości występującej w warunkach hipotetycznej transakcji kupna sprzedaży racjonalny inwestor będzie stosował spodziewaną stopę zwrotu dla aktywów dostępnych na rynku o podobnym stopniu ryzyka. Innymi słowy, dokonana transakcja rynkowa, której przedmiotem jest składnik majątku o podobnym ryzyku, stanowi asumpt do wyznaczenia wartości godziwej elementu aktywów niebędącego przedmiotem obrotu na rynku.



Rys. 1. Wartość godziwa a wartość rynkowa

Źródło: opracowanie własne.

Aby w pełni przedstawić różnicę występującą pomiędzy wartością godziwą a wartością rynkową, posłużono się rys. 1.

### 3. Wady i zalety prezentacji i wyceny pozycji sprawozdawczych w wartości godziwej

Z faktem nowatorskiego podejścia do procesu wyceny, który charakteryzuje wartość godziwą, wiąże się polemika ekspertów na temat zasadności jej stosowania w rachunkowości jako nauce o mierzeniu wartości ekonomicznych. Warto w tym miejscu zapoznać się z najczęściej formułowanymi opiniami dotyczącymi wyceny

w wartości godziwej [Adamkiewicz 2001]. Wśród argumentów przeciw stosowaniu wartości godziwej autorzy publikacji wymieniają:

- zmienność wartości godziwej,
- koszty wyceny,
- brak stabilności i przewidywalności wartości godziwej,
- rachunkowość, a transakcje hipotetyczne,
- wiedzę i znajomość technik wyceny wartości godziwej.

Zmienność wartości godziwej jest dużym problemem z punktu widzenia sprawozdań finansowych. Każde wahnięcie wartości godziwej składnika aktywów czy pasywów powoduje natychmiastową zmianę jego reprezentacji liczbowej w sprawozdawczości firmy. Z drugiej jednak strony zmienność może być traktowana jako zaleta koncepcji wartości godziwej, ponieważ to właśnie dzięki uwzględnieniu wahań cen i poziomu ryzyka można wiarygodnie zaprezentować wartość elementu aktywów lub kapitałów w sprawozdaniach finansowych.

Oczywistą konsekwencją zastosowania wyceny w wartości godziwej jest wzrost kosztów związanych z wyceną. W przypadku aktywów, których oszacowanie wartości jest bardzo utrudnione, niezbędne jest zatrudnienie niezależnych specjalistów, ekspertów lub zastosowanie skomplikowanych modeli wyceny (np. modelu Blacka-Scholesa do wyceny opcji).

Brak stabilności i przewidywalności formułowany jest przez zwolenników wyceny w koszcie historycznym. Wg nich tylko ten sposób oceny wartości składników aktywów i zobowiązań prowadzi do stabilnych i weryfikowalnych wyników. Zwolennicy koncepcji wartości godziwej obalają ten pogląd mówiąc, że stabilność jest podtrzymywana sztucznie, zniekształcając prawdziwą wartość elementów prezentowanych w sprawozdaniach finansowych. Ich zdaniem metoda kosztu historycznego umożliwia zarządowi przedsiębiorstwa wpływ (przez decyzje, w którym okresie sprzedać aktywa) na wyniki osiągnięte przez jednostkę.

Następny prezentowany argument ma znaczenie bardziej teoretyczne niż praktyczne. Ponieważ rachunkowość w założeniu odzwierciedla tylko rzeczywiste transakcje zawarte przez jednostkę, to wartość godziwa, która opiewa transakcje hipotetyczne, nie jest implikacją teorii rachunkowości. Argument ten można łatwo obalić, ponieważ wartość składników sprawozdań finansowych odzwierciedlonych w wartości godziwej zawiera dużo więcej informacji przydatnych zarówno dla właścicieli przedsiębiorstw, jak i potencjalnych inwestorów.

Ostatni z przytoczonych mankamentów wartości godziwej mówi o teoretycznym i praktycznym przygotowaniu służb finansowych przedsiębiorstwa do stosowania wyceny w wartości godziwej. Ponieważ procedura wyceny jest w takim przypadku bardziej skomplikowana, należy położyć nacisk na podwyższenie kwalifikacji kadry, by mogła ona precyzyjnie ustalać wartości składników sprawozdań finansowych. Ponieważ estymacja w wartości godziwej oznacza bardziej użyteczne z finansowego punktu widzenia informacje, należy ponieść odpowiednie środki, aby dostosować prowadzoną księgowość do nowej koncepcji.

Zwolennicy wartości godziwej wymieniają wiele zalet przyjętej koncepcji. Zaliczają do nich m.in.:

- zdolność prognozowania,
- porównywalność,
- sprawdzalność.

Zdolność prognozowania wiąże się z założeniami dyscypliny naukowej, jaką jest rachunkowość zarządcza. Wycena w wartości godziwej umożliwia służbom finansowym firmy bardzo wiarygodną ocenę kształtowania się przyszłych przepływów pieniężnych jednostki, co stanowi asumpt do podejmowania decyzji zarówno operacyjnych, jak i strategicznych.

Porównywalność oznacza bardzo łatwą możliwość porównania wartości aktywów i zobowiązań występujących w sprawozdaniach finansowych, ponieważ są one zawsze wyceniane na dzień bilansowy w wartości godziwej, czyli rzeczywiście odzwierciedlających ich wartość wymienną. Wycena w koszcie historycznym uniemożliwiła wiarygodne porównanie ze względu na jednorazową ewidencję składników bilansowych po cenie nabycia lub koszcie wytworzenia.

Sprawdzalność estymacji wartości w wartości godziwej oznacza w przypadku jej prawidłowego przeprowadzenia i rzetelnego udokumentowania możliwość weryfikacji oszacowanych danych liczbowych. Tak więc w przypadku wyceny w wartości godziwej podmiot nie rezygnuje z waloru sprawdzalności danych księgowych.

Zdecydowana większość argumentów przeciwko wartości godziwej nie ma uzasadnienia merytorycznego. Dlatego można stwierdzić, iż koncepcja wartości godziwej jest jedną z najbardziej dokładnych i wiarygodnych metod estymacji wartości aktywów i zobowiązań, jaką kiedykolwiek dopuszczało prawo bilansowe. Ma to znaczący wpływ na możliwość podejmowania trafnych decyzji w przedsiębiorstwie. Walor formułowany jako sprowadzanie do wspólnego mianownika wszystkich pozycji sprawozdań finansowych, stosowany w praktyce, daje wiele możliwości dla zarządzających firmą, jak i dla obecnych oraz przyszłych inwestorów. Warto jednak zwrócić uwagę, że wycena w wartości godziwej wymaga zastosowania szczególnych, niejednokrotnie pracochłonnych i kosztownych procedur wyceny.

#### **4. Implementacja wartości godziwej do estymacji i zarządzania wartością przedsiębiorstwa**

Zanim przedstawiona zostanie koncepcja wyceny przedsiębiorstwa w wartości godziwej, będącej jedną z najbardziej wiarygodnych z dotychczas poznanych metod wartościowania przedsiębiorstw, należy podkreślić, iż nawet tak dokładna i szczegółowa estymacja wartości bardzo złożonego systemu elementów składających się na przedsiębiorstwo nigdy nie będzie w stanie faktycznie reprezentować obiektywnej wartości jednostki. Co ważniejsze, warunki gospodarcze, w jakich podmiot funk-

cjonuje, są w stanie bardzo zniekształcić otrzymany wynik, prowadząc niekiedy do błędnych decyzji zarządczych. Dzieje się tak np. w warunkach wysokiej inflacji, która z dnia na dzień zmienia wartość wszelkich składników posiadanych przez firmę. Z drugiej jednak strony w teorii rachunkowości i finansów nie ma lepszego narzędzia wspomagającego zarządzanie wartością podmiotu gospodarczego, którego celem jest maksymalizacja wartości rynkowej przedsiębiorstwa.

Należy przy tym wspomnieć o różnicach pojęciowych występujących pomiędzy wartością a ceną przedsiębiorstwa. Wartość – traktowana jako rezultat wyceny – nie jest pojęciem tożsamym z ceną [Fazłagić 2002]. Najważniejszym etapem pozostaje wyprowadzenie wartości godziwej przedsiębiorstwa, która zgodnie z przeprowadzonym tokiem myślenia stanowi tzw. widełki cenowe dla zbywanego podmiotu gospodarczego.

W niniejszym opracowaniu przyjęto koncepcję, iż widełki cenowe wyznaczone są przez sumy wartości godziwych poszczególnych składników aktywów i pasywów. Zgodnie z podstawowym równaniem bilansowym, znanym z teorii rachunkowości, suma aktywów musi być równa sumie pasywów. Oczywiście z punktu widzenia sprawozdawczości finansowej sytuacja odmienna prowadzi do konkluzji, iż w bilansie znajduje się błąd księgowy lub inny, mogący spowodować zaniżenie lub zawyżenie którejś z omawianych kategorii.

Zasadną wydaje się być próba wyznaczenia oczekiwanej wartości ceny transakcji, której przedmiotem jest wycenianie przedsiębiorstwo. Zgodnie z przyjętą koncepcją za oczekiwaną wartość godziwą szacowanego przedsiębiorstwa można uznać statystykę będącą średnią arytmetyczną z wyprowadzonych wcześniej sum bilansowych. A zatem najbardziej prawdopodobną cenę, stanowiącą rezultat transakcji, można zapisać wg wzoru (1):

$$E(FV_b) = \frac{FV_a + FV_c}{2} = \frac{\sum_{i=1}^n a_i + \sum_{i=1}^m c_i}{2} \quad (1)$$

gdzie:  $E(FV_b)$  – oczekiwana wartość ceny przedsiębiorstwa (*estimated fair value of a business*),

$FV_a$  – wartość godziwa sumy aktywów przedsiębiorstwa (*assets fair value*),

$FV_c$  – wartość godziwa sumy pasywów przedsiębiorstwa (*capital fair value*),

$a_i$  – wartość godziwa  $i$ -tego aktywów,

$c_i$  – wartość godziwa  $i$ -tego pasywu.

A zatem w myśl przeprowadzonych rozważań można stwierdzić, iż pole negocjacji cenowej w hipotetycznym przypadku stwierdzenia w wycenie niższej wartości sumy aktywów od sumy pasywów należy do przedziału:

$$E(FV_b) \in \langle FV_a, FV_c \rangle \Leftrightarrow E(FV_b) \in \left\langle \sum_{i=1}^n a_i, \sum_{i=1}^m c_i \right\rangle \quad (2)$$

Przedstawiona koncepcja wyceny przedsiębiorstwa w wartości godziwej stanowi kompilację znanych dotychczas metod estymacji wartości i jest, z punktu widzenia jej weryfikacji z późniejszymi transakcjami kupna sprzedaży, jedną z najdokładniejszych metod znanych w teorii rachunkowości. Implikacją tego faktu jest odpowiedniość kierowania się w zarządzaniu przedsiębiorstwem wartością godziwą.

## 5. Podsumowanie

Przedstawiona koncepcja pomiaru wartości wydaje się być bardzo aktualna ze względu na dużą precyzję pomiaru. Niezwykle ważnym pozostaje również fakt fundamentalnego wpływu teorii kapitału na rozumienie kształtowania się wartości ekonomicznych w czasie. Tylko przy wykorzystaniu podstaw teoretycznych dotyczących istoty kapitału można budować wiarygodne modele zarządzania oparte na informacji pochodzącej z systemu rachunkowości.

Przeprowadzone rozważania pozostają również implikacją zmian w obowiązującym prawie bilansowym, które dopuszcza wycenę przedmiotów zarówno materialnych, jak i niematerialnych w wartości godziwej, umożliwiającej wykorzystanie technik eksperckich, modelowych, porównawczych i dyskontowych. Jakość modeli zarządczych opiera się w głównej mierze na danych retrospektywnych, których szczegółowość, dokładność i obiektywność decyduje niejednokrotnie o praktycznej weryfikacji modelu. Dlatego wyniki zarządzania mierzone wzrostem wartości godziwej podmiotu gospodarczego wydają się być niezwykle wartościowe z punktu widzenia procesu zarządzania przedsiębiorstwem.

## Literatura

- Adamkiewicz Z., *Wartość godziwa i jej ustalanie*, „Rachunkowość” 2001, nr 9.
- Fazlagić A., *Nowoczesne metody kreowania wartości firmy*, „Poradnik Gazety Prawnej” 2002, nr 34.
- (IASB) *International Accounting Standards Board: Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2007.
- Ijiri Y., *Theory of accounting measurement*, American Accounting Association, Carnegie Mellon University, 1975.
- Jędrzejczyk M., *Wartość godziwa miarą wartości przedsiębiorstwa*, materiały Międzynarodowej Konferencji „Zarządzanie Finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw”, t. 1, red. nauk. D. Zarzecki, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003.



## FAIR VALUE ESTIMATION IN MANAGING THE ENTERPRISE

**Summary:** The paper presents the implementation of a fair value concept in managing an enterprise. The variety of valuing models and adequateness to the real market conditions are the most important advantages of fair value, which are essential from managers' point of view. Value Based Management is deeply connected with the results achieved by the enterprise and that is why it can play the leading role among different models and concepts of managerial accounting.