

Halina Buk

Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu

ANALIZA WARTOŚCI FIRMY JAKO POZYCJI BILANSOWEJ

1. Wstęp

Celem artykułu jest przedstawienie specyfiki takiej kategorii bilansowej, jak wartość firmy, i wynikającej stąd potrzeby zindywidualizowanego podejścia w przeprowadzaniu standardowej analizy pionowej i poziomej bilansu. W związku z operacjami na dużych zbiorach majątku czy całych przedsiębiorstwach, coraz częściej dokonywanymi w ostatnich kilku latach w przedsiębiorstwach mających siedzibę w Polsce, pojawiają się w jednostkowych bądź skonsolidowanych bilansach pozycje niestandardowe.

Uznawanie niektórych szczególnych pozycji aktywów czy pasywów za standardowe składniki majątku czy zobowiązań może prowadzić do fałszywej oceny pewnych obszarów działalności przedsiębiorstwa, np. elastyczności majątku, struktury kapitałów, płynności finansowej. Do takich szczególnych pozycji bilansowych należy zaliczyć „wartość firmy” wykazywaną w aktywach i „ujemną wartość firmy” wykazywaną w pasywach.

2. Geneza wartości firmy jako pozycji bilansowej

Z prawnej definicji wartości firmy jednoznacznie wynika geneza tego składnika. Mianowicie, zgodnie z art. 33 ust. 4 ustawy o rachunkowości: „Wartość firmy stanowi różnicę między ceną nabycia określonej jednostki lub zorganizowanej jej części a niższą od niej wartością godziwą przejętych aktywów netto. Jeżeli cena nabycia jednostki lub zorganizowanej jej części jest niższa od wartości godziwej przejętych aktywów netto, to różnica stanowi ujemną wartość firmy” [Ustawa... 1994].

W formalnym bilansie, sporządzonym według polskich standardów rachunkowości, pozycje „wartość firmy”, jak i „ujemna wartość firmy” są wyodrębnione z

innych grup rodzajowych składników, odpowiednio w aktywach i w pasywach (por. tab. 1). Z tego jednoznacznie wynika, że wartość firmy lub ujemna wartość firmy mogą zostać ujęte w bilansie tylko w wyniku przejęcia innej jednostki lub zorganizowanej jej części, a może to nastąpić wskutek następujących operacji:

- 1) nabycia odpłatnego, a więc zakupu (przedsiębiorstwo też jest towarem),
- 2) nabycia nieodpłatnego, które może wynikać z:
 - a) połączenia z inną jednostką,
 - b) podziału przez wydzielenie innej jednostki,
 - c) wniesienia innej jednostki jako wkładu niepieniężnego.

Tabela 1. Fragment bilansu

Aktywa		Stan na 31.12.T1 r.	Stan na 01.01.T1 r.
A.	Aktywa trwałe		
I.	Wartości niematerialne i prawne		
1.	Koszty zakończonych prac rozwojowych		
2.	Wartość firmy		
3.	Inne wartości niematerialne i prawne		
4.	Zaliczki na wartości niematerialne i prawne		
		
	Aktywa razem		
	Pasywa		
		
B.	Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania		
		
IV.	Rozliczenia międzyokresowe		
1.	Ujemna wartość firmy		
2.	Inne rozliczenia międzyokresowe		
	Pasywa razem		

Źródło: opracowanie własne.

Każda z wymienionych operacji wymaga odpowiedniego ujęcia w bilansie przez jednostkę nabywającą inne przedsiębiorstwo lub jego zorganizowaną część, a przede wszystkim skonfrontowania dwóch złożonych wartości: ceny nabycia¹ innej jednostki (zorganizowanej jej części) oraz wartości godziwej przejętych aktywów netto. Można z dużym prawdopodobieństwem przyjąć, że w większości realizowanych transakcji nabycia innych jednostek te dwie wielkości będą się różniły, a zatem wystąpi jedna z poniższych nierówności, skutkująca odpowiednim ujęciem w bilansie:

$$CNJ > WGAN \Rightarrow WF,$$

¹ Cena nabycia jest to wartość, po jakiej zostały nabyte aktywa netto przejętej jednostki, powiększona o wszystkie koszty bezpośrednie związane z transakcją.

$$CNJ < WGAN \Rightarrow UWF,$$

gdzie: *CNJ* – cena nabycia jednostki,
WGAN – wartość godziwa aktywów netto nabytej jednostki,
WF – wartość firmy,
UWF – ujemna wartość firmy.

Różnice powstałe między tymi dwiema wielkościami są odpowiednio w kolejnych okresach sprawozdawczych księgowo rozliczane. Sposób tego rozliczenia, a zwłaszcza jego konsekwencje w poziomie wyniku finansowego zależy od tego, czy jednostka nabywająca stosuje regulacje zawarte w ustawie o rachunkowości czy w międzynarodowych standardach sprawozdawczości finansowej.

Analogiczne rozwiązanie następuje w przypadku ujęcia przez jednostkę dominującą posiadanych akcji (udziałów) w spółce podporządkowanej w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym. W takim sprawozdaniu pojawia się wykreowana przez jednostkę kontrolowaną wartość firmy lub ujemna wartość firmy. Oczywiście ustalona tzw. różnica konsolidacyjna jest proporcjonalna do posiadanych udziałów.

Przede wszystkim podstawową korzyścią dokonania operacji nabycia przedsiębiorstwa, niezależnie od formy transakcji, jest to, że w ogóle można ujawnić i ująć w bilansie wygenerowaną przez jednostkę nabywaną wewnętrzną wartość firmy. Nie bez powodu więc wyrażane są opinie [King 2006, s. 3], że ponad 50% dokonywanych fuzji przedsiębiorstw w świecie nie przynosi oczekiwanych konkretnych efektów synergii, ale jednak uzyskuje się efekt w postaci poprawy obrazu sytuacji majątkowej i finansowej przedsiębiorstwa.

3. Treść merytoryczna wartości firmy

Przedsiębiorstwo jako całość czy jego zorganizowane części nie są prostą sumą wartości składników majątku wchodzących w skład tego przedsiębiorstwa czy jego zorganizowanej części. J. Widło zwraca uwagę, że przedsiębiorstwo jako samoistny organizm gospodarczy w znaczeniu przedmiotowym nie jest wyłącznie tylko pewnym majątkiem, lecz że duże znaczenie mają jego elementy niematerialne, jak chociażby pomysł na realizowanie aktywności gospodarczej (*know-how*) [Widło 2004]. Podobny pogląd prezentuje M. Habdas, która zalicza renomę, *know-how* oraz organizację do składników podstawowych przedsiębiorstwa [Habdas 2002].

Wartość firmy, czyli nadwyżka ceny nabycia jednostki nad wartością godziwą przejętych aktywów netto, jest swoistym dobrem kwalifikowanym jako wartość niematerialna. Wartości niematerialne mają zdolność generowania przyszłych dochodów i przepływów pieniężnych. Ustawowa definicja wartości niematerialnych i prawnych (art. 3, pkt. 1, ust. 14) [Ustawa... 1994] dotyczy tej ich części, która służy bieżącej działalności gospodarczej, i brzmi następująco: przez „wartości niematerialne i prawne – rozumie się [...] nabyte przez jednostkę, zaliczane do aktywów

trwałych, prawa majątkowe nadające się do gospodarczego wykorzystania, o przewidywanym okresie ekonomicznej użyteczności dłuższym niż rok, przeznaczone do używania na potrzeby jednostki, a w szczególności:

- a) autorskie prawa majątkowe, prawa pokrewne, licencje, koncesje,
- b) prawa do wynalazków, patentów, znaków towarowych, wzorów użytkowych oraz zdobniczych,
- c) *know-how*".

Międzynarodowy Standard Rachunkowości nr 38 jako tytuły wartości niematerialnych podaje jeszcze następujące: wiedzę naukową lub techniczną, projektowanie i wdrażanie nowych procesów lub systemów, licencje, własność intelektualną, znajomość rynku, znaki towarowe, marki firmowe, tytuły wydawnicze, programy komputerowe, patenty, prawa autorskie, wykazy odbiorców, kontyngenty importowe, franchising, relacje z odbiorcami lub dostawcami, lojalność odbiorców, udział w rynku, prawa marketingowe [*Międzynarodowe... s. 1166-1167*].

W amerykańskich standardach rachunkowości (SFAS 141) wyróżnia się 29 rodzajów wartości niematerialnych, od tytułów gazet do patentów i znaków towarowych. Według A.M. Kinga [King 2006, s. 9] najbardziej powszechnymi rodzajami wartości niematerialnych, z którymi ma się do czynienia, są:

- 1) patenty i technologie,
- 2) realizowane badania i rozwój,
- 3) oprogramowanie,
- 4) relacje z klientami.

Ten szeroki zakres merytoryczny wartości niematerialnych sprawia, że nabywca przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części jest skłonny zaakceptować cenę nabycia wyższą od wartości godziwej przejętych aktywów netto. Przy tym należy zaznaczyć, że nabyte indywidualne składniki wartości niematerialnych są ujęte w bilansie w podgrupie rodzajowej aktywów „wartości niematerialne i prawne” w pozycjach innych niż „wartość firmy”. Wycena takich indywidualnych składników, jak patenty, nakłady na badania i rozwój czy oprogramowanie komputerowe, nie nastęrcza specjalnych trudności. Jednakże w przypadku przejęcia przedsiębiorstwa jego nabywca nie jest zainteresowany konkretnymi aktywami spółki. Spółka nabywana powinna mieć [King 2006, s. 14]:

- produkty, które klienci kupują,
- ludzi – pracowników zmotywowanych i wyszkolonych,
- klientów, którzy są usatysfakcjonowani ze skutecznego marketingu,
- dostawców – z konkurencyjnymi cenami,
- uruchomione nowe produkty lub usługi, aby zapewnić przyszły wzrost.

Te wszystkie zasoby przedsiębiorstwa wycenia się łącznie. Powstała wartość firmy, ujęta w bilansie jako wartość niematerialna, odzwierciedla więc przyszłe korzyści ekonomiczne z tytułu aktywów, których nie można pojedynczo zidentyfikować ani osobno ująć. Jeżeli zaś nabywane przedsiębiorstwo nie posiada tego

rodzaju zasobów, to nabywca może zaakceptować cenę nabycia niższą od wartości godziwej przejętych aktywów netto. Mamy wówczas do czynienia z tzw. zakupem okazynym, a ujemną różnicę między ceną nabycia i wartością godziwą przejętych aktywów netto ujmuje się w pasywach w grupie rodzajowej rozliczeń międzyokresowych, czyli jako przychody przyszłych okresów.

Wartość firmy (*goodwill*) jest niczym innym jak ekstrapremią za nabycie spółki. J.A. Cohen mówi wręcz o paradoksie wartości firmy, wskazując trzy następujące powody płacenia powyżej wartości godziwej identyfikowalnych aktywów [Cohen 2005, s. 59].

1. Błędne zidentyfikowanie wartości niematerialnych – np. nabywca może traktować niektóre koszty przejścia klientów jako inwestycję, a nie wydatek.

2. Błędne zmierzenie wartości godziwej – przykładowo można przyjąć, że wzrost przepływów pieniężnych z tytułu wartości godziwej posiadanych aktywów nie będzie wystarczająco duży jak cena zbywanych wartości niematerialnych. Albo też przyjmie się, że na bieżącym rynku nie znajdują się porównywalne wartości niematerialne.

3. Niepewność – nabywca zakłada zdolność osiągnięcia nadzwyczajnych ekonomicznych korzyści, kiedy ich oczekuje, i dlatego płaci za wartości niematerialne.

Podstawową cechą ceny nabycia przedsiębiorstwa jest to, że wyraża skłonność nabywcy i skłonność zbywcy, mających pełną wiedzę o przedmiocie transakcji. Występowanie nadwyżki ceny przejścia nad wartością aktywów netto najczęściej w literaturze uzasadnia się tym, że rzeczywiście mają miejsce szeroko rozumiane wartości niematerialne. Tymczasem na tę różnicę wpływają jeszcze inne czynniki [King 2006, s. 98-99]:

1. Przyszli nabywcy są zaangażowani w proces licytacji i zwycięzca zwykle przepłaca. Przelicytowywanie jest powszechnym zjawiskiem. Występuje wiele sytuacji, kiedy dwóch lub więcej nabywców konkuruje, każdy eskaluje swoją ofertę, dopóki inni nie zrezygnują. Często zwycięzca sądzi, że przejście innego będzie jego siłą oraz że lepiej jest zapłacić za niego dzisiaj więcej, aby go wyeliminować.

2. W transakcji giełdowej kurs wymiany jest stały w jednym punkcie, podczas gdy przedsięwzięcie przejścia jest finalizowane, stosunek wymiany dla nabywcy obniża się znacznie. Ceny giełdowe czasami się załamują, kiedy inne przedsięwzięcie jest zapowiadane lub następują nadzwyczajne wydarzenia.

3. Nabywca antycypuje efekt synergii, czego nie czynią inni nabywcy. Efektem tym mogą być wyeliminowanie dublowania się kosztów, większa sprzedaż produktów czy redukcja kosztów produkcji.

4. Nabywca ma nieekonomiczne motywy do realizacji projektu, np. chce być większą spółką lub wyeliminować konkurentów, klientów lub dostawców. Choć motywy nieekonomiczne nie da się zmierzyć, to jednak nabywca je uwzględnia.

4. Interpretacja poziomu i zmian wartości firmy jako pozycji bilansowej

Przeprowadzanie analizy pionowej i poziomej bilansu jednostki wykazującej wartość firmy lub ujemną wartość firmy powinno być bardziej ostrożne aniżeli w przypadku niewystępowania takich szczególnych pozycji bilansowych. Jak już wcześniej zasygnalizowano, rozliczanie w czasie tych pozycji jest zróżnicowane, w zależności od tego, jakie standardy rachunkowości jednostka stosuje. Według ustawy o rachunkowości od wartości firmy spółka przejęta dokonuje odpisów amortyzacyjnych przez okres maksymalnie 5 lat. Jednak w uzasadnionych przypadkach kierownik jednostki może przedłużyć okres amortyzowania wartości firmy do 20 lat. Według MSSF nr 3 przejęte niektóre wartości niematerialne, w tym wartość firmy, mają nieograniczony okres ekonomicznej użyteczności, a więc nie dokonuje się od nich regularnych odpisów amortyzacyjnych. Natomiast tego typu składniki aktywów – według zmienionego MSR nr 36 „Utrata wartości aktywów” – należy bezwzględnie corocznie analizować (testować), czy nie utraciły wartości, i dokonywać w związku z tym stosownych odpisów.

Według ustawy o rachunkowości ujemną wartość firmy zaliczoną do rozliczeń międzyokresowych odpisuje się w sposób liniowy, uznając pozostałe przychody operacyjne przez okres będący średnią ważoną okresu ekonomicznej użyteczności nabytych i podlegających amortyzacji aktywów. Natomiast według MSSF nr 3, jeżeli się okaże, że powstała ujemna wartość firmy przejmowanej, to w całości uznaje się ją za przychód okresu, w którym nastąpiło połączenie spółek.

Na tle tych rozwiązań powstają w trakcie analizy sprawozdania finansowego następujące pytania:

- Czy realnie pogorszyła się elastyczność majątku jednostki ujawniającej wartość firmy, bo przecież zwiększyła się wartość aktywów trwałych?
- Czy realnie poprawia się wskaźnik finansowania aktywów trwałych, gdy amortyzuje się wartość firmy?
- Czy wynik finansowy jednostki nabywającej wartość firmy nie jest sztucznie zaniżony w przypadku stosowania ustawy o rachunkowości?
- Czy wynik finansowy jednostki nabywającej ujemną wartość firmy nie jest sztucznie zawyżony w przypadku stosowania międzynarodowych standardów sprawozdawczości finansowej?

Podsumowując, można stwierdzić, że niewątpliwie celem każdej operacji nabywania przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części jest zwiększenie przyszłych zysków i zwiększenie wartości dla akcjonariuszy. Akcjonariusze więc, zanim podejmą decyzję o przejęciu lub połączeniu z inną spółką, powinni mieć wyczerpującą informację, czy operacja ta przyczyni się realnie do zwiększenia rentowności posiadanych przez nich akcji (udziałów). Jednakże złożoność merytoryczna wartości firmy, wpływ sposobów jej rozliczania na wartości bilansowe i wynik finansowy

wy sprawiają, że analitycy finansowi mają coraz więcej problemów z przeprowadzeniem rzetelnej analizy finansowej przedsiębiorstwa po dokonaniu operacji przejęcia innej jednostki.

Wydaje się, że podstawą dokonywanych w ostatnich kilku latach połączeń spółek w świecie są przede wszystkim cele strategiczne, a z perspektywy krótkookresowej celem jest zmiana obrazu sytuacji majątkowej i finansowej niektórych podmiotów, w tym dokonanie przeszacowania wartości aktywów i zobowiązań, co jest niedopuszczalne w przypadku sporządzania tzw. bilansów zwyczajnych. W tym kontekście można by chociaż zwrócić uwagę na coraz powszechniejsze w Stanach Zjednoczonych tzw. połączenia odwrotne (*reverse subsidiary merger*) [Arzac 2005, s. 144]. Polega to na tym, że spółka przejmująca nabywa spółkę zależną w tym celu, by później stać się jej spółką zależną. Tego typu trójkątnych transakcji dokonuje się także ze względów podatkowych.

5. Idea wartości godziwej aktywów netto

Wartość godziwa aktywów netto nabywanej spółki jest drugą, po cenie nabywania, złożoną wielkością ekonomiczną determinującą poziom wartości firmy lub ujemnej wartości firmy. Sama kategoria „wartości godziwej” stosowana w wielu przypadkach do wyceny aktywów i zobowiązań budzi wiele niejednoznaczności, aczkolwiek tkwi w niej głęboki sens, by ustalić wiarygodną bieżącą wartość niektórych pozycji bilansowych. Definicję wartości godziwej podają wszystkie standardy rachunkowości (amerykańskie, międzynarodowe, polskie). Poprawne ustalenie wartości godziwej aktywów czy zobowiązań wymaga spełnienia wszystkich poniższych założeń:

1. Można rozpatrywać transakcję zarówno faktyczną, jak i hipotetyczną. Przy tym nie chodzi tutaj o jakiś wyimaginowany lub hipotetyczny rynek, którego istnienia nie sposób przewidzieć. Rozpatrywana transakcja ma być wpisana w aktualną sytuację rynkową i zgodna z aktualnymi oczekiwaniami sprzedającego i kupującego na tym konkretnym rynku.

2. Jedna i druga strona transakcji chcą jej dokonać, ale bez przymusu. Zatem rozpatrywany kupujący jest skłonny do zakupu, ale nie jest do niego zmuszony i nie musi nabyć przedmiotu transakcji za wszelką cenę.

3. Obie strony mają wystarczającą wiedzę o wartości przedmiotu transakcji, bez informacji poufnych. Zainteresowany sprzedający i zainteresowany kupujący znają charakter i cechy danego przedmiotu transakcji, jego aktualne i przyszłe wykorzystanie oraz sytuację rynkową na dzień wyceny.

4. Strony transakcji nie mogą być powiązane.

Wartość godziwa nie jest zatem kwotą, jaką jednostka gospodarcza otrzymała by lub zapłaciła w transakcji wymuszonej, w wyniku przymusowej likwidacji lub sprzedaży zastawionego majątku. Wartość godziwa jest najlepszą ceną, jaką mógł-

by uzyskać sprzedający, będącą zarazem najbardziej korzystną ceną, jaką byłby skłonny zapłacić kupujący. Wyklucza się zawyżanie lub zaniżanie cen ze względu na specyficzne warunki transakcji, np. formy płatności czy powiązania między stronami transakcji. Ustawa o rachunkowości wskazuje, co należy przyjąć za wartość godziwą wybranych pozycji bilansowych na potrzeby rozliczenia połączenia spółek.

Dokonana wycena wartości godziwej aktywów netto i zaakceptowanie przez dwie strony transakcji ceny nabycia przedsiębiorstwa na podstawie posiadanej wiedzy w określonym czasie, nie oznaczają, że nie można dokonać stosownych korekt w związku z pojawieniem się nowych okoliczności czy wejścia w posiadanie nowych informacji. Przede wszystkim korekcie podlega różnica między tymi dwiema wielkościami, której przejawem będą stosowne odpisy wartości firmy czy ujemnej wartości firmy. Takie operacje skutkują zmianą wartości bilansowych i wyniku finansowego, a więc analityk sprawozdania finansowego powinien odpowiednio je zinterpretować.

Literatura

- Arzac E.R., *Valuation for Mergers, Buyouts, and Restructuring*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey 2005.
- Cohen J.A., *Intangible Assets. Valuation and Economic Benefit*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey 2005.
- Habdas M., *Przedsiębiorstwo w znaczeniu przedmiotowym*, „Kwartalnik Prawa Prywatnego” 2002 nr 2.
- King A.M., *Fair Value for Financial Reporting*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey 2006.
- Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej*, t. 1, International Accounting Standards Board, London 2007.
- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, DzU nr 121, poz. 591 z późn. zm.
- Widło J., *Przedsiębiorstwo w świetle zmian Kodeksu cywilnego*, „Monitor Prawniczy” 2004 nr 1.

ANALYSIS OF GOODWILL AS A BALANCE ITEM

Summary

The analysis of goodwill is the main subject of this paper, especially in the case when goodwill is a result of a company's purchase or its part organized. The merits of goodwill and negative goodwill are discussed in the paper as well a complicated character of these items in the balance sheet. At the same time it was emphasized how application of international financial reporting standards influences the clearing of balance sheet items and profits of the company purchasing goodwill or negative goodwill.