

**Małgorzata Ciepiałowska \***

## **ESTYMACJA WARTOŚCI GODZIWEJ W ASPEKCIE PRZEJĘCIA PRZEDSIĘBIORSTWA**

**Estimating fair value of a company**

### **Summary**

*The article presents the procedure of valuing a company based on an estimation of the prices all of the particular assets and liabilities using the fair value method. The above mentioned approach is based on the assumption of the true value approximation of the particular balance sheet elements according to the International Accounting Standards which leads to the estimation of the expected selling price of the company.*

### **Uwagi wstępne**

Przyspieszenie zmian zachodzących we współczesnym świecie przejawia się we wszystkich sferach życia społecznego i ekonomicznego. Proces globalizacji jak również integracji gospodarki światowej wskazując na duże sprzężenie zwrotne systemów ekonomicznych, przyczynia się do wzrostu znaczenia procesów wyceny przedsiębiorstw. Zarządzający przedsiębiorstwami powinni zatem wprowadzać zmiany dotyczące strategii działania podmiotu jak i reagować na zmiany zachodzące w otoczeniu ekonomicznym i społecznym poprzez poszukiwanie alternatywnych rozwiązań rozwoju przejawiających się w znajdowaniu możliwości zwiększenia rentowności produkcji. Zatem warunkami kontynuowania działalności stają się procesy związane ze zmianami struktury własnościowej, a w szczególności konsolidacje, fuzje i przejęcia przedsiębiorstw.

Z wspomnianymi procedurami związane są transakcje kupna – sprzedaży przedsiębiorstw lub ich części. Najistotniejszym narzędziem, obiektywizującym wartość podmiotu, stanowiącego przedmiot negocjacji cenowych jest wycena przedsiębiorstwa przejmowanego. Wieloletnia praktyka związana z pomiarem wartości przedsiębiorstw ukształtowała róż-

---

\* mgr, Wyższa Szkoła Biznesu w Tarnowie

norodne techniki i procedury estymacji wartości podmiotów gospodarczych. Jednym z alternatywnych modeli wyceny jest metoda oparta na wartości godziwej, którą do prawodawstwa polskiego wprowadziła znowelizowana Ustawa o Rachunkowości z dnia 23 sierpnia 2001 roku, zwana w artykule Ustawą.

## 1. Istota wartości godziwej

Koncepcja **wartości godziwej** została przyjęta przez większość rozwiniętych systemów rachunkowości. W związku z tym faktem istnieje dość powszechna zgodność co do znaczenia tego pojęcia.

Zgodnie z artykułem 28 ustawy **wartość godziwa to kwota, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane na warunkach transakcji rynkowej, pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, nie powiązаныmi ze sobą stronami.**

Wartość godziwa definiowana przez Międzynarodowe Standardy Rachunkowości to kwota za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane w formie transakcji przeprowadzonej na warunkach rynkowych pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi stronami (MSR 32.5). Tak więc wartości godziwej nie stanowi, zatem kwota, którą jednostka gospodarcza może otrzymać lub zapłacić w ramach wymuszonej transakcji, przymusowej likwidacji czy wyprzedazy majątku w celu spłacenia długów.

Powyższe definicje skłaniają do refleksji nad warunkami i możliwościami stosowania koncepcji wartości godziwej. Warto w tym miejscu zwrócić uwagę na racjonalność związaną z podejmowaniem decyzji przez strony transakcji. Nieracjonalne decyzje wykluczają dokonanie wyceny przedsiębiorstwa w warunkach wartości godziwej. Ocena subiektywna powoduje bowiem zniekształcenie wartości przedmiotu transakcji. Błędnej oceny przedmiotu transakcji można dokonać również pomijając aspekt regulowania zobowiązań w trakcie cyklu działalności gospodarczej.

W związku z powyższym należy przyjąć następującą definicję wartości godziwej:

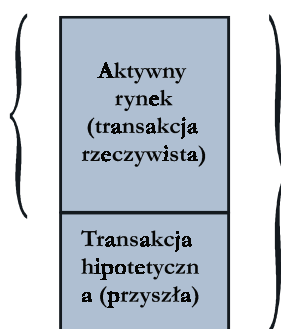
Wartość godziwa jest to kwota, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony a zobowiązanie uregulowane w kwotach wymagających zapłaty w trakcie trwania normalnego cyklu działalności gospodarczej w warunkach transakcji rynkowej pomiędzy racjonalnymi, zainteresowanymi, nie powiązаныmi ze sobą stronami [Jędrzejczyk 2003].

Dotychczasowe rozważania jak i literatura przedmiotu dowodzą, że wartość godziwa stanowi o szerszym pojęciu samej wartości podmiotu

niż wartość rynkowa. Nie ulega jednak wątpliwości, że koncepcja wartości godziwej jest związana z teorią wartości rynkowej, rozbudowując ją o wartość tych aktywów, które nie stanowią przedmiotu obrotu na aktywnym rynku.

Różnice pomiędzy wartością godziwą a rynkową przedstawia poniższy schemat:

**Schemat 1. Wartość godziwa a wartość rynkowa**



*Źródło: Jędrzejczyk 2004*

## 2. Specyfika wyceny w wartości godziwej

Zakres stosowania wartości godziwej do wyceny jest różny w poszczególnych systemach rachunkowości, jednak zauważa się systematyczne upowszechnianie tej kategorii wyceny. Dowodzą tego nie tylko ostatnio publikowane MSRF i standardy różnych krajów, ale także zmiany w IV Dyrektywie UE.

Rozwiązania techniczne dotyczące ujęcia skutków wyceny w wartości godziwej są różne. Aktywa, zobowiązania i składniki kapitału własnego mogą bowiem - jak wiadomo - być wyceniane w wartości godziwej, zarówno już w momencie ich wprowadzenia do ksiąg jak i później, drogą zmiany ich dotychczasowej wartości. Również różnice powstałe na skutek wyceny w wartości godziwej są różnie ujmowane w poszczególnych krajach i systemach rachunkowości. Generalnie skutki zmian wyceny mogą wpływać na wynik bieżącego okresu lub być rozliczane z kapitałem własnym.

Określenie wartości godziwej w przypadku aktywów i zobowiązań nabywanych i sprzedawanych na aktywnych rynkach nie jest utrudnione, gdyż rynki te dostarczają łatwo dostępne i wiarygodne informacje o cenach transakcji. W przypadku, gdy brak jest aktywnego rynku lub gdy szczególne cechy wycenianych aktywów lub zobowiązań utrudniają zobiektywizowaną ich

wycenę, dokonanie rzetelnej wyceny jest skomplikowane (np. dotyczy to niektórych nieruchomości inwestycyjnych lub złożonych pochodnych instrumentu finansowego). W takiej sytuacji koniecznym staje się zastosowanie modelu matematycznego wyceny lub skorzystania z pomocy rzeczoznawcy.

Podstawową zaletą stosowania wyceny według wartości godziwej jest wiarygodne i rzetelne odzwierciedlenie sytuacji majątkowej i finansowej podmiotu, a także osiąganego wyniku finansowego z punktu widzenia inwestora opierającego swoje prognozy i decyzje na informacjach zawartych w sprawozdaniu finansowym. Natomiast konieczność okresowego doprowadzania wartości aktywów i pasywów do wartości godziwej powoduje, że staje się ona niejako wspólnym mianownikiem wyceny na dany dzień. Aktywa danego typu wykazywane są według jednej, wspólnej, bieżącej ceny niezależnie od faktycznego momentu nabycia i występujących na ten moment cen rynkowych.

### **3. Preskrytywne i aplikacyjne możliwości stosowania wartości godziwej**

Koncepcja wartości godziwej jest wykorzystywana zarówno do rozliczenia dodatniej jak i ujemnej wartości firmy, znajduje ona również swoje zastosowanie w przypadku szacowania ceny przejęcia jednostki [art. 44b ust. 5 ustawy o rachunkowości]. Jest podstawą wyceny niektórych przedmiotów, które zostały wykorzystane do dokonania zapłaty (np.: udziałów w spółce przejmującej - jeśli nie jest znana ich cena rynkowa). Wartość godziwa przedsiębiorstwa ma za zadanie uwzględnić wycenę wszystkich elementów wchodzących w skład aktywów i pasywów podmiotu. [Ciepiewska 2004]. Jej wyliczenie związane jest z:

- czynnościami poprzedzającymi nabycie udziałów w jednostce podporządkowanej tzn. wykorzystaniem przygotowanych przez ekspertów wycen majątku jednostki nabywanej (podporządkowanej) jak i czynnościami związanymi z określeniem planów podmiotu dominującego co do wykorzystania majątku jednostki przejmowanej,
- przygotowaniem na dzień nabycia sprawozdania finansowego,
- analizą poszczególnych pozycji sporządzonego przez jednostkę podporządkowaną sprawozdania finansowego w celu sprawdzenia zgodności stosowanych zasad rachunkowości w ramach grupy kapitałowej,
- wprowadzeniem korekt wynikających z ujednoczenia w ramach grupy kapitałowej zasad rachunkowości,
- wyceną pozycji aktywów i pasywów według wartości godziwej.

Wartość godziwą na dzień nabycia można skorygować w kolejnych okresach sprawozdawczych, jeżeli w wyniku zaistniałych zdarzeń lub uzyskanych informacji jej ustalenie było niewłaściwe. W takich przypadkach należy dokonać odpowiedniej korekty wartości firmy lub ujemnej wartości firmy pod warunkiem, że jednostka przewiduje odzyskanie wartości wynikającej z korekty przyszłych korzyści ekonomicznych i korekta taka jest dokonywana w ciągu tego roku obrotowego, w którym nastąpiło nabycie jednostki podporządkowanej. W przeciwnym przypadku korektę taką zalicza się odpowiednio do pozostałych przychodów lub kosztów operacyjnych [Adamkiewicz, Raciński 2002].

Pozycje aktywów i pasywów na dzień nabycia według wartości księgowej i wartości godziwej wraz z odpowiednimi korektami zostały przedstawione w tabeli 1 i 2:

Tabela 1

Lp.	Wyszczególnienie	Wartość księgowa na dzień nabycia	Korekty dostosowujące zasady rachunkowości	Korekty do wartości godziwej	Wartość godziwa na dzień nabycia
1	2	3	4	5	6
<b>A</b>	<b>AKTYWA TRWAŁE</b>	<b>143 797,00</b>	<b>75,00</b>	<b>33 787,00</b>	<b>177 509,00</b>
I	Wartości niematerialne i prawne	17,00			17,00
II	Rzeczowe aktywa trwałe	143 780,00	75,00	33 787,00	177 492,00
	– grunty	2 765,00		1 035,00	3 800,00
	– budynki	31 234,00		33 768,00	6 500,00
	– urządzenia techniczne i maszyny	52 184,00			52 184,00
	– środki transportu	581,00	75,00		506,00
	– środki trwale w budowie	57 016,00		(1 016,00)	56 000,00
III	Należności długoterminowe				
IV	Inwestycje długoterminowe				
V	Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe				
<b>B</b>	<b>AKTYWA OBROTOWE</b>	<b>132 944,00</b>	<b>20,00</b>	<b>1 538,00</b>	<b>134 462,00</b>
I	Zapasy	33 452,00		1 737,00	35 189,00
	materiały	20 929,00			20 929,00
	półprodukty i produkty w toku	8 327,00		937,00	7 390,00
	produkty gotowe	4 196,00		800,00	49 966,00
II	Należności krótkoterminowe	99 307,00	20,00	(199,00)	99 088,00
	– do 12 miesięcy	81 108,00	20,00		81 088,00
	– powyżej 12 miesięcy	18 199,00	0,00	(199,00)	18 000,00
	– dochodzone na drodze sądowej				
III	Inwestycje krótkoterminowe	185,00			185,00
IV	Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe				
	<b>RAZEM AKTYWA</b>	<b>276 741,00</b>	<b>95,00</b>	<b>35 325,00</b>	<b>311 971,00</b>

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych przedsiębiorstwa XYZ

Tabela 2

Lp.	Wyszczególnienie	Wartość księgową na dzień nabycia	Korekty dostosowujące zasady rachunkowości	Korekty do wartości godziwej	Wartość godziwa na dzień nabycia
1	2	3	4	5	6
<b>A</b>	<b>KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY</b>	<b>45 201,00</b>	<b>95,00</b>	<b>35 325,00</b>	<b>80 431,00</b>
I	Kapitał (fundusz) podstawowy	51 290,00			51 290,00
II	Należne wpłaty na początek kapitału				
III	Udziały (akcje) własne				
IV	Kapitał (fundusz) zapasowy	33 935,00			33 935,00
V	Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny			35 325,00	35 325,00
VI	Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe				
VII	Zysk (strata) z lat ubiegłych	-36 804,00			-36 994,00
VIII	Zysk (strata) netto	-3 220,00	(95,00)		-3 125,00
IX	Odписы z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość ujemna)				
<b>B</b>	<b>Wnieiony niezarejestrowany kapitał</b>	<b>42 575,00</b>			<b>42 575,00</b>
<b>C</b>	<b>ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA</b>	<b>188 965,00</b>			<b>188 965,00</b>
I	Rezerwy na zobowiązania	2 597,00			2 597,00
II	Zobowiązania długoterminowe, w tym:	3 500,00			3 500,00
	kredyty i pożyczki	3 500,00			3 500,00
III	Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	167 031,00			167 031,00
	kredyty i pożyczki	29 205,00			29 205,00
	– z tytułu dostaw i usług o okresie wymagalności do 12 miesięcy	136 619,00			136 619,00
	– z tytułu dostaw i usług o okresie wymagalności powyżej 12 miesięcy	1 207,00			1 207,00
IV	Rozliczenia międzyokresowe	15 837,00			15 837,00
	<b>RAZEM PASYWA</b>	<b>276 741,00</b>	<b>95,00</b>	<b>35 325,00</b>	<b>311 971,00</b>

*Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych przedsiębiorstwa XYZ*

Na podstawie analizy poszczególnych pozycji bilansu dostosowano zasady rachunkowości jednostki podporządkowanej do zasad grupy kapitałowej, jak również dokonano wyceny poszczególnych pozycji aktywów i pasywów według wartości godziwych, przy uwzględnieniu planów jednostki dominującej dotyczących dalszego wykorzystania majątku nabytej jednostki.

Analiza poszczególnych pozycji bilansu wymaga ścisłej i odpowiedzialnej współpracy podmiotu dominującego i jednostki podporządkowanej. Zadaniem podmiotu dominującego jest opracowanie szczegółowych zasad ustalania wartości godziwych oraz zakresu współpracy wszystkich komórek organizacyjnych związanych z wykonywaniem funkcji właścicielskich i sprawozdawczych (dział nadzoru właścicielskiego, dział konsolidacji).

Sporządzając skonsolidowane sprawozdanie finansowe na koniec roku obrotowego, podmiot dominujący powinien dokonać analizy pozycji aktywów i pasywów jednostki podporządkowanej, podlegających korekcie dostosowującej zasady rachunkowości i korekcie do wartości godziwej.

Należy pamiętać, że w metodzie konsolidacji pełnej sumowaniu ulegają sprawozdania jednostkowe; koniecznym zatem jest, aby wszystkie korekty ustalone na dzień nabycia były każdorazowo odtwarzane.

W tabeli 3 zaprezentowano wprowadzone korekty na koniec roku obrotowego (pozycje, w których korekty nie zostały wprowadzone pominięto).

Tabela 3

Lp.	Wyszczególnienie	Korekty dostosowujące zasady rachunkowości	Korekty do wartości godziwej	Wartość godziwa na dzień nabycia
1	2	3	4	5
	<b>AKTYWA</b>			
<b>A</b>	<b>AKTYWA TRWAŁE</b>			
<b>I</b>	<b>Wartości niematerialne i prawne</b>			
<b>II</b>	<b>Rzeczowe aktywa trwałe</b>			
	– grunty	1 035,00		
	– budynki	33768,00		(380,00)
	– urządzenia techniczne i maszyny			
	– środki transportu	(75,00)		(25,00)
	– środki trwałe w budowie			
<b>B</b>	<b>AKTYWA OBROTOWE</b>			
<b>I</b>	<b>Zapasy</b>			
<b>II</b>	<b>Należności krótkoterminowe</b>			
	– należności z tytułu dostaw i usług o okresie spłaty powyżej 12 miesięcy		(199,00)	
	<b>PASYWA</b>			
<b>A</b>	<b>KAPITAŁ WŁASNY</b>			
<b>V</b>	<b>Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny</b>		35 325,00	
<b>VII</b>	<b>Zysk (strata) z lat ubiegłych</b>	(95,00)		
<b>VIII</b>	<b>Zysk (strata) netto</b>	20,00	23,00	(3 220,00)

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych przedsiębiorstwa XYZ

W korektach wyniku finansowego ujęto:

- korekty dostosowujące zasady rachunkowości - korekty odpisów aktualizujących wartość należności, wprowadzone w sprawozdaniu finansowym jednostki zależnej,
- korekty do wartości godziwej - zwiększenia z tytułu korekty wyniku finansowego związanej z ujęciem opisu inwestycji w sprawozdaniu jednostkowym, a także korekty związane ze sprzedażą wyceńionych w wartościach godziwych zapasów 1 737 tys. zł

- dodatkowe korekty - korekty odpisów amortyzacyjnych budynków i środków transportu.

Ujemną wartość firmy w części, w jakiej dotyczy ona oszacowanych w sposób wiarygodny przyszłych kosztów, przedsiębiorstwo odpisuje w rachunek zysków i strat w okresie, w którym koszty te obciążają wynik finansowy.

Pozostała część ujemnej wartości, do wysokości nie przekraczającej wartości godziwych nabytych aktywów trwałych z wyłączeniem długoterminowych aktywów finansowych została rozliczona przez okres, który stanowi średnią ważoną okresu ekonomicznej użyteczności nabytych i podlegających amortyzacji aktywów trwałych.

**Tabela 4**

Aktywa netto według wartości godziwej	123 006
Udział % w kapitale spółki	100 %
Aktywa netto przypadające dla poziomu dominującego	123 006
Cena nabycia udziałów	73 000
Ujemna wartość firmy	50 006

Przyszłe koszty związane z restrukturyzacją nabytej jednostki zostały oszacowane w wysokości 17 000 tys. zł. Koszty te będą ponoszone równomiernie przez 5 lat. Wartość ujemna firmy w części jakiej dotyczy ona w sposób wiarygodny przyszłych kosztów, odpisana zostanie w rachunek zysków i strat, w okresie, w którym koszty te obciążają wynik finansowy.

Pozostała część ujemnej wartości firmy, do wysokości nie przekraczającej wartości godziwej nabytych aktywów trwałych, z wyłączeniem długoterminowych aktywów finansowych notowanych na regulowanych rynkach, rozliczona została przez okres będący średnią ważoną okresu ekonomicznej użyteczności nabytych i podlegających amortyzacji aktywów trwałych.

Wyliczenie odpisów amortyzacyjnych części ujemnej wartości firmy przekraczającej szacowane przyszłe koszty przedstawia tabela 5.



Tabela 5. Odpisy amortyzacyjne części ujemnej wartości firmy przekraczającej szacowane przyszłe koszty ( w tys. zł)

Aktywa trwałe podlegające amortyzacji	Wartość godziwa na dzień nabycia	Średni (miesięczny) okres amortyzacji	Wartość średnia ważona
<b>I. Wartości niematerialne i prawne</b>	17	12	<b>204</b>
<b>II. Rzeczowe aktywa trwałe w tym:</b>			
– budynki	6 500	180	1 170 000
– urządzenia techniczne	52 184	24	1 252 416
– środki transportu	506	36	18 216
Razem aktywa podlegające amortyzacji	59 207	X	2 440 836
<b>Średnio ważony (miesięczny) okres amortyzacji (2 440 836/59 207)</b>			<b>41,23</b>
<b>Ujemna wartość firmy podlegająca rozliczeniu (50 006 - 17 000)</b>			<b>33 006</b>
<b>Miesięczny odpis ujemnej wartości firmy (33 006/41,23)</b>			<b>800,53</b>

*Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych przedsiębiorstwa XYZ*

Tabela 6. Razem miesięczny odpis ujemnej wartości firmy (w tys. zł)

Do wysokości przyszłych kosztów (17 000/60)	283
W części przekraczającej przyszłe koszty	800,53
<b>Razem odpis miesięczny</b>	<b>1 083,53</b>

*Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych przedsiębiorstwa XYZ*

Podsumowując należy podkreślić, że zmiana oszacowania wartości godziwej aktywów przejętej jednostki niewątpliwie wpływa na ujemną wartość firmy. Nie oznacza to jednak, że zmiana ta ma wpływ jednocześnie na wynik finansowy osiągany przez jednostkę przejmującą. Rozliczenie tej pozycji bilansu jest skonstruowane w ten sposób, że zmiana wartości godziwej przejętych aktywów wpływa na zmianę wyniku finansowego

(w pierwszym roku rozliczania ujemnej wartości firmy) tylko w jednym przypadku. Taka sytuacja ma miejsce wówczas, gdy nierozliczona zgodnie z planem przejścia ujemna wartość firmy przekracza wartość aktywów trwałych (z wyłączeniem długoterminowych aktywów finansowych notowanych na rynkach regularnych).

### **Uwagi końcowe**

Pojęcie wyceny przedsiębiorstwa jest obecnie jednym z bardziej popularnych pojęć stosowanych w odniesieniu do przedsiębiorstw przejmowanych. Wartość godziwa przedsiębiorstwa musi zatem w tych przypadkach uwzględniać wycenę wszystkich cząstkowych elementów wchodzących w skład aktywów i pasywów podmiotu wycenianego.

Z punktu prowadzonych rozważań bardzo istotnym wydaje się być wiarygodne oszacowanie wartości wszystkich elementów bilansowych w wartości sprawiedliwej.

Celem przewodnim artykułu było wskazanie możliwości aplikacyjnych wartości godziwej do wyceny przedsiębiorstwa przejmowanego. Podjęte badania starały się dowieść tezy, iż to właśnie koncepcja wyceny przedsiębiorstwa w wartości godziwej jest najbardziej wiarygodną z dotychczas poznanych metod wartościowania przedsiębiorstw. Stosowana w praktyce umożliwia zarządzającym jak i inwestorom zdolność prognozowania, porównywania aktywów i zobowiązań przedsiębiorstwa (występujących w sprawozdaniach finansowych) jak i dokonanie weryfikacji oszacowanych danych liczbowych. W związku z powyższym estymacja wartości godziwej w aspekcie przejścia przedsiębiorstwa przynieść może najlepsze, z dotychczas osiągniętych, rezultaty.

### **Literatura:**

1. Adamkiewicz Z. : Wartość godziwa i jej ustalenie. Rachunkowość nr 9/2001.
2. Adamkiewicz Z., Raciński A., Sprawozdania finansowe jednostek powiązanych. Wartość firmy i ujemna wartość firmy. Monitor Rachunkowości i Finansów nr 11/2002.
3. Bailey G.T, Wild K.: Międzynarodowe standardy rachunkowości w praktyce, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2000.
4. Ciepiewska M. Wartość godziwa przedsiębiorstwa przejmowanego, Rachunkowość Finansowa i Audyt nr 6/2004.

5. Jędrzejczyk M.: *Wartość godzinowa miarą wartości przedsiębiorstwa* Materiały Międzynarodowej Konferencji Zarządzanie Finansami mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw Tom I (pod red. nauk. Zarzecki D.) Uniwersytet Szczeciński Szczecin 2003.
6. Jędrzejczyk M., *Dyskonto w szacowaniu wartości godzinowej*, Zeszyty Naukowe AE, Kraków 2004.
7. Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz. U. z 2002 r., Nr 76, poz. 694 ze zm.).