

Józef Hozer*, **Christian Lis****

Uniwersytet Szczeciński

TEORETYCZNE ASPEKTY WYCENY MARKI KORPORACYJNEJ

STRESZCZENIE

W ostatnich latach zauważa się rosnące znaczenie wartości znaków towarowych w wycenie przedsiębiorstw. Wartość marek korporacyjnych największych światowych koncernów sięga 90% ich wartości rynkowej. Autorzy usystematyzowali pojęcia związane z wyceną marki korporacyjnej i zaproponowali metodę wyceny znaku towarowego (marki korporacyjnej), bazującą na ekonomicznej wartości dodanej *EVA*.

Słowa kluczowe: wartość znaku towarowego, wartość firmy, *goodwill*, ekonomiczna wartość dodana (*EVA*)

Z ekonomicznego punktu widzenia, w procesie prowadzenia działalności gospodarczej powstaje wartość firmy, będąca różnicą pomiędzy wartością rynkową przedsiębiorstwa a jego wartością księgową. Wartość ta nie powstaje w wyniku przejęcia przedsiębiorstwa, tylko w toku prowadzenia działalności operacyjnej przez przedsiębiorstwo, dlatego mówi się, że jest to wewnętrznie wytworzona wartość firmy [Ignatowski 1995, 103]. Zatem, wartość firmy może być wytworzona wewnętrznie, jak również nabyta [Ignatowski 1995; Kamela-Sowińska 1996; Marcinkowska 2000; Kufel 2003]. Wartość firmy wytworzona wewnętrznie stanowi różnicę po-

* Adres e-mail: hozer@wneiz.pl

** Adres e-mail: chrislis@wneiz.pl

między wartością rynkową przedsiębiorstwa (dochodową), a wartością księgową (wartością aktywów netto lub wartością kapitału własnego). Wartość firmy nabyta, to różnica pomiędzy ceną nabycia przedsiębiorstwa a wartością księgową (ust. o rachunkowości) lub wartością rynkową (prawo podatkowe).

W bogatej literaturze zachodniej, termin „wartość firmy” stosowany jest zamiennie z wartością *goodwill*. Podobnie w Polsce wielu autorów podkreśla ekwiwalentność obu pojęć, np. A. Kamela-Sowińska, M. Marcinkowska, G. Urbanek, R. Ignatowski. Jak pisze T. Kufel: „wartość firmy została przetłumaczona na język polski z angielskiego terminu *goodwill* i oznacza przywileje handlowe firmy będącej sukcesorem dobrze prosperującego przedsiębiorstwa” [Kufel 2003, 507]. G. Urbanek tłumaczy występowanie *goodwillu* przedsiębiorstwa w sposób następujący:

Wartość przedsiębiorstwa jest zwykle wyższa od sumy wartości wszystkich jego identyfikowalnych aktywów. Ta dodatkowa wartość stanowiąca najbardziej „niematerialny z niematerialnych” czynnik tworzenia wartości to *goodwill* lub wartość aktywów w użyciu. *Goodwill* oznacza dodatkową wartość, jaką można przypisać aktywom dzięki ich zorganizowaniu i wspólnemu wykorzystaniu. W innych definicjach *goodwill* jest utożsamiany z występowaniem dodatkowych ekonomicznych przychodów ponad te wynikające z zaangażowania identyfikowalnych aktywów. Mogą być one związane z poparciem klientów albo ich skłonnością do kontynuowania współpracy i polecenia firmy [przedsiębiorstwa – przyp. aut.] lub oczekiwaniami, co do przyszłych, nieuwzględnionych obecnie zdarzeń. (...) W rachunkowości *goodwill* jest traktowany bardzo szeroko jako różnica pomiędzy całkowitą wartością przedsiębiorstwa a wartością jego aktywów bilansowych. W tym znaczeniu *goodwill* zawiera wartość wszystkich aktywów niematerialnych przedsiębiorstwa nieodzwierciedlonych w bilansie. (...) Terminem tym będziemy więc określać nieidentyfikowalne aktywa niematerialne przedsiębiorstwa, których wartość stanowi tę część kapitału intelektualnego, która nie została alokowana w sposób bezpośredni lub pośredni na inne aktywa [Urbanek 2008, 73–74].

Wielu autorów proponuje do obliczenia wartości kapitału intelektualnego przyjmując różnicę wartości rynkowej przedsiębiorstwa i wartości księgowej. Różnica ta stanowi wewnętrznie wytworzoną wartość firmy czyli *goodwill*. Warto podkreślić, że różnica ta stanowi nieidentyfikowalne i pozabilansowe aktywa niematerialne przedsiębiorstwa.

W ogólnym sensie ekonomicznym aktywa niematerialne oznaczają niemające fizycznej postaci, oparte na wiedzy i stanowiące własność przedsiębiorstwa czynniki, któ-

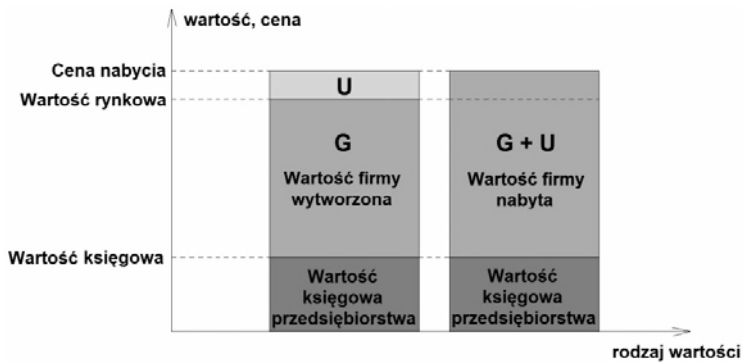
re będą dla niego źródłem korzyści w przyszłości. Według Międzynarodowego Standardu Rachunkowości MSR 38 (*Wartości niematerialne*), aktywa niematerialne mogą zostać ujęte w bilansie tylko wtedy, gdy jednocześnie spełniają następujące dwa warunki:

- przedsiębiorstwo osiągnie z nich przyszłe korzyści ekonomiczne, które będzie w stanie kontrolować;
- możliwa jest ich identyfikacja, pozwalająca na wyróżnienie ich od wartości firmy¹.

W przypadku braku możliwości identyfikacji aktywów niematerialnych, pozwalającej na odróżnienie ich od wartości firmy (*goodwillu*), nie mogą być one ujęte w bilansie – pozostają aktywami niematerialnymi pozabilansowymi. Zatem, Międzynarodowy Standard Rachunkowości 38 (*Wartości niematerialne*) wprowadza zakaz ujmowania wartości firmy, która została wytworzona we własnym zakresie.

W celu lepszego zrozumienia zależności pomiędzy wartością firmy nabytą a wartością wytworzoną (*goodwill* lub kapitałem intelektualnym), przedstawiono je poniżej w formie graficznej (rys.1).

Rys. 1. Zależności między wartością firmy wytworzoną a wartością firmy nabytą, gdy cena transakcyjna przewyższa wartość rynkową



Źródło: opracowanie własne.

¹ Por. Rozporządzenie Komisji (WE) nr 1126/2008 z dnia 3 listopada 2008 r., przyjmujące określone międzynarodowe standardy rachunkowości zgodnie z rozporządzeniem (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady oraz z rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 297/2008 z dnia 11 marca 2008 r. zmieniającym rozporządzenie (WE) nr 1606/2002 w sprawie stosowania międzynarodowych standardów rachunkowości w odniesieniu do uprawnień wykonawczych przyznanych Komisji.

Z dotychczasowych rozważań wynika, że cenę transakcyjną można wyjaśnić jako agregat składający się z następujących komponentów: wartości księgowej, *goodwill* i składnika losowego:

$$C = WK + G + U \quad (1)$$

gdzie:

C – cena transakcyjna,

WK – wartość księgowa,

G – wartość *goodwill*,

U – składnik losowy (zmienna losowa, rynkowa – szczególne warunki zawarcia transakcji).

Wartość rynkowa natomiast jest sumą wartości księgowej i *goodwill*:

$$WR = WK + G \quad (2)$$

gdzie:

WR – wartość rynkowa przedsiębiorstwa (lub zorganizowanej jego części),

WK – wartość księgowa przedsiębiorstwa (lub zorganizowanej jego części),
wartość aktywów netto,

G – wartość *goodwill*.

Z powyższej zależności wynika, że składnik losowy będzie różnicą pomiędzy ceną transakcyjną a wartością rynkową przedsiębiorstwa:

$$C = WR + U \Rightarrow U = C - WR \quad (3)$$

Innymi słowy, składnik losowy jest „resztą” (wartością rezydualną) w modelu ceny transakcyjnej. Jeśli $U > 0$, to cena jest wyższa od wartości rynkowej, a sprzedający oprócz wartości firmy wytworzonej (*goodwill*), otrzymuje dodatkową „premię”, wynikającą ze szczególnych warunków zawarcia transakcji (premii sprzedającego).

W przeciwnym wypadku, jeśli $U < 0$, oznacza to, że cena transakcyjna jest niższa od wartości rynkowej, a sprzedawca nie otrzymuje ceny w pełni pokrywającej wartość firmy wytworzonej (*goodwill*). W takim przypadku U stanowi „premię” nabywcy, a nabyta wartość firmy jest mniejsza od wytworzonej wartości firmy.

W sytuacji, gdy nie dochodzi do transakcji nie jest możliwe określenie nabytej wartości firmy. Wówczas możliwe jest jedynie określenie wartości rynkowej przedsiębiorstwa wytworzonej w toku prowadzenia działalności gospodarczej.

Jak wynika z dotychczasowych rozważań, wartość firmy wytworzona stanowi pozabilansowe wartości niematerialne (MSR 38). Źródłem finansowania pozabilansowych aktywów niematerialnych jest kapitał intelektualny przedsiębiorstwa. Za kapitał intelektualny uważa się „niewidzialny” składnik kapitału własnego. Składa się nań między innymi wiedza i doświadczenie pracowników firmy, wypracowana od lat struktura organizacyjna, trwałe powiązania z dostawcami i odbiorcami, standardy zawodowe i etyczne stosowane w przedsiębiorstwie. Poniżej przedstawiamy uproszczony, „pełny” bilans przedsiębiorstwa, tzn. zawierający nieidentyfikowalne wartości materialne.

Rys. 2. Zależności między wartością firmy wytworzoną a wartością firmy nabytą, gdy cena transakcyjna jest niższa od wartości rynkowej

CZĘŚĆ BILANSOWA	AKTYWA TRWAŁE (AT)	KAPITAŁ WŁASNY (KW)
	AKTYWA OBROTOWE (AO)	KAPITAŁ OBCY (KO)
CZĘŚĆ POZABILANSOWA	AKTYWA NIEMATERIALNE GOODWILL (G)	KAPITAŁ INTELEKTUALNY „NIEWIDZIALNY” KAPITAŁ WŁASNY (KI)

Źródło: opracowanie własne.

Dla przedstawionego bilansu przedsiębiorstwa zapisać można następujące równanie:

$$AT + AO + AN = KW + KO + KI \quad (4)$$

Ponadto pamiętając, że wartość rynkowa przedsiębiorstwa to suma wartości księgowej majątku netto i wartości *goodwill* (2) oraz $WK = AT + AO - KO$, wartość rynkową przedsiębiorstwa możemy obliczyć następująco:

$$WR = AT + AO - KO + G \quad (5)$$

stąd

$$G = WR - (AT + AO - KO) \quad (6)$$

Jak widać, wyceniając wartość marki korporacyjnej (znaków towarowych) można zamiast podejścia bezpośredniego, tzn. wyceny poszczególnych czynników pozabilansowych wpływających na wartość marki, które są niematerialne, nieuchwytnie (*intangible*) oraz trudno identyfikowalne, zastosować podejście pośrednie, polegające na zbadaniu łącznego efektu oddziaływania czynników niematerialnych na wartość rynkową. Przy czym, wartość rynkową przedsiębiorstwa należy określić w podejściu dochodowym, ze względu na fakt, że aktywa niematerialne, będą powodowały wzrost dochodu ponad poziom, który wynikałby z oddziaływania tylko aktywów bilansowych. Majątkowe metody wyceny ograniczają się jedynie do „urynkowienia” pozycji bilansowych aktywów i pasywów (np. metoda skorygowanych aktywów netto), więc nie są w stanie uchwycić nieidentyfikowalnych czynników niematerialnych, które pozostają pozabilansowe w myśl ustawy o rachunkowości i Międzynarodowego Standardu Rachunkowości 38.

Punktem wyjścia w metodzie zdyskontowanej ekonomicznej wartości dodanej (*EVA*) jest pojęcie *goodwillu* przedsiębiorstwa, rozumianego jako zdolność firmy do takiego wykorzystania aktywów, które tworzy dodatkowe zyski. Wartością *goodwill* jest nadwyżka wartości rynkowej przedsiębiorstwa jako całości, określonej za pomocą metod dochodowych nad sumą netto poszczególnych wartości materialnych i identyfikowalnych wartości niematerialnych, pomniejszonych o zobowiązania. Innymi słowy, wartość rynkowa firmy jest sumą wartości księgowej aktywów netto i wartości *goodwill*, zgodnie z zapisem w równaniu (2). Wyznaczając z niego wartość *goodwill*, tożsamą z wartością znaku towarowego (marki korporacyjnej, *WZT*), otrzymujemy:

$$WZT = WR - WK \quad (7)$$

Po wymnożeniu obu stron równania przez stopę procentową r , przyjmując, że wartość rynkowa przedsiębiorstwa określona została za pomocą metody kapitalizacji prostej zysku netto z działalności operacyjnej, czyli $WR \cdot r = NOPAT$, równanie (7) można zapisać w następujący sposób:

$$WZT \cdot r = NOPAT - WK \cdot r \quad (8)$$

Z uwagi na fakt, że różnica pomiędzy zyskiem netto z działalności operacyjnej po opodatkowaniu (*NOPAT*) a kosztem kapitału własnego przedsiębiorstwa $WK \cdot r$ to ekonomiczna wartość dodana (*EVA – economic value added*), czyli dodatkowy zysk dla właściciela, przekraczający koszt pozyskania i dysponowania kapitałem własnym ($EVA = NOPAT - WK \cdot r$), równanie (8) możemy zapisać w równoważny sposób:

$$WZT \cdot r = EVA \quad (9)$$

Zatem wartość korporacyjnych znaków towarowych otrzymujemy poprzez zastosowanie metody kapitalizacji prostej ekonomicznej wartości dodanej (*EVA*), wytworzonej dzięki reputacji (*goodwill*) przedsiębiorstwa:

$$WZT = \frac{EVA}{r} \quad (10)$$

Jak widać, metoda ta może być również nazwana metodą mnożnika ekonomicznej wartości dodanej, przyjmując za mnożnik *EVA* odwrotność stopy procentowej r . Zagadnieniem odrębnym jest kalkulacja stopy procentowej r . W klasycznym ujęciu w wycenie przedsiębiorstwa przyjmuje się za stopę r średnioważony koszt kapitału (*WACC – the weighted average cost of capital*). W przypadku wyceny wartości *goodwill* przedsiębiorstwa należy uwzględnić również koszt „kapitału intelektualnego”, będącego źródłem finansowania pozabilansowych wartości niematerialnych stanowiących *goodwill* przedsiębiorstwa. Za kapitał intelektualny uważa się „niewidzialny” i pozabilansowy składnik kapitału własnego firmy. Są to wiedza i doświadczenie pracowników przedsiębiorstwa, wypracowana od lat struktura organizacyjna, trwałe powiązania z dostawcami i odbiorcami, standardy zawodowe i etyczne stosowane w firmie, itd. Wielu autorów uzasadnia, że koszt „kapitału intelektualnego” jest wyższy od kosztu kapitału obcego [Urbanek 2008, 241–300].

Kapitał intelektualny stanowiący źródło finansowania wartości *goodwillu* przedsiębiorstwa, a zatem wartości firmy, będzie w przypadku wyceny marek korporacyjnych (znaków towarowych zawierających nazwę przedsiębiorstwa) tożsamy z ich wartością. Choć miernik *EVA* nie powstał w celu pomiaru kapitału intelektualnego, niemniej przez wielu autorów jest wymieniany jako jedna z jego miar [Stewart 1997; Sveiby 1998]. Wykorzystanie miernika *EVA* do pomiaru kapitału intelektualnego postuluje również P. Strassmann [Strassmann 1998, 6]. Uważa on, że

EVA stanowi ekonomiczną nadwyżkę netto wytworzoną w przedsiębiorstwie po zaspokojeniu wszystkich właścicieli kapitału. Uzyskanie tej nadwyżki w postaci *EVA* musi być efektem działania kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa i wyrażać się w wartości firmy, której materialną postacią jest korporacyjny znak towarowy. Jak podkreśla Strassmann, *EVA* stanowi rentę wytworzoną dzięki wiedzy skumulowanej w przedsiębiorstwie. Wartość kapitału intelektualnego badacz szacuje, dzieląc wartość *EVA* przez koszt kapitału wiedzy, który jest równy stopie procentowej z długoterminowego zadłużenia firmy. Podejście Strassmanna zbieżne jest z podejściem przyjętym w niniejszym artykule.

Wnioski

Rozważania na temat roli korporacyjnego znaku towarowego w wycenie przedsiębiorstwa skłaniają nas do następujących wniosków:

- 1) w procesie wyceny znaków towarowych należy rozróżniać znaki towarowe będące markami towarowymi od znaków towarowych stanowiących markę korporacyjną, a także wartość firmy nabytą od wartości firmy wytworzonej; rozróżnienia te mają wpływ na wybór właściwej metody wyceny przedsiębiorstwa;
- 2) wartość znaku towarowego stanowiącego markę korporacyjną należy rozumieć jako wartość firmy wewnętrznie wytworzonej lub wartość *goodwill*;
- 3) do wyceny marki korporacyjnej proponuje się wykorzystać metodę kapitalizacji prostej ekonomicznej wartości dodanej (*EVA*) oraz metodę opłat licencyjnych.

Literatura

- Ignatowski R. (1995), *Konsolidacja sprawozdań finansowych w teorii i praktyce rachunkowości*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.
- Kamela-Sowińska A. (1996), *Wartość firmy*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Kufel T. (2003), *Wartość firmy w świetle prawa bilansowego i podatkowego*, w: *Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, red. D. Zarzecki, t. 1, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin.

- Marcinkowska M. (2000), *Kształtowanie wartości firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Stewart, T.A. (1997), *Intellectual Capital: The New Wealth of Organizations*, Doubleday/Currency, New York.
- Sveiby K.E. (1998–2004), *Methods of Measuring Intangible Assets*, www.sveiby/articles.
- Strassmann P. (1998), *The Value of Knowledge Capital*, “American Programmer”, Vol. 11, No. 3.
- Urbanek G. (2008), *Wycena aktywów niematerialnych przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.

THEORETICAL ASPECTS OF A CORPORATE BRAND VALUATION

Abstract

A growing importance of a trademark value is observed in the enterprises valuation nowadays. The corporate brand value of the world's largest companies is up to 90% of their market value. The authors systematized concepts related to the valuation of corporate brands and proposed the method of a trademark (corporate brand) valuation based on the economic value added (*EVA*).

Translated by Christian Lis

Keywords: value of trade mark, *goodwill*, economic value added (*EVA*)

JEL Code: O34, C52

