

Prof. dr hab. Dariusz Zarzecki
71-235 Szczecin
ul. Brylantowa 7/6

Szczecin, 12.02.2022

**Recenzja rozprawy doktorskiej mgr Michała Gnapa pt.
„Wpływ stosowanych metod na wiarygodność wyceny spółek giełdowych”**

Promotor: prof. dr hab. Jerzy Kitowski

Promotor pomocniczy: dr Wojciech Lichota

Rzeszów 2021, stron 330

1. Problem badawczy, cele i hipotezy

Głównym **celem pracy** zadeklarowanym przez Autora jest (s. 6) „**zbadanie występujących w teorii i stosowanych w praktyce metod i zasad wyceny przedsiębiorstw oraz opracowanie wzorca wyceny zwiększającego wiarygodność założeń zawartych w wycenie**”. Doktorant określił również cztery cele pomocnicze (s. 7):

1. Zdefiniowanie w ramach procesu tworzenia wartości pojęć: wartość przedsiębiorstwa, wartość kapitału własnego oraz jego wartość dla właścicieli;
2. Wybór metod wyceny współgrających z koncepcją zarządzania przez wartość;
3. Identyfikacja i analiza metod wyceny stosowanych przez spółki giełdowe – GPW w Warszawie;
4. Opracowanie wzorca zwiększającego wiarygodność przeprowadzonych wycen przedsiębiorstw.



Autor sformułował następującą hipotezę badawczą: „**Wiarygodne oszacowanie wartości przedsiębiorstwa jest uzależnione od przyjętej metody oraz odpowiedniego zdefiniowania parametrów wejściowych, ustalonych na podstawie rzeczywistych wartości ekonomicznych**” (s. 7).

Autor zgłosił również trzy hipotezy pomocnicze (s. 7):

1. Wycena przedsiębiorstwa jest głównym czynnikiem inwestycji dokonywanych przez podmioty zewnętrzne.
2. Maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa wynika z długoterminowej strategii budżetowania.
3. Wartość wyceny jest uzależniona od wolnych przepływów pieniężnych generowanych przez podmiot gospodarczy.

2. Układ pracy

Praca liczy 330 stron i składa się ze spisu treści, wstępu, pięciu rozdziałów, zakończenia, literatury, spisu tabel, spisu rysunków i streszczenia w języku polskim i angielskim. W bibliografii wykazano łącznie 287 pozycji (książek i artykułów oraz stron internetowych). Są to prace i źródła głównie polsko- i angielskojęzyczne.

We „Wstępie” Kandydat uzasadnia wybór problemu, przedstawia problem badawczy, cel główny i cele pomocnicze pracy, formułuje hipotezy badawcze, a następnie omawia konstrukcję dysertacji.

Rozdział pierwszy pt. „Istota oraz cel zarządzania wartością przedsiębiorstwa” zawiera przegląd podstawowych standardów i generatorów wartości oraz omówienie uwarunkowań rynkowych wyceny. W rozdziale drugim zatytułowanym „Specyfika wyceny przedsiębiorstw a metody ich wyceny” Autor scharakteryzował metody dochodowe i porównawcze, omówił strukturę i koszt kapitału jako determinanty wartości przedsiębiorstwa. W trzecim rozdziale pt. „Wycena przedsiębiorstwa przy zastosowaniu modelu opcji realnych” Doktorant scharakteryzował opcje realne i wskazał na korzyści związane z zastosowaniem modelu opcji realnych. W czwartym rozdziale rozprawy pt. „Wycena spółek handlowych notowanych na GPW w Warszawie – badania empiryczne”, Kandydat podjął próbę empirycznej identyfikacji stosowanych w praktyce metod wyceny przedsiębiorstwa wykorzystując informacje dotyczące wykorzystywanych metod wyceny dostępnych w raportach wycen spółek giełdowych w okresie 2008-2017. W rozdziale piątym pt. „Założenia koncepcyjne wzorca wyceny przedsiębiorstw”

przedstawiono wzorzec wyceny podmiotu gospodarczego, który ma zwiększać wiarygodność i porównywalność uzyskanych wyników wyceny.

Posumowanie rozważań i wnioski ujęto w „Zakończeniu”. Zaprezentowano tam także dalsze potencjalne kierunki badań.

3. Ocena problematyki badawczej, stopnia oryginalności problemu naukowego, poprawności sformułowania celu, hipotez i układu pracy

Podjęta przez Doktoranta problematyka jest ważna, aktualna i w dużej mierze oryginalna. Zagadnienie poprawności wyceny przedsiębiorstw i wiarygodności wyceny spółek giełdowych jest niezwykle istotne dla szeroko rozumianych inwestorów (a więc obecnych i potencjalnych akcjonariuszy), banków i innych interesariuszy. Szczególnie zainteresowani wyceną są członkowie zarządów spółek, bowiem ostatecznym kryterium ich oceny, poza bieżącymi wynikami finansowymi, jest wartość kapitalizacji rynkowej. Kolejną grupą, dla której wiarygodność wyceny spółek publicznych ma kardynalne znaczenie są analitycy finansowi. Są to osoby, które indywidualnie lub zespołowo (zazwyczaj biura maklerskie) przeprowadzają analizy fundamentalne spółek publicznych, zwykle tych największych. Analizy te kończą się zawsze wyceną akcji danego podmiotu, a w wyniku porównania wyniku takiej wyceny z aktualną wyceną rynkową wydawane są rekomendacje. Wiarygodność wyceny ma więc tutaj absolutnie kluczowe znaczenie i zapewne wpływa na opinię danego biura czy analityka na rynku kapitałowym, a tym samym na liczbę klientów i przychody.

Należy podkreślić, że na gruncie teorii i praktyki od wielu lat podejmowane są różne próby doskonalenia samych metod wyceny, jak i procedur wyceny. Zajmują się tym między innymi profesjonalne stowarzyszenia grupujące specjalistów wyceny przedsiębiorstw. W USA są to przede wszystkim ASA i NACVA. W Zjednoczonym Królestwie najbardziej znany jest RICS (obecnie instytucja globalna). W Polsce działa Stowarzyszenie Biegłych Wyceny Przedsiębiorstw w Polsce. Wydawane są liczne prace i przewodniki, organizowane są szkolenia, seminaria i konferencje. Wycena przedsiębiorstw jest nauczana na studiach, prowadzone są badania naukowe. Niemniej każda próba diagnozy stanu i podniesienia wiarygodności wycen jest godna uwagi i poparcia. Dlatego przyjmuję, że stopień oryginalności problemu naukowego jest w pełni satysfakcjonujący.

Kluczowym problemem, z którym Autor powinien się zmierzyć jest kwestia zdefiniowania użytego w tytule rozprawy terminu „wiarygodność wyceny spółek giełdowych”. Co to znaczy „wiarygodność wyceny”? Aby zmierzyć się z tym wyzwaniem należałoby podać stosowną

definicję. Autor deklaruje, że „celem głównym rozprawy jest zbadanie występujących w teorii i stosowanych w praktyce metod i zasad wyceny przedsiębiorstw oraz opracowanie wzorca wyceny zwiększającego wiarygodność założeń zawartych w wycenie” (s. 6). Autor nie wskazał pod jakim kątem metody wyceny mają być zbadane. Nie odwołuje się do poprawności koncepcyjnej poszczególnych metod czy też szczegółowych kwestii metodycznych związanych np. z szacowaniem kosztu kapitału. Autor odwołuje się do wiarygodności wyceny, rozumiejąc przez to bliskość uzyskanego wyniku do aktualnej wartości rynkowej. Z pewnością wartość rynkowa jest ważnym i naturalnym weryfikatorem szacunków wartości obliczonych za pomocą innych metod. Jednak wiarygodność wyceny należałoby wiązać przede wszystkim z: 1) zastosowaniem właściwego standardu wartości, 2) doбором odpowiedniej metody wyceny, 3) przeprowadzeniem poprawnej analizy spółki, 4) przyjęciem wynikających z takiej analizy prawidłowych założeń, 5) zastosowaniem właściwych algorytmów i umiejętnym dokonaniu ewentualnych korekt (np. z tytułu udziałów mniejszościowych). Ocena wiarygodności wyceny spółki dokonanej za pomocą konkretnych metod wyceny przez konkretne osoby jest możliwa o ile dostępne będą informacje dające możliwość weryfikacji wskazanych wyżej etapów procesu wyceny.

Broniąc pomysłu Autora należy podkreślić obiektywną trudność w definiowaniu niektórych terminów. Takim jest także „wiarygodność wyceny”. Wskazane powyżej etapy/kryteria oceny wiarygodności wyceny też opierają się na nieostrych określeniach takich jak: „właściwy standard”, „odpowiednia metoda”, „poprawna analiza spółki”, „prawidłowe założenia”, „właściwe algorytmy”, „umiejętne dokonanie korekt”. Kwestie te są przedmiotem licznych opracowań i regulacji (standardy), jednak im bardziej wchodzimy w szczegóły, tym więcej wątpliwości i różnic w podejściach. Dowodem złożoności i niejednoznaczności omawianej materii jest ogromna liczba sporów na tle wyceny, które znajdują swoje rozstrzygnięcie dopiero na sali sądowej, często po zasięgnięciu opinii kilku biegłych, którzy nierzadko prezentują zupełnie odmienne podejścia skutkujące również różnymi wynikami wyceny.

Zarówno w tytule jak i w celach pracy nie ma zawężenia rozważań wyłącznie do metod dochodowych. Tymczasem na s. 7 Doktorant utrzymuje, że „zakres przedmiotowy obejmuje zagadnienia związane z wyceną przedsiębiorstwa poprzez **wybór odpowiedniej metody dochodowej**” (pogrubienie DZ). W części teoretycznej omawia natomiast metody dochodowe (rozdział 2.1.) i metody porównawcze (rozdział 2.3.). Nie wiem czemu ma służyć rozdział 3 pracy (s. 164-197) poświęcony wycenie przedsiębiorstwa przy zastosowaniu modelu opcji realnych, gdyż w dalszych rozważaniach oraz w części empirycznej zagadnienie to właściwie nie jest podejmowane. Pojawia się jedynie bardzo ogólny i raczej abstrakcyjny postulat zalecający



„ujmowanie w procesie wyceny elastyczności reagowania w postaci uwzględnienia opcji realnych” (s. 325) i ujęcie tego postulatu jako alternatywy w tzw. wzorcu wyceny (s. 288).

Autor wyjaśnia, że „projekt rozprawy powstał z potrzeby weryfikacji, w jaki sposób zastosowanie danej metody wyceny przez analityka pozwala na oszacowanie realnej wartości przedsiębiorstwa” (s. 6). Pojawia się w tym miejscu kluczowe pytanie: co to jest realna wartość przedsiębiorstwa? Autor nie udziela odpowiedzi na to fundamentalne pytanie. Następnie stwierdza, że narzędzia służące wspomnianej weryfikacji „możemy podzielić na takie, które zmierzają do pomiaru wartości (metody wyceny) oraz takie, których wyodrębnienie i sterowanie doprowadza do poprawy efektywności funkcjonowania podmiotu gospodarczego (nośniki wartości)”. Kandydat łączy w tym miejscu ocenę użyteczności metod wyceny na potrzeby wiarygodnej estymacji wartości przedsiębiorstwa z zarządzaniem wartością (Value Based Management), czyli identyfikacją głównych źródeł wartości konkretnego podmiotu i takim zarządzaniem firmą, aby maksymalizować jej wartość. Zdaniem recenzenta połączenie tych kwestii, tj. oceny użyteczności metod wyceny oraz zarządzania wartością, jest nieuzasadnione. Mieszanie wyboru metod wyceny z zarządzaniem wartością nie ma sensu. Można odnieść wrażenie, że Autor wierzy, iż wybór właściwej metody wyceny będzie miał wpływ na zwiększanie (poprawę) wartości podmiotu. Tymczasem metoda wyceny, tak jak metody pomiaru temperatury czy ciśnienia wykorzystuje się do ustalenia temperatury czy ciśnienia, służy jedynie estymacji wartości. Są metody mniej i bardziej dokładne. Inną kwestią jest sam sposób stosowania różnych metod, rzetelności i realności przyjmowanych założeń oraz danych wejściowych. Kandydat ma tego świadomość stwierdzając (s. 6), że „zdaniem autora pracy wybór odpowiedniej metody wyceny przedsiębiorstwa wymaga uprzednio jej szczegółowej analizy, głównie w odniesieniu do profilu działalności gospodarczej spółki oraz panujących warunków ekonomicznych”. Jeśli dobrze odbieram tok rozumowania Doktoranta, chodzi raczej o szczegółową analizę przedsiębiorstwa w kontekście profilu działalności i warunków ekonomicznych, a nie szczegółową analizę metody wyceny, bo te są znane i dobrze opisane. Zacytowane zdanie sugeruje jednak potrzebę szczegółowej analizy metody wyceny, co nie jest potrzebne. Natomiast wymóg analizy przedsiębiorstwa, rynku, warunków otoczenia itd. jest oczywistą koniecznością i warunkiem przeprowadzenia rzetelnej, a więc i wiarygodnej, wyceny. Stosowne procedury i wymogi znajdują swoje odzwierciedlenie w licznych podręcznikach z obszaru wyceny przedsiębiorstw (np. *The Handbook of Advanced Business Valuations*, red. R.F. Reilly, R.P. Schweihs, McGraw-Hill, New York 2000; Pratt S., *Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, Dow Jones-Irwin, Homewood, 1989; S.P. Pratt, R.F. Reilly, R.P. Schweihs: *Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held*

Companies, Irwin Professional Publishing, Chicago 1996; S.P. Pratt, R.F. Reilly, R.P. Schweih: *Valuing Small Businesses & Professional Practices*, Third Edition, Irwin Library of Investment & Finance, McGraw-Hill, New York 1998; G.R. Trugman: *Understanding Business Valuation. A Practical Guide to Valuing Small and Medium Sized Businesses*, AICPA, New York 2012) oraz standardach wyceny (np. *ASA Business Valuation Standards*, American Society of Appraisers https://www.appraisers.org/docs/default-source/default-document-library/bv-standards.pdf?sfvrsn=341b9ed7_2).

Pytanie, które nieuchronnie pojawia się w teorii i praktyce brzmi: która metoda wyceny praw własności jest lepsza? W powszechnej opinii praktycy akademicki i inwestycyjni mogą mieć w tym zakresie różne preferencje. Wyniki licznych badań pokazują jednak, że wbrew powszechnemu przekonaniu, środowisko akademickie i praktyka są dość dobrze dopasowane pod względem preferowanych metod wyceny kapitału własnego, z pewnymi różnicami dotyczącymi szczegółowych kwestii, takich jak np. stosowanie dyskonta z tytułu braku płynności i dyskonta z tytułu udziałów mniejszościowych, premii z tytułu kontroli, ujmowania i wyceny goodwill osobistego. Akceptowalna metoda wyceny musi być zgodna z uznawaną ekonomiczną koncepcją wartości i standardami wyceny. Zastosowana metodologia musi być statystycznie/ekonometrycznie dokładna, solidna i logiczna.

Omawiając cel badania empirycznego (s. 199) Autor odwołuje się do Noty Interpretacyjnej 5 (NI5). Tymczasem NI5 już od dawna jest Krajowym Standardem Wyceny Specjalistycznym (KSW) - Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw, przyjętym przez Polską Federację Stowarzyszeń Majątkowych, a także rekomendowanym do wykorzystania przez członków Stowarzyszenia Biegłych Wyceny Przedsiębiorstw w Polsce. W rozdziale I Autor opisał aktualną sytuację i potwierdził powyższe, ale zaznaczył, że w pracy będzie używał skrótu NI5. Jednak skoro obecna nazwa jest już inna i stosowana przez środowisko zajmujące się wyceną przedsiębiorstw w Polsce, to należałoby używać właśnie jej, gdyż może to wprowadzać zbędne zamieszanie.

Niezależnie od przedstawionych wyżej uwag dotyczących przedmiotu, celu pracy i zastosowanej koncepcji badań, w dysertacji znajduje się wiele fragmentów zupełnie zbędnych, luźno związanych z tematem i nie rozwijanych w dalszych częściach rozprawy. Przykładowo, punkt 1.2. poświęcony tzw. generatorom wartości jest w całości zbędny, gdyż nie wnosi wiele do rozważań podejmowanych w pracy (choć temat jest oczywiście ważny i interesujący). Tytuł punktu 1.2.3. (Finansowe nośniki wartości) nie odpowiada jego zawartości. Rozdział 3 (poświęcony opcjom realnym i ich zastosowaniu w wycenie) jest moim zdaniem zupełnie zbędny, gdyż zawarte tam treści mają głównie walor popularyzatorsko-dydaktyczny i nie są wykorzystane

do prowadzonych dalej rozważań i badań, a także wyprowadzanych wniosków i tzw. rekomendacji (zaleceń).

4. Ocena merytoryczna rozprawy – znaczenie rozprawy i jej walory naukowe oraz dostrzeżone uchybienia i wątki dyskusyjne

Niewątpliwą zaletą pracy jest obszerny przegląd literatury przedmiotu, przywołanie licznych definicji, klasyfikacji, wyników badań. Doktorant szczegółowo omówił różne warianty metody DCF, która jest powszechnie stosowana przez analityków finansowych na potrzeby wyceny przedsiębiorstw. Dokonał również samodzielnej wyceny 12 spółek wchodzących w skład indeksu WIG 20 (wyłączono spółki z sektora finansowego oraz niespełniające wymogu ciągłości notowań w okresie badania). Przeprowadził analizę wycen dokonanych przez domy maklerskie pod kątem wybranych kwestii metodycznych i uzyskanych wyników w porównaniu do aktualnych wartości rynkowych.

Część teoretyczna rozprawy (głównie rozdziały 1-3, aczkolwiek wątki teoretyczne znajdują się również w pozostałych rozdziałach) porusza wiele ważnych, ciekawych, często dyskusyjnych i kontrowersyjnych zagadnień dotyczących wyceny przedsiębiorstw. Niektóre stwierdzenia, opinie i wnioski są dobrą inspiracją do dalszych dyskusji i badań naukowych.

Autor wykazał się dużą wiedzą w zakresie wyceny przedsiębiorstw, ale także ekonomii, rynków kapitałowych i rachunkowości. Zakres pracy jest moim zdaniem szerszy niż nakreślony we wstępie, co oznacza, że Doktorant zrobił więcej niż można było oczekiwać. To zbyt szerokie ujęcie było prawdopodobnie powodem braku wystarczającej koncentracji na głównym celu pracy.

We wstępie Autor zamieścił sformułowania, które można uznać za nielogiczne, jak np. stwierdzenie, że „realizacji celów rozprawy podporządkowano odpowiedni wybór metod wyceny”. Przecież celem głównym pracy jest **„zbadać występujących w teorii i stosowanych w praktyce metod”**. Autor w domyśle ma zbadać jakie metody występują w teorii i są stosowane w praktyce, a nie wybierać metody.

W podsumowaniu rozważań w punkcie 1.3.3. nt. klasyfikacji metod wyceny przedsiębiorstw Doktorant stwierdza: „Pomimo dużej dostępności do literatury przedmiotu oraz badań w zakresie wyceny przedsiębiorstw w XXI wieku mamy do czynienia z pewnego rodzaju paradoksem związanym z wyborem metody wyceny. Pomimo tego, iż literatura przedmiotu poświęca dużo uwagi klasyfikacji metod wyceny, ze względu na fakt, iż istnieją różne modele przedsiębiorstwa, to wykorzystuje ona jedynie najczęściej kilka metod, których konstrukcja obliczeniowa pozwala na dużą elastyczność, co do przyjętych założeń. Zdaniem autora pracy jest to spowodowane przede wszystkim założeniem, że wyceniany podmiot będzie funkcjonował w nieskończoność.

Powoduje to sytuacje, w której wartość przedsiębiorstwa wyliczona w oparciu o konkretną metodę będzie zbyt wysoka, ponieważ mogą zaistnieć okoliczności, które spowodują, że firma upadnie. Dlatego tak istotnym jest przyjęcie odpowiednich założeń oraz zastosowanie odpowiednich technik i metod wyceny, aby wycena odzwierciedlała rzeczywiste do osiągnięcia efekty ekonomiczne” (s. 54). Podważanie powszechnie przyjmowanego i raczej niekontrowersyjnego założenia o działaniu wycenianych podmiotów do nieskończoności nie jest uzasadnione. Po pierwsze, zdecydowana większość średnich i dużych firm nie zakłada, że przestanie istnieć. Tylko bardzo nieliczne mają ściśle określony okres funkcjonowania, np. wynikający z zasobów złóż (kopalnia), czy czasu użytkowania kluczowego składnika aktywów (jednostatkowa spółka shippingowa). W mniejszych podmiotach, w których ryzyko upadłości czy też po prostu dyskontynuacji działania jest znacznie większe, stosuje się często bardziej konserwatywne sposoby określania wartości rezydualnej (wartości na koniec okresu szczegółowej prognozy), np. przyjmując, że wartość ta wynosi zero lub oszacowaną wartość likwidacyjną majątku.

Omówienie metod dochodowych jest niesystemowe i rodzi wrażenie pewnego chaosu. Oczekiwałbym znaleźć rozważania o podejściu dochodowym w jednym miejscu, z prezentacją istoty podejścia, stosowanych metod i ich wariantów wraz ze wzorami, opisami symboli i stosownymi komentarzami.

Wzór na V (wartość przedsiębiorstwa) na stronie 94 jest jakimś nieporozumieniem. W liczniku jest WACC minus WACC, czyli zero. Również kolejny wzór na ECF (equity cash flow) jest nieprawidłowy. W rzeczywistości jest to wzór na wynik finansowy netto, a nie przepływy pieniężne dla właścicieli. Również niepoprawnie podano sposób wyznaczania FCFE w tabeli 9. Jeżeli punktem wyjścia do obliczenia FCFE jest EBIT (tak jak w tabeli 9), to aby obliczyć przepływy pieniężne dla właścicieli należałoby dodatkowo odjąć odsetki i podatek dochodowy. Zwykle punktem wyjścia jest wynik finansowy netto. Poprawny sposób obliczania FCFE (we wzorze na s. 94 Autor użył skrótu ECF, natomiast w innych miejscach, np. na s. 106, stosuje symbol FTE) jest następujący:

$$FCFE = \text{zysk netto} + \text{amortyzacja} - \text{wydatki inwestycyjne} - \text{spłata kredytu} + \text{zaciągnięte zobowiązania (oprocentowane)} \pm \text{zmiany w kapitale obrotowym netto}$$

Rozdział empiryczny składa się z przeprowadzonych samodzielnie przez Autora wycen 12 spółek wchodzących w skład indeksu WIG 20 (wyłączono z różnych powodów 8 podmiotów). Wspomniane wyceny zostały dokonane za pomocą 4 metod dochodowych. Mamy więc łącznie aż 48 wycen przeprowadzonych samodzielnie przez Doktoranta, które zamieszczono na 65 stronach. Wyceny zostały oparte o ten sam uproszczony schemat wyceny. Założenia wyceny są bardzo ogólnikowe. Opis obszaru działania, kluczowych zdarzeń i czynników ryzyka zajmuje 1-2



akapity. Najbardziej jaskrawym przykładem jest uzasadnienie dynamiki przychodów poszczególnych spółek. Po stwierdzeniu „z uwagi na” następuje wyliczenie pewnych założeń (np. na s. 228) i stwierdzenie: „założono, że dynamika wzrostu przychodów w latach 2017-2027 wyniesie 0,34%”. Jak wyznaczono tę liczbę? Identycznie określono założenia dotyczące przychodów we wszystkich wycenach. W taki sposób można przyjąć w zasadzie każdą wielkość mieszczącą się w granicach zdrowego rozsądku, a tym samym uzyskać różne oszacowania wartości kapitału własnego.

W wypadku spółki CCC w ogóle nie określono sposobu zaprognozowania kosztów. W innych wycenach pojawia się identyczna formuła: „koszty działalności operacyjnej zostały zaprognozowane w oparciu o kalkulacyjny układ kosztów. Prognozy kosztów dokonano w oparciu o dane dotyczące struktury kosztów oraz wypracowywanych marż” (np. s. 234). Mamy tu do czynienia z niewiele mówiącym opisem, który uniemożliwia weryfikację dokonanych obliczeń. Wykorzystanie kalkulacyjnego układu kosztów do prognozowania przepływów pieniężnych jest zdecydowanie lepszym rozwiązaniem niż zastosowanie układu rodzajowego. Ten drugi nie wyróżnia bowiem kosztów o charakterze zmiennym i stałym. Układ kalkulacyjny częściowo pokrywa się z podziałem na stałe i zmienne. Niemniej w pełni prawidłowym układem jest układ dzielący koszty na stałe i zmienne.

Koszt kapitału wyznaczono w sposób mało przejrzysty. W każdym przypadku Autor stwierdza, że „premię za ryzyko rynkowe przyjęto w wysokości....” (tu pada liczba, np. na s. 239 jest 7,18%). Nie wiadomo niestety w jaki sposób ustalono tę premię, tym bardziej, że jest ona różna dla różnych spółek. Należałoby raczej oczekiwać, że premia rynkowa w wycenach przeprowadzanych na ten sam moment będzie identyczna, a elementem różnicującym będzie indeks ryzyka beta (współczynnik beta). W założeniach nie ma o tym mowy. Doktorant twierdzi, że „indeks ryzyka beta został ustalony dla rynku, na którym działa przedsiębiorstwo i uwzględniony w premii za ryzyko rynkowe”. Oznacza to, że: 1) nie wiadomo ile wynosi premia za ryzyko rynkowe (market risk premium), 2) nie wiadomo ile wynosi beta konkretnej spółki, 3) określona przez Autora „premia za ryzyko rynkowe”, w której uwzględniono indeks ryzyka beta jest w rzeczywistości premią za ryzyko sektora (a nie premią za ryzyko rynkowe) oraz 4) wykorzystanie indeksu ryzyka sektora zamiast indeksu ryzyka beta konkretnej spółki oznacza, że pominięto różnice w działalności operacyjnej poszczególnych spółek, a przede wszystkim różnice w poziomie finansowania długiem (ryzyko finansowe). W modelu CAPM premię rynkową z tytułu ryzyka (identyczną dla wszystkich podmiotów) mnoży się indeksem ryzyka beta (jest to tzw. zlewarowana beta, a więc uwzględniająca również ryzyko finansowe) uzyskując w ten sposób premię z tytułu ryzyka konkretnego podmiotu.

We wszystkich wycenach stopa wolna od ryzyka ma taki sam poziom wynoszący 2,70%. Z opisu wynika, że jest to rentowność 10-letnich obligacji skarbowych. W związku z tym, że wszystkie wyceny dokonywane są na koniec 2017 roku przyjęcie jednej stopy z dnia wyceny jest poprawne. Przyjęcie rentowności 10 letnich obligacji skarbowych jest również rozwiązaniem akceptowalnym i często stosowanym. Ważne jest jednak, aby przyjmowana w wycenach premia rynkowa była także identyczna i wyznaczana jako uśredniona nadwyżka zwrotów z rynku akcji ponad stopę zwrotu z danego instrumentu wolnego od ryzyka – w wypadku recenzowanej rozprawy jest to rentowność 10 letnich obligacji skarbowych. Często spotykaną praktyką jest przyjmowanie takiej samej premii rynkowej dla różnych instrumentów wolnych od ryzyka, co jest z oczywistych względów niewłaściwe: uśrednione stopy zwrotu z instrumentów o krótkim terminie wykupu są niższe niż tych o długim terminie, co oznacza, że premia odnoszona do tych pierwszych jest wyższa.

Dalej w założeniach pojawia się tajemnicze stwierdzenie, że „w kolejnych latach koszt kapitału został zaprognozowany za pomocą narzędzia Crystal Ball firmy Oracle na podstawie zmian historycznych kosztu kapitału własnego w okresie 2013/2017” (np. s. 234). Z uwagi na brak informacji na temat algorytmu i uzasadnienia takiego podejścia, zamieszczone w tabelach wielkości musimy przyjmować na wiarę, nie mając możliwości ich weryfikacji.

Doktorant dokonał oszacowania wartości fundamentalnej spółek. Przyjmuje się, że synonimem tej kategorii wartości jest tzw. wartość wewnętrzna (intrinsic value) uznawana za jeden z podstawowych standardów wartości. Analiza fundamentalna to metoda pomiaru wartości wewnętrznej akcji poprzez badanie powiązanych czynników ekonomicznych i finansowych. Analitycy fundamentalni (finansowi) badają wszystko, co może wpłynąć na wartość akcji, od czynników makroekonomicznych, takich jak stan gospodarki i warunki branżowe, po czynniki mikroekonomiczne, takie jak efektywność zarządzania firmą. Ostatecznym celem jest uzyskanie liczby, którą inwestor może porównać z aktualną ceną akcji, aby ocenić, czy spółka jest niedowartościowana, wyceniana zgodnie z wartością wewnętrzną czy też przeszacowana. Celem niniejszej dysertacji było zbadanie występujących w teorii i stosowanych w praktyce metod i zasad wyceny przedsiębiorstw oraz opracowanie wzorca wyceny zwiększającego wiarygodność założeń zawartych w wycenie. Wydaje się, że został on sformułowany zbyt ambitnie i za szeroko. W rzeczywistości Autor ograniczył się do przeglądu teorii w zakresie metod dochodowych, w tym również teorii opcji, oraz metod porównawczych. Zasadniczo wyłączono z rozważań metody majątkowe, które są ważne m.in. w wycenie małych i średnich podmiotów, ale także funduszy inwestycyjnych czy spółek opartych na nieruchomościach. Zresztą sam tytuł wskazuje, że praca ma dotyczyć „wpływu stosowanych metod na wiarygodność wyceny spółek giełdowych”.

Tymczasem cel pracy nie ogranicza się wyłącznie do spółek publicznych. Jest więc tutaj oczywista niespójność. Część empiryczna to w dużej mierze **własne wyceny Autora** ograniczone do czterech wariantów metody DCF. Wyniki tych wycen, przy założeniu spójnych założeń, powinny być identyczne lub przynajmniej zbliżone i w rozprawie rzeczywiście są one bardzo podobne (tabela 101). Jednak biorąc pod uwagę cel pracy, wyceny te nie służyły badaniu stosowanych w praktyce metod wyceny, a jedynie wykazaniu zbieżności wyników uzyskiwanych za pomocą czterech wariantów metody DCF. Można powiedzieć, że jest to próba udowodnienia czegoś co jest uznawane za już dawno udowodnione. Warto podkreślić, że w praktyce analitycy finansowi (biura maklerskie) stosują tylko jedno wybrane podejście i jest to zwykle metoda FCFF, ewentualnie FCFE.

Znacznie ciekawsze i potencjalnie bardziej użyteczne w praktyce są badania zaprezentowane w tabeli 12 dotyczące szacowanych przez analityków z różnych biur maklerskich kluczowych parametrów wykorzystywanych na potrzeby wyceny (koszt kapitału własnego, WACC i indeks ryzyka beta). Aczkolwiek i tutaj pojawił się oczywisty błąd w pozycji 7, gdyż WACC dla spółki KGHM na poziomie 20,4% jest z pewnością nieprawidłowy. Potwierdza to zresztą wysokość kosztu kapitału własnego, który wynosi 10,4%. Jak wiadomo WACC jest zawsze mniejszy, a co najwyżej równy kosztowi kapitału własnego. Podobne wątpliwości dotyczą wykazanego poziomu kosztu kapitału własnego spółek dywidendowych (tabela 16 na s. 151). Koszt kapitału własnego w PZU na poziomie 26% jest z pewnością nieprawidłowy. Podobne wątpliwości dotyczą CCC (19% - w badaniu empirycznym przyjęto 11%), Santander (18%), LPP (16%). Koszt kapitału własnego w KGHM w tabeli 16 wynosi 9% (s. 151), podczas gdy w wycenie dokonanej w rozdziale 4 (s. 217) aż 13,26%, czyli o blisko 50% więcej. Pozytywnie oceniam wykazanie, że biura maklerskie nie podają sposobu liczenia indeksu beta (tabela 15). Szkoda, że Autor nie rozwinął i nie pogłębił tego kierunku badań, np. o sposoby szacowania kosztu kapitału własnego czy też próbę ustalenia jaki instrument wolny od ryzyka przyjmują biura maklerskie i czy jest to spójne z poziomem premii z tytułu ryzyka. Ciekawe poznawczo i użyteczne praktycznie byłoby również sprawdzenie czy biura maklerskie stosują w wycenie różnych spółek te same parametry rynkowe, tj. stopę wolną od ryzyka i premię rynkową z tytułu ryzyka, a także czy w wycenie tej samej spółki są konsekwentne i wykorzystują ten sam indeks ryzyka i koszt kapitału własnego (przynajmniej w krótkich odstępach czasu).

W podsumowaniu rozważań dotyczących CAPM Autor konkluduje: „Zdaniem autora pracy, w dostępnej literaturze istnieje wiele dowodów, że beta nie jest dobrą miarą ryzyka, dlatego pojawiają się próby stosowania innych miar” (s. 144). Szkoda, że Doktorant nie przedstawił tych dowodów, tudzież wspomnianych prób stosowania innych miar.



Pozytywnie oceniam przegląd mnożników wykorzystywanych w wycenie porównawczej, a przede wszystkim własne badanie dotyczące mnożników zastosowanych przez wybrane biura maklerskie (tabela 18, s. 159). Przedstawione wyniki pozostawiają jednak duży niedosyt, bowiem Autor ograniczył się do jednej syntetycznej tabeli, w której nie wskazano nazw biur maklerskich. Zakładam, że data wyceny jest jednocześnie datą wykazanej ceny rynkowej. Z tych badań można było uzyskać znacznie więcej ciekawych spostrzeżeń i wniosków. Podsumowując wyniki badań Autor stwierdza, że „(...) można poddać w wątpliwość zastosowanie metody porównawczej dla rynku GPW w Warszawie” (s. 158). Jest to bardzo daleko idąca teza i nie wydaje mi się, że przeprowadzone badania uprawniają do takiej konkluzji. Inną analizę dotyczącą wycen badanych spółek dokonanych przez biura maklerskie zaprezentowano w tabeli 28 (s. 207). Nie wskazano tam daty wyceny, wiadomo tylko, że rekomendacje wydano w czwartym kwartale 2017 roku.

Koncentrując się na analizach fundamentalnych spółek i oszacowaniach ich wartości wewnętrznej dokonywanych przez biura maklerskie, Autor mógłby pokusić się o zbadanie trafności rekomendacji wydawanych przez poszczególne biura w odniesieniu do różnych spółek w różnym czasie. Takie badanie mogłoby mieć duże walory poznawcze i utylitarne.

Mankamentem pracy, oprócz wskazanych już wątpliwości dotyczących tytułu, celu i uzasadnienia pracy, jest część empiryczna, w której Autor zaprezentował wyniki samodzielnie przeprowadzonych 48 wycen, które porównał z wartością rynkową (tabela 101 na s. 277), konkludując, że „metodami wycen dającymi najbardziej zbieżne wyniki z wartościami rynkowymi są metody iDCF” (s. 277). Dalej Autor stwierdza: „Jest to spowodowane przede wszystkim przez występujące w ich strukturze pętle logiczne. Metoda iDCF wykorzystuje na każdym jej etapie:

- strukturę kapitałową przedsiębiorstwa, aby móc obliczać WACC;
- strukturę kapitałową przedsiębiorstwa aby móc poznać wartość kapitału własnego i dłużnego” (s. 277).

Przedstawione porównanie własnych, mocno uproszczonych wycen, opartych na arbitralnych, nieudokumentowanych i dlatego mało wiarygodnych założeniach, dokonanych za pomocą 4 metod wywodzących się z tego samego podejścia, nie może być uznane za dowód na wyższość określonej metody. Wgłębiając się algorytmy obliczeniowe poszczególnych metod można dość łatwo zidentyfikować powody rozbieżności w uzyskiwanych wynikach. Chodzi przede wszystkim o sposób rozwiązania problemu zmiennej struktury kapitału. Zastosowanie algorytmów ujmujących tę kwestię z pełną precyzją (czego nie robi się zwykle z uwagi na komplikacje metodyczne i ogólnie akceptowane uproszczenia) doprowadziłoby do uzyskania identycznych wyników wyceny niezależnie od zastosowanej metody dochodowej.

W przypisie 335 Autor stwierdza: „Istnieją uzasadnione ekonomiczne podstawy, aby sądzić, że korzyści podatkowe, wynikające z zadłużenia, są niewielkie. Innymi słowy, w punkcie równowagi $T=0$. Z tego samego powodu wartość WACC jest tylko w niewielkim stopniu zależna od struktury kapitałowej firmy”. Jakież to tajemnicze „uzasadnione ekonomiczne podstawy” każą sądzić, że „korzyści podatkowe, wynikające z zadłużenia, są niewielkie”? To ważna kwestia i należałoby te podstawy omówić. Natomiast stwierdzenie, że „wartość WACC jest tylko w niewielkim stopniu zależna od struktury kapitałowej firmy” brzmi jak herezja. Przecież zwyczajowo koszt kapitału własnego jest wyraźnie wyższy od kosztu długu netto, a to oznacza, że wraz ze zmianą struktury kapitału zmieniał się będzie WACC. Tak głosi tradycyjna teoria struktury kapitału, zapewne najlepiej odzwierciedlająca to co się dzieje w praktyce gospodarczej. Pomijam oczywiście czysto teoretyczne wywody Millera-Modiglianiego, którzy w nierzeczywistym świecie i na podstawie dość szczególnych założeń wykazali brak wpływu struktury kapitału na koszt kapitału, a więc i wartość firmy. Warto jednak przypomnieć, że twórcy tej teorii po wielu latach podkreślali, że nigdy nie twierdzili, iż w realnym świecie struktura kapitału nie wpływa na wartość.

Obliczenie tzw. thresholdu jest zasadniczo niezrozumiałe i nienaukowe. Autor utrzymuje, że threshold (ang. granica) to „poziom istotności, który stanowi bufor bezpieczeństwa pomiędzy wynikiem wyceny a wartością rynkową danego podmiotu gospodarczego” (s. 205). Nie akceptuję tego podejścia, gdyż nie zostało w żaden sposób wiarygodnie przedstawione i uzasadnione, a określenie tzw. czynnika decydującego o wyznaczeniu thresholdu jest całkowicie arbitralne. W pełni subiektywne i pozbawione przekonującego uzasadnienia jest oszacowanie czynnika, który miałby mieć wpływ na podejmowanie decyzji przez potencjalnych inwestorów. Autor stwierdza, że „wyzaczył granice factora dla poszczególnych przedsiębiorstw w oparciu o poziom ryzyka prowadzonej działalności gospodarczej w Polsce” (s. 209). Ustalając dowolnie „threshold” i określając w taki sam sposób wspomniane granice procentowe można uzyskać praktycznie każdy wynik. Z perspektywy odbiorców analiz fundamentalnych i rekomendacji, zdecydowanie bardziej przydatną informacją byłoby np. wskazanie odsetka trafności rekomendacji wydawanych przez poszczególne biura maklerskie i niezależnych analityków finansowych. Systemowe upublicznianie takich informacji miałoby zapewne silny wpływ na podnoszenie jakości analiz i wycen spółek giełdowych.

Tzw. wzorzec wyceny przedsiębiorstwa (s. 287-289) jest niezgodny z powszechnie obowiązującymi standardami wyceny i zawiera z jednej strony propozycje, które są oczywiste, a z drugiej wątpliwe zalecenia i dyskusyjne komentarze. Oczywiste jest stosowanie w wycenie spółek kontynuujących działalność podejścia dochodowego, a jeśli wykorzystuje się wariant

FCFF, zastosowanie WACC. Ale są też pomysły nie mające uzasadnienia. Przykładowo, Autor rekomenduje okres prognozy 5-10 lat jako normatyw utrzymując, że „wykroczenie poza okres 10 lat może powodować uwzględnienie w procesie wyceny założeń nie realnych do osiągnięcia” (s. 289). Nierealne założenia mogą być przyjmowane również w prognozach krótszych. Oczywiście prognozowanie w okresach krótszych jest łatwiejsze i obarczone mniejszym ryzykiem błędu niż w okresach dłuższych. Jednak przyjęcie jako wzorca (obowiązującego standardu) stałego przedziału 5-10 lat nie ma uzasadnienia. O długości okresu szczegółowej prognozy powinny zawsze decydować możliwości wiarygodnego prognozowania. Należy także uwzględniać przewidywany okres eksploatacji kluczowych aktywów czy też realizacji długoterminowych kontraktów. Proponowana rekomendacja nie tylko nie ma uzasadnienia, ale również nie spowodowałaby w zasadzie żadnych zmian, bowiem w praktyce zdecydowana większość szczegółowych prognoz mieści się w rekomendowanym przez Doktoranta przedziale (najczęściej jest to 5 lat). W rzeczywistych wycenach na rynku nie spotkałem się także z problemem określania tzw. nośnika wartości (trzecia kategoria wzorca wyceny – tabela 104). Jest to raczej kategoria do wykorzystania w tworzeniu sformalizowanych systemów zarządzania wartością (Value Based Management). Warto przy tym zaznaczyć, że od czasu kryzysu finansowego z 2008 roku VBM znacząco stracił na atrakcyjności.

Przedstawione przez Autora rekomendacje są mieszanką truizmów, nie mających pokrycia w teorii i praktyce stwierdzeń oraz mało konkretnych postulatów. Warto również podkreślić czasami trudny do zrozumienia sposób prowadzenia wywodów i styl pisania. Zastosowanie niektórych terminów (np. threshold, factor), które nie są szerzej znane w teorii i praktyce wyceny dodatkowo komplikuje odbiór pracy.

W pracy natrafiłem na stosunkowo liczne uchybienia edycyjne, których w recenzji nie wskazuję. Uchybienia znajdują się zarówno w tekście głównym, przypisach jak i w spisie literatury (np. błędy w tytułach pozycji 19 i 36).

Reasumując wcześniejsze uwagi stwierdzam, że dwuczłonowy cel główny pracy został osiągnięty tylko częściowo. Uznaję, że Autor w dużym zakresie zbadał występujące w teorii i stosowane w praktyce metody i zasady wyceny przedsiębiorstw. Zbadał nie w pełni, gdyż jest to zadanie prawdopodobnie przerastające zakres jednej rozprawy doktorskiej. Uważam natomiast, że zadanie określone jako „opracowanie wzorca wyceny zwiększającego wiarygodność założeń zawartych w wycenie” nie zostało zrealizowane, gdyż zaproponowany wzorzec, jak wskazano wyżej, nie zwiększa zdaniem recenzenta wiarygodności założeń zawartych w wycenie.

5. Ocena ogólnej wiedzy teoretycznej Kandydata w dyscyplinie ekonomia i finanse i ocena umiejętności samodzielnego prowadzenia pracy naukowej

Kandydat wykazał się dużą wiedzą w dyscyplinie ekonomia i finanse. Jest dobrze zaznajomiony z problematyką finansów, rachunkowości, ekonomiki przedsiębiorstwa. Umiejętnie posługuje się metodami statystycznymi, potrafi identyfikować związki przyczynowo-skutkowe i dokonywać wynikających z rozważań i badań uogólnień. Doktorant wykazał się również szeroką wiedzą w zakresie wyceny przedsiębiorstw. Jest to złożony obszar obejmujący zarówno teorię jak i praktykę, mieszczący się głównie w ramach dyscypliny finanse. Wycena przedsiębiorstw korzysta również z dorobku innych dyscyplin szczegółowych, m.in. takich jak: mikroekonomia, ekonomia przedsiębiorstwa i ekonomiki sektorowe, makroekonomia, rachunkowość, statystyka, ekonometria, informatyka. Z uwagi na złożoność, skomplikowanie, wielowątkowość i dużą dynamikę zmian problematyki wyceny przedsiębiorstw, prowadzenie badań w tym obszarze jest obiektywnie dużym wyzwaniem. Dodatkową trudnością jest ograniczony dostęp do danych źródłowych, stosunkowo krótkie szeregi czasowe, zakłócenia w porównywalności. Uwzględniając te uwarunkowania uważam, że Doktorant podjął w dużej mierze udaną próbę zmierzenia się z zagadnieniem oceny wpływu metod na wiarygodność spółek giełdowych. Co prawda główny cel pracy został osiągnięty tylko częściowo, jednak Autor w rzeczywistości omówił więcej zagadnień niż można by oczekiwać po samym tytule. Nie mam wątpliwości, że Kandydat, niezależnie od zgłoszonych w recenzji uwag, ma umiejętności samodzielnego prowadzenia pracy naukowej. Jak w wypadku każdego naukowca, jest tutaj pole do doskonalenia. Jestem przekonany, że Doktorant w kolejnych badaniach i pracach będzie wykazywał się coraz lepszym warsztatem naukowym.

6. Konkluzja

Głównym celem pracy zadeklarowanym przez Autora było (s. 6) „zbadanie występujących w teorii i stosowanych w praktyce metod i zasad wyceny przedsiębiorstw oraz opracowanie wzorca wyceny zwiększającego wiarygodność założeń zawartych w wycenie”. Niezależnie od zgłoszonych zastrzeżeń uznaję, że cel ten w dużej mierze został osiągnięty. Dotyczy to pierwszego członu zacytowanego powyżej celu. Biorąc pod uwagę pozytywną ocenę teoretycznej części rozprawy oraz wskazane osiągnięcia odnoszące się do części empirycznej, wyrażam opinię, że recenzowana rozprawa doktorska mgr Michała Gnapa pt. „Wpływ stosowanych metod na wiarygodność wyceny spółek giełdowych” spełnia wszystkie wymagania stawiane przed rozprawami doktorskimi, stanowi oryginalne osiągnięcie Autora, poszerza aktualny stan wiedzy

w zakresie wyceny przedsiębiorstw, zawiera interesujące poznawczo oraz użyteczne praktycznie koncepcje i propozycje, i dlatego wnoszę o jej przyjęcie i dopuszczenie do publicznej obrony.

A handwritten signature in blue ink, consisting of several loops and a final horizontal stroke.