

Uniwersytet Rzeszowski

Kolegium Nauk Społecznych

Instytut Ekonomii i Finansów

mgr Michał Gnap

***Wpływ stosowanych metod na wiarygodność wyceny
spółek giełdowych***

Streszczenie pracy doktorskiej

w języku polskim

Praca napisana pod kierunkiem:
prof. dr hab. Jerzego Kitowskiego

Promotor pomocniczy:
dr Wojciech Lichota

Rzeszów 2021

Poddając analizie ostatnie dwie dekady funkcjonowania rynku kapitałowego na świecie, można zauważyć istotną zmienność kursów akcji spółek notowanych na rynku publicznym. W tym czasie mieliśmy do czynienia z powstaniem i pęknięciem bańki internetowej oraz bańki cenowej na rynku nieruchomości (*subprime crunch*), co w efekcie spowodowało istotną przecenę wartości spółek. W okresie hossy metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych były sporządzane w oderwaniu od wyników fundamentalnych czy cyklu koniunkturalnego.

Można, zatem stwierdzić, że dla analityka ogromnym wyzwaniem jest przeprowadzenie wyceny w okresie nadmiernego optymizmu i jednocześnie silnego pesymizmu na rynku. W sytuacji zawirowań na rynkach kapitałowych nawet zastosowanie najlepszych teorii, metod i narzędzi nie musi odzwierciedlać wyceny rynkowej przedsiębiorstwa i jego kapitałów własnych. Dlatego zdaniem autora warto położyć większy nacisk na identyfikację oraz wyjaśnienie rozbieżności pomiędzy wynikami przeprowadzonej wyceny a wartością rynkową wycenianego przedsiębiorstwa.

Rozważania w rozprawie koncentrują się na doborze odpowiedniej metody szacowania wartości przedsiębiorstwa. 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.

Sformułowano cztery cele szczegółowe, pozwalające na jego osiągnięcie. Ponadto, w pracy założono i poddano weryfikacji następujące hipotezy badawcze:

1. Wiarygodne oszacowanie wartości przedsiębiorstwa jest uzależnione od przyjętej metody oraz odpowiedniego zdefiniowania parametrów wejściowych, ustalonych na podstawie rzeczywistych wartości ekonomicznych.
2. Wycena przedsiębiorstwa jest głównym czynnikiem inwestycji dokonywanych przez podmioty zewnętrzne.
3. Maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa wynika z długoterminowej strategii budżetowania.
4. Wartość wyceny jest uzależniona od wolnych przepływów pieniężnych generowanych przez podmiot gospodarczy.

Zakresowi rozważań przyporządkowano układ i treść pracy. Praca składa się ze wstępu, pięciu rozdziałów oraz zakończenia.

W pierwszym rozdziale uwagę skoncentrowano na różnych sposobach rozumienia wartości podmiotu gospodarczego. Pojęcie wartości przedsiębiorstwa przedstawiono z perspektywy właścicieli, jak i również potencjalnych inwestorów. Przedstawiono definicję głównych standardów wyceny, które ułatwiają uporządkowanie wiedzy i określenie w sposób uniwersalny wartości przedsiębiorstwa. W dalszej części rozdziału scharakteryzowano czynniki ekonomiczne tworzące wartość podmiotu - generatory wartości. Wartość przedsiębiorstwa można opisać nie tylko od strony podejść czy też standardów, ale również od strony czynników ją tworzących. Ich poznanie, następnie wyodrębnienie i sterowanie doprowadza do poprawy efektywności funkcjonowania podmiotu gospodarczego. Zarządzanie przedsiębiorstwem poprzez maksymalizację jego wartości wiąże się ze ścisłym monitorowaniem i sterowaniem wspomnianymi czynnikami. W dalszej części rozdziału dokonano przeglądu uwarunkowań związanych z wyceną. Wyjaśniono istotę wyceny przedsiębiorstwa oraz omówiono reguły, których należy przestrzegać przy określeniu jego wartości. Następnie poddano analizie przesłanki i funkcje wyceny, zwracając uwagę w szczególności na cele wyceny. Rozdział pierwszy zamykają rozważania dotyczące koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa.

Rozdział drugi poświęcono odniesieniu podmiotu rozprawy do jej zakresu przedmiotowego, czyli zarządzanie przez wartość poprzez odpowiedni dobór metody wyceny. Przedstawiono różne metody wyceny i dokonano ich krytycznej analizy. Wskazano również formy rachunku wolnych przepływów pieniężnych, stanowiących podstawę do przygotowania wycen dochodowych oraz oceny ich wpływu na wartość zaangażowanych kapitałów. Zważywszy na centralną rolę kosztu kapitału w procesie wyceny podkreślono, że różne metody szacowania kosztu kapitału zaangażowanego w przedsiębiorstwo nie dają tożsamyh wyników. Ostatnią część rozdziału poświęcono charakterystyce metod porównawczych, których szerokie wykorzystywanie w praktyce wynika przede wszystkim z prostoty otrzymanych wyników wyceny, łatwości ich zrozumienia i akceptacji przez inwestorów. Podejście to ponadto uwzględnia bieżącą sytuację na rynku, mierzy względną wartość spółki, przez co wycena jest w silniejszym stopniu powiązana z aktualnymi trendami na rynku kapitałowym. Zdefiniowanie tych specyficznych metod opartych na modelu porównań rynkowych jest elementem wieńczącym rozdział drugi rozprawy.

Rozdział trzeci poświęcono wykorzystaniu opcji realnych w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa. Jeden z najpopularniejszych modeli szacowania wartości przedsiębiorstwa oparty na zasadzie wolnych przepływów pieniężnych jest traktowany, jako metoda statyczna. Rozumie się

przez to, że działania operacyjne spółki, które są podstawową do określenia wolnych przepływów pieniężnych są z góry ustalone i nie zakłada się ich zmiany. Nawet wprowadzenia analizy scenariuszowej nie zmienia tego faktu i wydaje się być niewystarczające do poprawnej symulacji rzeczywistości gospodarczej. Użycie do procesu wyceny opcji pozwalających powiększyć potencjał firmy ma za zadanie uelastyczyć prognozę korzyści. Teoria opcji realnych może być zastosowana do rozpoznania dodatkowej wartości dla przedsiębiorstw dokonujących innowacyjnych inwestycji, opartych na wiedzy, zajmujących się działalnością badawczo rozwojową. W dalszej części rozdziału zaprezentowano typologię opcji zarówno pod kątem klasycznych opcji finansowych oraz opcji realnych. Dodatkowo wskazano trudności wynikające z stosowania opcji realnych w praktyce polegające na konieczności uwzględniania w analizie wiązek wielu różnych opcji, przy czym taka struktura portfelowa wymaga szczegółowej identyfikacji oraz analizy czynników wchodzących w skład opcji realnych.

W rozdziale czwartym dokonano empirycznej identyfikacji stosowanych w praktyce metod wyceny przedsiębiorstwa. Do analizy wykorzystano informacje dotyczące stosowanych metod wyceny dostępne w raportach wycen spółek giełdowych w latach 2008 – 2017. Taki horyzont czasowy pozwolił na realizację celu badania, ponieważ wykorzystano raporty, które teoretycznie powinny być sporządzone zgodnie z Krajowym Standardem Wyceny Specjalistycznym (KSWS). Badaniem objęto spółki kontynuujące działalność na GPW w Warszawie z indeksu WIG 20. Indeks ten został wybrany przez autora pracy z uwagi na dużą wartość obrotu, która zmniejsza ryzyko wystąpienia transakcji spekulacyjnych mogących mieć wpływ na wartość wyceny. Dodatkowym kryterium było również kryterium ciągłości notowań w latach 2008-2017. Z próby wyłączono banki, ubezpieczycieli i jednostki świadczące usługi finansowe – a zatem jednostki uznawane za szczególnie pod względem prowadzonej działalności gospodarczej. Jako narzędzia badania wykorzystano materiały empiryczne podlegające badaniu przez biegłego rewidenta: sprawozdanie finansowe oraz informacje dodatkowe stanowiące integralną część sprawozdań finansowych. Wykorzystano również rekomendacje giełdowe sporządzone przez domy maklerskie. Przeprowadzone badanie obejmowało identyfikację zastosowanych metod wyceny w odniesieniu do specyfiki działalności danego przedsiębiorstwa.

W rozdziale piątym opracowano wzorzec wyceny podmiotu gospodarczego, zwiększający jego wiarygodność i porównywalność. W pierwszej kolejności dokonano reasumpcji przeprowadzonych analiz w rozdziale pierwszym, drugim, trzecim i czwartym oraz oceny dotychczasowych metod i

zasad wyceny. Na podstawie dokonanych ustaleń opracowano autorskie rozwiązanie w postaci wzorca wyceny podmiotu gospodarczego, zwiększającego jego wiarygodność oraz porównywalność.

Zwieńczeniem pracy jest zakończenie, w którym dokonano oceny stopnia realizacji postawionych celów, wyników pracy w warstwie teoretycznej jak i również jej przydatności z perspektywy praktyki gospodarczej.

Kluczowe wnioski z przeprowadzonych badań są następujące:

- 1) zaleca się stosowanie metody iDCF FTF oraz iDCF FTE, jako metod najlepiej odzwierciedlających wartość przedsiębiorstwa z uwagi na fakt, iż poziom WACC fluktuuje wraz ze zmianą struktury finansowania. Metody te będą miały charakter komplementarny, a nie jak to ma miejsce obecnie w praktyce gospodarczej alternatywny;
- 2) w celu zmniejszenia wielowariantowości, zaleca się określenie standardu wyceny dla każdego celu wyceny, na potrzeby wewnętrzne i zewnętrzne. Układ w przypadku wyceny na potrzeby wewnętrzne mógłby mieć charakter otwarty, czyli wskazywany byłby w nim minimalny zakres informacji, – choć na tyle rozbudowany, aby nie wymagał stosowania zbytnich uproszczeń;
- 3) w celu zwiększenia wiarygodności raportu wyceny zaleca się wprowadzenie *thresholdu*, na podstawie, którego jednostka sporządzająca wycenę jest zobligowana do wyjaśnienia istotnych odchyleń pomiędzy wynikami wycen z zastosowanych w raportach metod oraz odchyleń ich wyników względem wartości rynkowej przedsiębiorstwa;
- 4) w odniesieniu do szacowania średniego kosztu kapitału- ujawnione zostaną informacje dodatkowe dotyczące techniki szacowania kosztu kapitału;
- 5) proponuje się, aby okres prognozy objęty w metodzie wyceny został podzielony na analizę szczegółową obejmującą 3 lata prognozy (projekcje na podstawie zamówień sprzedaży, kontraktów długoterminowych) oraz analizę ogólną obejmującą pozostałe 7 lat prognozy (projekcje oparte na danych odnoszących się do perspektyw rozwoju rynku, w którym działa przedsiębiorstwo). Taki podział pozwoli poprawić przydatność decyzyjną informacji;
- 6) zaleca się także ujmowanie w procesie wyceny elastyczności reagowania w postaci uwzględnienia opcji realnych. Wartość dodana płynąca z zastosowania modelu opcyjnego w procesie wyceny to przede wszystkim możliwość uwzględnienia elastycznego reagowania

kadry menadżerskiej. Uwzględnienie opcji realnych w procesie wyceny jest możliwe, jeżeli jednostka sporządzająca wycenę posiada odpowiednie informacje, w oparciu, o które może przeprowadzić ich szacunek. Rozwój przedsiębiorstwa należy, więc traktować, jako prawo do podejmowania decyzji finansowych w przyszłości.

Autor pracy chce bardzo silnie podkreślić tezę, że wycena przedsiębiorstwa jest zarówno teorią, jak i sztuką opartą na intuicji wyceniającego. Trzeba mieć świadomość, że na rynkach kapitałowych będą występować okresy bessy i hossy, stąd też wycena spółek będzie zawyżona w okresie hossy i niższa w okresie bessy. W efekcie użyteczność analizy technicznej maleje i może wprowadzać w błąd inwestorów. Należy się, zatem skupić na analizie fundamentalnej.