



mgr Mateusz Czerwiński

**Metodyka szacowania dyskonta  
z tytułu braku płynności i ograniczonej zbywalności  
w wycenie przedsiębiorstw**  
*/rozprawa doktorska w dyscyplinie naukowej ekonomia i finanse/*

Promotor:

**prof. dr hab. Dariusz Zarzecki**  
Uniwersytet Szczeciński

Recenzenci:

**prof. dr hab. Aleksandra Duliniec**  
Szkoła Główna Handlowa

**prof. UEK dr hab. Ryszard Węgrzyn**  
Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Szczecin 2019

## STRESZCZENIE

Przedsiębiorstwa, podobnie jak wiele innych dóbr ekonomicznych, są przedmiotem obrotu rynkowego. Handel przedsiębiorstwami oznacza *de facto* transakcje kupna/sprzedaży praw właścicielskich, które w zależności od formy prawnej mają status akcji lub udziałów. Rynkiem dla spółek akcyjnych jest giełda papierów wartościowych, gdzie dokonywana jest bieżąca rynkowa wycena spółek. Istnieje jednak znaczna liczba spółek nienotowanych na giełdzie oraz przedsiębiorstw o odmiennej formie organizacyjno-prawnej (np. kooperatywy, przedsiębiorstwa komunalne, instytucje publiczne). W tych przypadkach konieczność uzyskania pewnych szacunków wartości przedsiębiorstwa – przedmiotu transakcji jest oczywista. Ponadto, nawet firmy notowane na giełdzie, częściej niż można byłoby sądzić, wymagają pozagiełdowych szacunków wartości. I wreszcie ostatnia ogólna przesłanka wyceny – wciąż niedoceniana w praktyce mimo silnego wsparcia w teorii – pomiar wartości w związku z bieżącym zarządzaniem firmą, planowaniem jej rozwoju lub ewentualną dezynwestycją właścicieli. Warunkiem sprawnej realizacji tych procesów jest możliwość korzystania ze wsparcia ekspertów specjalizujących się w wycenie przedsiębiorstw. Polska, mimo że wciąż znajduje się na wczesnym etapie rozwoju gospodarki rynkowej, nie jest pod tym względem wyjątkiem.

Wycena przedsiębiorstw odgrywa ważną rolę w kształtowaniu strumienia przepływów kapitałowych w polskiej gospodarce. Z usług specjalistów od tej dziedziny korzysta sektor rządowy i samorządowy w procesach prywatyzacyjnych i komercjalizacyjnych, państwowe fundusze kapitałowe, prywatni przedsiębiorcy pozyskujący kapitał na rozwój lub dokonujący sprzedaży biznesu, a także powszechne sądownictwo w ramach powoływania biegłych wspierających wydawanie orzeczeń. Zapotrzebowanie na usługi wyceny jest duże i bardzo zróżnicowane, co powoduje występowanie specyficznych problemów, z jakimi muszą sobie radzić wyceniający. Wśród tematów budzących szczególne kontrowersje jest stosowanie korekt wartości w wycenie praw do przedsiębiorstw niebędących spółkami publicznymi.

Kontrowersje towarzyszące uwzględnianiu płynności rynkowej w metodyce szacowania wartości z perspektywy konkretnego inwestora sprawiają, że jest to jedno z najczęściej poddawanych pod dyskusję zagadnień w dziedzinie wyceny przedsiębiorstw. Nie wystarczy bowiem stwierdzić, że wartość przedsiębiorstwa określona jest przez sumę przepływów pieniężnych możliwych do otrzymania z tytułu jego posiadania, ponieważ taka definicja bazuje na modelu nieuwzględniającym ograniczeń w dokonywaniu transakcji. W praktyce istnieje szereg barier, które wpływają na zdolność do natychmiastowego zbycia dobra

ekonomicznego (w tym przedsiębiorstwa) z zachowaniem wartości sprawiedliwej (godziwej). Źródłem zmniejszonej płynności przedsiębiorstw mogą być obserwowane w danym momencie procesy rynkowe lub określone działania natury prawnej. Dlatego też rozróżnia się korekty wynikające z pokupności, chodliwości, atrakcyjności rynkowej przedsiębiorstw (*illiquidity discount*) oraz korekty reprezentujące wewnętrzne cechy udziałów kapitałowych, które w połączeniu z prawem obrotu instrumentami finansowymi ograniczają możliwość zawierania transakcji kupna/sprzedaży (*discounts for lack of marketability*). Tym samym metodyka korygowania wartości w wycenie spółek prywatnych (*private company discount*) jest zagadnieniem wielowątkowym

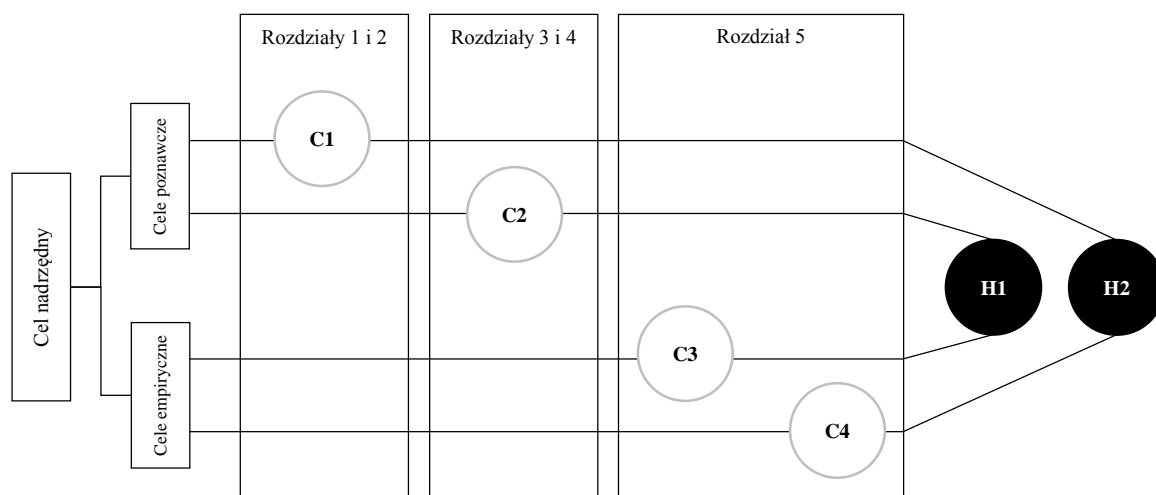
Nadrzędnym **celem rozprawy jest pogłębiona analiza teoretycznych przesłanek uzasadniających aplikację korekt wartości przedsiębiorstw prywatnych, a także ocena możliwości zastosowania rozwiązań proponowanych w tym aspekcie w krajach rozwiniętych w odniesieniu do rynku polskiego**. Cele szczegółowe niniejszej rozprawy mają charakter **teoriopoznawczy**, jak i **empiryczny**. Pierwsza grupa obejmuje (C1) analizę, syntezę oraz klasyfikację światowego dorobku naukowego dotyczącego problematyki korekt wartości z tytułu braku płynności oraz ograniczonej zbywalności w wycenie przedsiębiorstw oraz (C2) identyfikację czynników determinujących skalę tych korekt na rynkach rozwiniętych. Ponadto celem rozprawy jest (C3) weryfikacja za pomocą metod jakościowych i ilościowych zasadności stosowania w warunkach polskich dyskonta z tytułu braku płynności lub dyskonta z tytułu ograniczonej zbywalności, a dalej (C4) zaproponowanie autorskich rozwiązań metodycznych obejmujących zastosowanie tych korekt w procesie wyceny przedsiębiorstwa.

Konsekwencją przeprowadzonych rozważań, postawionych celów oraz przemyśleń autora jest hipoteza główna, zgodnie z którą (H1) **zastosowanie korekty wartości przedsiębiorstwa z tytułu braku płynności lub ograniczonej zbywalności jest determinowane czynnikami związanymi z otoczeniem prawnym, w którym dokonywana jest wycena oraz finansowymi i organizacyjnymi charakterystykami wycenianego przedsiębiorstwa**. Hipotezą uzupełniającą pracy jest przypuszczenie, w myśl którego (H2) wykorzystywane na rynkach rozwiniętych rozwiązania metodyczne w zakresie definiowania, pomiaru i zastosowania dyskonta z tytułu braku płynności oraz ograniczonej zbywalności wymagają dostosowania do warunków polskich.

Rozprawa składa się z pięciu rozdziałów zakończonych wnioskami i postulatami do dalszych badań. Rozdział pierwszy poświęcono rozważaniom teoretycznym nad wyceną przedsiębiorstw jako subdyscyplinie nauk ekonomicznych. Kolejny rozdział zawiera

systematyczny opis światowego dorobku naukowego w zakresie korekt wartości z tytułu braku płynności oraz ograniczonej zbywalności w wycenie przedsiębiorstw. Rozdział ten zawiera poszerzoną prezentację koncepcji poziomów wartości, przegląd definicji przedmiotowych kategorii dyskonta oraz genezę wprowadzenia tego zagadnienia na grunt wyceny przedsiębiorstw. Prowadzone rozważania koncentrują się przede wszystkim na dorobku naukowym oraz praktycznym z rynku amerykańskiego, ponieważ jest on postrzegany jako najbardziej rozwinięty i wzorcowy w obszarze wyceny przedsiębiorstw. Szczegółowa analiza funkcjonujących na tym rynku rozwiązań metodycznych potwierdza jak wielowątkowym i niejednoznacznym zagadnieniem jest korygowanie wartości przedsiębiorstw niepublicznych.

Rozdziały trzeci i czwarty mają charakter metodyczno-poznawczy. Zaprezentowano w nich przegląd badań z zakresu szacowania korekty wartości z tytułu ograniczonej zbywalności (rozdział trzeci) oraz braku płynności (rozdział czwarty). Analizę ograniczono do najczęściej przywoływanych w literaturze podejść wykorzystujących tzw. akcje zastrzeżone (*restricted stocks*), pierwszą ofertę publiczną, mnożniki transakcyjne oraz inne metody uważane za niestandardowe. Kontynuację tych rozważań stanowi rozdział piąty, w którym punktem odniesienia jest praktyka wyceny przedsiębiorstw w Polsce. Łącznie rozdziały te wspierają weryfikację głównej hipotezy pracy.



Podjęta w rozprawie próba wykazania powiązań między ograniczoną zbywalnością dóbr ekonomicznych i skalą płynności rynkowej, a także ich wpływu na wycenę przedsiębiorstw niepublicznych jest pierwszą znaną autorowi. Porównując badania na temat dyskonta z tytułu ograniczonej zbywalności oraz dyskonta z tytułu braku płynności można zauważyć istotne różnice w wykorzystywanej metodyce. Przede wszystkim korekty te szacowane są przy wykorzystaniu odmiennych zależności ekonomicznych. Jedni autorzy porównują wartość

akcji o czasowym ograniczeniu w sprzedaży na rynku publicznym w stosunku do akcji tej samej spółki, na które nie są nałożone ograniczenia w zakresie zbywalności, podczas gdy druga grupa badaczy przeprowadza regresję mnożników transakcyjnych obserwowanych na dwóch różnych rynkach i wylicza implikowane dyskonto. W przypadku pierwszej grupy kluczowym czynnikiem determinującym poziomu dyskonta jest czas, który pozostał do wygaśnięcia restrykcji w handlu akcjami na rynku publicznym, natomiast w drugim nurcie badań podstawową zmienną objaśniającą jest (stały) niepubliczny status spółki oraz jej (tymczasowe) charakterystyki ekonomiczno-finansowe (H1). Badania nad ograniczoną zbywalnością i brakiem płynności dotyczą w rzeczywistości różnych zjawisk, dlatego też w ocenie autora rozprawy ich wyniki nie powinny być traktowane jako tożsame.

Powyższe nie wyklucza jednak, że badania z tego obszaru są pomocne w aproksymacji dyskonta w wycenie spółek prywatnych. Problemem jest przede wszystkim ograniczony dostęp do danych o transakcjach kapitałowych realizowanych poza rynkiem publicznym oraz brak konsensusu na płaszczyźnie definicyjnej. Jeżeli w Polsce nie występują akcje zastrzeżone, nie są gromadzone dane o sprzedaży akcji w okresie poprzedzającym ich upublicznienie a w zdecydowanej większości przejęć spółek prywatnych nie następuje ujawnienie ceny i innych charakterystyk transakcji jedynym rozwiązaniem jest korzystanie z danych dla innych rynków. Rozwój technologii sprawił, że dotarcie do informacji o wynikach badań z rynków rozwiniętych nie jest obecnie wyzwaniem, ale ich większa różnorodność może prowadzić do nadużyć lub pomyłek. Badanie ankietowe zrealizowane wśród specjalistów świadczących usługi wyceny przedsiębiorstw potwierdziło, że tylko w Polsce dyskonto z tytułu braku płynności ma kilka znaczeń. Taka dowolność interpretacyjna wynika między innymi z różnej terminologii stosowanej w poszczególnych krajach oraz z braku silnej standaryzacji siatki pojęciowej wyceny przedsiębiorstw na wzór rachunkowości. Kluczowe w kontekście profesjonalizacji usług wyceny przedsiębiorstw w Polsce oraz wspomnianego wcześniej ujednoczenia procesu wyceny w kwestiach szczegółowych jest rozróżnienie ograniczonej zbywalności od braku płynności.

Zbywalność ma związek z konkretnym aktywem podlegającym wycenie i oceną szans jego sprzedaży w krótkim czasie i po cenie zbliżonej do wyniku wyceny wartości bazowej. Konsekwencją takiego ujęcia jest możliwość wzięcia pod rozwagę sytuacji, w której dochodzi do czasowego ograniczenia zbywalności (konkretnego) aktywa i konieczności uwzględnienia pewnego dyskonta w stosunku do wartości bazowej. **Istotą korekty z tytułu ograniczonej zbywalności**, będącego pieniężną lub procentową korektą wartości pakietu akcji/udziałów, **jest odzwierciedlenie niemożności przeprowadzenia transakcji w sposób właściwy dla**

**dóbr zbywalnych**, to jest w krótkim czasie i przy minimalnym koszcie. Przykładem takich ograniczeń na rynku amerykańskim są zapisy reguły 144 (*Rule 144*), podczas gdy w Polsce występują ograniczenia o charakterze ustawowym, statutowym oraz umownym, w tym także różnego rodzaju *lock-upy*.

Tymczasem **rozpatrując** w wycenie przedsiębiorstw niebędących spółkami publicznymi **zagadnienie płynności należy mieć na uwadze kontekst rynku**, na którym ma być przeprowadzona transakcja. Z licznych badań zrealizowanych w ostatnim dwudziestolecu wynika, że transakcje kupna/sprzedaży spółek prywatnych przeprowadzane są po cenach relatywnie niższych od analogicznych zdarzeń na rynku publicznym. Badania te wskazywane są najczęściej jako empiryczne uzasadnienie dla uznania rynku prywatnego za niepłynny i decydująca przesłanka do stosowania w praktyce wyceny dyskonta z tytułu braku płynności.

Postulowane przez autora rozróżnienie dyskonta z tytułu ograniczonej zbywalności, którego podstawowym wyznacznikiem jest czas potrzebny na przeprowadzenie transakcji po cenie zbliżonej do wartości bazowej oraz dyskonta z tytułu braku płynności stanowiącego reprezentację obserwowanej i oczekiwanej nieregularności handlu podobnymi przedsiębiorstwami są próbą wyjścia naprzeciw specyficznych uwarunkowań prawno-ekonomicznych występujących w Polsce (H2). Wartość dodaną rozprawy stanowi analiza wyceny przedsiębiorstw jako formy kontraktu agencyjnego, którego właściwa organizacja może wpływać na ocenę jego zbywalności a tym samym na uzyskiwane korzyści z transakcji.

Zaproponowane w rozprawie spojrzenie na wycenę spółek prywatnych wykracza poza dotychczasowy dorobek z obszaru wyceny przedsiębiorstw, ale w żadnej mierze nie rozwiązuje wszystkich wątpliwości związanych z tą tematyką. Nie ulega wątpliwości, że można sformułować szereg pytań, które wciąż pozostają bez odpowiedzi. Czy na sprzedaży praw do spółki prywatnej ciąży ograniczona zbywalność samego przedsiębiorstwa i/lub systematyczny brak płynności rynku na którym ma zostać przeprowadzona transakcja? A może dyskonto z tytułu braku płynności rynku prywatnego wyraża *nieuczestniczenie akcji/udziałów w obrocie rynkowym* i uwzględnia już aspekt ograniczonej zbywalności? Dlaczego rynek prywatny ocenia się jako niepłynny (mniej płynny) skoro posiada on odmienną mikrostrukturę niż rynki zorganizowane a przez to nie jest możliwe zastosowanie w stosunku do niego miar płynności właściwych dla rynku publicznego? W jaki sposób należy tłumaczyć brak płynności rynku prywatnego w sytuacji dynamicznego rozwoju funduszy *seed* i *venture capital*, internetowych platform *equity crowdfundingu* oraz spadającego zainteresowania emitentów rynkiem publicznym?

Profesjonalizacja usług wyceny przedsiębiorstw w dalszym ciągu wymaga aktywnej dyskusji nad adekwatnością rozwiązań metodycznych stosowanych w krajach rozwiniętych, a w szczególności przez praktyków wyceny z rynku amerykańskiego. Zaproponowane w rozprawie założenia metodyczne w zakresie dyskonta z tytułu braku płynności oraz dyskonta z tytułu ograniczonej zbywalności nie są próbą pozbawioną wad, ale z powodzeniem mogą zostać wykorzystane do doskonalenia obowiązujących w Polsce zasad wyceny przedsiębiorstw.