

Prof. dr hab. Aleksandra Duliniec
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

G. D. P. 114
18.12.2019r.
K. P. 114

Recenzja

rozprawy doktorskiej mgr. Mateusza Czerwińskiego

pt. „*Metodyka szacowania dyskonta z tytułu braku płynności*

***i ograniczonej zbywalności w wycenie przedsiębiorstw*”**

napisanej pod kierunkiem naukowym prof. dr. hab. Dariusza Zarzeckiego

Podstawą opracowania recenzji jest pismo Dziekana Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego, prof. dr. hab. Waldemara Tarczyńskiego, z dnia 30 września 2019 r., w sprawie powierzenia mi obowiązków recenzenta rozprawy doktorskiej mgr. Mateusza Czerwińskiego nt. „*Metodyka szacowania dyskonta z tytułu braku płynności i ograniczonej zbywalności w wycenie przedsiębiorstw*”.

Uwagi ogólne

Recenzowana rozprawa doktorska mgr. Mateusza Czerwińskiego jest poświęcona wycenie wartości przedsiębiorstw nienotowanych na regulowanym rynku giełdowym, a w szczególności uwzględnianiu w procedurze ich wyceny korekt z tytułu braku płynności i ograniczonej zbywalności. Wycena przedsiębiorstw jest nie tylko niezwykle istotnym zagadnieniem teoretycznym, ale także ważnym wyzwaniem praktycznym. Wszędzie tam, gdzie rozważane są zmiany właściciela/właścicieli przedsiębiorstwa, do podjęcia decyzji w tym zakresie konieczna jest wycena wartości całości lub części (pakietu udziałów) przedsiębiorstwa, będącego przedmiotem transakcji. Ani w teorii, ani w praktyce nie wypracowano jednej, powszechnie akceptowanej metodyki wyceny wartości przedsiębiorstw. Nie jest to z resztą możliwe, gdyż o ostatecznej wycenie przedsiębiorstwa decydują nie tylko wyniki jego działalności – bieżące i prognozowane, ale w dużej mierze prawno-organizacyjne warunki funkcjonowania wycenianego przedsiębiorstwa. Na tę wycenę bardzo istotny wpływ ma fakt, czy jest

to spółka notowana na rynku regulowanym, czy też jest to przedsiębiorstwo prywatne (spółka niepubliczna). O wycenie przedsiębiorstwa decydują także czynniki behawioralne, czyli indywidualne nastawienie potencjalnego kupującego i sprzedającego do przedmiotu transakcji, a także osób je wyceniających.

Tematyka podjęta w rozprawie mieści się w dyscyplinie ekonomia i finanse. Wartość przedsiębiorstwa prywatnego i jego wycena nie są zagadnieniami jednoznacznymi; podejścia zarówno teoretyków, jak i praktyków są tu bardzo zróżnicowane i niekiedy budzą wiele kontrowersji. Tym bardziej uzasadnione wydaje się podjęcie przez Doktoranta badań nad wyceną wartości przedsiębiorstw prywatnych w warunkach ich ograniczonej zbywalności i braku płynności. Praca ma przede wszystkim charakter poznawczy, choć Autor podjął także próbę przeniesienia niektórych doświadczeń z zakresu wyceny przedsiębiorstw nienotowanych na rynku giełdowym stosowanych na rozwiniętych rynkach kapitałowych na polski rynek. Problematyka pracy jest ważna i aktualna, a w kontekście wyceny polskich przedsiębiorstw prywatnych ma charakter nowatorski.

Cele rozprawy i hipotezy badawcze

We wstępie do rozprawy Doktorant formułuje cele pracy i hipotezy badawcze. Celem nadrzędnym podjętych badań jest „pogłębiona analiza teoretycznych przesłanek uzasadniających aplikację korekt wartości przedsiębiorstwa prywatnych, a także ocena możliwości zastosowania rozwiązań proponowanych w tym aspekcie w krajach rozwiniętych w odniesieniu do rynku polskiego” (s. 8). Cel pracy jest jasny, choć sformułowany w sposób nieco zbyt ogólny. Co prawda cel główny jest uzupełniony celami szczegółowymi (C1 – C4), jednak mają one w dużej mierze charakter opisu zagadnień, które są treścią poszczególnych rozdziałów rozprawy.

Cel rozprawy został skonkretyzowany przy formułowaniu hipotez badawczych. Jako hipotezę główną rozprawy mgr Czerwiński określił: „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” (s. 8). Zaś hipoteza uzupełniająca brzmi: „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”.

Podjęcie tak zarysowanej problematyki i weryfikacja postawionych hipotez wymagało od Doktoranta dobrej znajomości nie tylko zróżnicowanych metod wyceny wartości przedsiębiorstw, ale przede wszystkim teoretycznych oraz formalno-prawnych podstaw funkcjonowania przedsiębiorstwa na rynku finansowym. Lektura rozprawy potwierdza niewątpliwie dużą wiedzę Doktoranta w przedstawionym wyżej zakresie.

Ocena merytoryczna rozprawy (struktura pracy i jej zawartość, metody badawcze)

Recenzowana rozprawa liczy 190 stron i składa się pięciu rozdziałów, wstępu i podsumowania zawierającego „wnioski i postulaty do dalszych badań” (s. 2 i 165). Bibliografia pracy jest bardzo bogata; zawiera około 350 pozycji, głównie artykułów i pozycji książkowych, zarówno w polsko-, jak i angielskojęzycznych. Struktura pracy jest przejrzysta i logiczna, choć zbędny wydaje się podział rozdziału trzeciego na dodatkowe, nienumerowane (oznaczone kolorem niebieskim) części.

We wstępie do rozprawy prawidłowo została zarysowana tematyka pracy i problem badawczy. Sformułowano cele i hipotezy badawcze, co zostało opisane wyżej. Autor nie przedstawił jednak, co niewątpliwie powinno znaleźć się we wprowadzeniu do rozprawy doktorskiej, metod badawczych, jakie zamierza zastosować, aby zrealizować cele pracy, a przede wszystkim zweryfikować postawione hipotezy. Schemat zamieszczony na s. 9, nie wypełnia tej luki, gdyż pokazuje jedynie powiązania pomiędzy celami, hipotezami oraz treścią poszczególnych rozdziałów.

Jak się wydaje, w czterech pierwszych rozdziałach rozprawy zastosowano metodę analizy opisowej literatury przedmiotu. Autor wykazał się dogłębną znajomością światowego dorobku teoretycznego i empirycznego w zakresie wyceny przedsiębiorstw prywatnych i stosowanych korekt. Erudycja Doktoranta jest niekwestionowana, jednak opis poglądów innych autorów, w szczególności przypadków praktycznych, jest w wielu miejscach pracy zbyt drobiazgowy; traci na tym przejrzystość pracy. Pewien niedosyt budzi też brak wyraźnie sprecyzowanych poglądów Doktoranta na temat wielu analizowanych zagadnień. Według recenzentki



brakuje krótkich podsumowań poszczególnych rozdziałów, prezentujących najważniejsze wnioski wynikające z przeprowadzonych analiz oraz autorskiego komentarza.

W rozdziale pierwszym przedstawiono rozważania teoretyczne dotyczące wyceny przedsiębiorstw, przede wszystkim samego pojęcia wartości nie tylko w kontekście teorii ekonomii i finansów, ale także zarządzania przedsiębiorstwem. Wydaje się, że Autor na potrzeby rozprawy mógłby podjąć próbę własnego zdefiniowania pojęcia wartości przedsiębiorstwa i wyceny tej wartości. Stwierdzenie, że jest to pojęcie wieloznaczne (s. 24), co jest niewątpliwie prawdą, nie jest wystarczające w szczególności, gdy zasadniczym zagadnieniem w rozprawie są korekty tej wyceny.

Dominującą tematyką rozdziału pierwszego rozdziału, co zresztą sugeruje jego tytuł, jest zagadnienie zbywalności i płynności w naukach ekonomicznych. Bardzo wartościowe są rozważania na temat definiowania samego terminu płynności. Na ich podstawie Doktorant rozróżnia zbywalność aktywów, czyli m.in. zbywalność udziałów/akcji przedsiębiorstw oraz płynność rynku, na którym te aktywa mają być zbywane. Ważnymi determinantami płynności *sensu largo* jest czas i ryzyko. Warto w tym miejscu zwrócić uwagę, że wyraz „aktywa” występuje w języku polskim jedynie w liczbie mnogiej. Nieprawidłowy jest zatem tytuł rysunku 1.6 (s. 33): „wyjaśnienie płynności w perspektywie aktywa”. Ciekawym i wartościowym fragmentem rozdziału pierwszego jest analiza wyceny i zbywalności przedsiębiorstwa jako problemów z zakresu teorii agencji.

Rozdział drugi zawiera teoretyczne uzasadnienie stosowania dyskonta z tytułu braku płynności i ograniczonej zbywalności w wycenie przedsiębiorstw. Rozdział zawiera charakterystykę tzw. poziomów wartości prezentowanych przez innych autorów (m.in. Mercera, Harmsa czy Reilliego) oraz definicje rodzajów dyskonta z tytułu braku płynności i ograniczonej zbywalności. Przegląd literatury przedmiotu jest zasadniczą treścią rozdziału drugiego. Trochę niekonsekwentnie, biorąc pod uwagę tytuł rozdziału, w pkt. 2.4. Autor prezentuje ograniczenia prawne zbywalności akcji i udziałów w Polsce. Wydaje się, że ten punkt powinien być przeniesiony do rozdziału piątego, którego tematem jest dyskonto w wycenie spółek prywatnych w warunkach polskich.

Rozdziały trzeci i czwarty są poświęcone metodyce ustalania dyskonta z tytułu odpowiednio ograniczonej zbywalności i braku płynności. Przedmiotem analiz są

przede wszystkim metody wykorzystywane na rynku amerykańskim, gdzie korekta wartości spółek niepublicznych jest często stosowana w praktyce.

W zakresie metodyki ustalania dyskonta z tytułu ograniczonej zbywalności aktywów (rozdział 3) Doktorant przedstawia wyniki badań w tym zakresie. Są to różne podejścia, przede wszystkim wykorzystujące akcje zastrzeżone (najszerszy obszar opublikowanych wyników badań empirycznych), wykorzystujące pierwszą ofertę publiczną oraz inne, m.in. metody opcyjne.

W rozdziale czwartym z kolei została przedstawiona metodyka ustalania dyskonta z tytułu braku płynności pakietów akcji i udziałów. Zaprezentowano podejście wykorzystujące mnożniki transakcyjne oraz podejście wykorzystujące koszt kapitału dla spółek prywatnych. Z jednej strony Doktorant zauważa, że „coraz popularniejsze staje się uwzględnienie faktu braku płynności w koszcie kapitału” (s. 136), z drugiej zaś nie przedstawia dość szeroko analizowanej w literaturze przedmiotu kwestii zasadności uwzględniania lub nieuwzględniania w koszcie kapitału premii z tytułu różnych rodzajów ryzyka (por. m.in. Pratt i Grabowski lub Leach i Melicher w kontekście kosztu kapitału wysokiego ryzyka). To zagadnienie można także analizować w szerszym ujęciu, tj. rozważyć, w jaki sposób uwzględniać w wycenie spółki prywatnej ograniczoną zbywalność i brak płynności – czy poprzez korektę tzw. wartości bazowej (dyskonto lub premia), czy też w koszcie kapitału (dodatkowe premie za ryzyko) wykorzystywanego w wycenie wartości spółki prywatnej metodą dyskontową.

Rozdział piąty dotyczy dyskonta w wycenie spółek prywatnych w warunkach polskich. Zawiera on ciekawe wyniki badań własnych Doktoranta. Zasadność uwzględniania w wycenie dyskonta z tytułu braku płynności oraz wybór odpowiednich metod zależy w dużej mierze od tego, czy polscy specjaliści ds. wycen przedsiębiorstw w ogóle widzą potrzebę takich działań.

Doktorant przeprowadził badanie ankietowe na ten temat. Szkoda jednak, że Autor nie opisał bardziej precyzyjnie szczegółów tego badania, co pozwoliłoby na kompleksową ocenę uzyskanych wyników, a przede wszystkim ocenę samej zastosowanej metody badawczej. Warto byłoby wiedzieć m.in., jaki charakter miały pytania zawarte w kwestionariuszu – otwarte czy zamknięte (przedstawione odpowiedzi respondentów pozwalają sądzić, że były to pytania zamknięte z podaniem możliwych wariantów

odpowiedzi). W tym miejscu warto zwrócić uwagę na kwestie językowe. Zamiast określenia „aplikowanie dyskonta” (s. 142, 146-147), co nie jest poprawne językowo, Autor powinien je zastąpić np. określeniem „zastosowanie dyskonta”. Ten błąd pojawia się zresztą w wielu fragmentach pracy, nie tylko w kwestionariuszu ankietowym.

Ponadto, Doktorant nie przedstawił sposobu przeprowadzenia ankiety. Respondenci otrzymali zapewne pytania drogą elektroniczną, nie dziwi wobec tego fakt, że tylko 1,2% rozesyłanych ankiet wróciło do Autora. Może warto byłoby przeprowadzić to badanie ilościowe na przykład metodą CATI (wywiady telefoniczne wspomagane komputerowo), wtedy przebadana próba byłaby zapewne znacznie wyższa, ale oczywiście oznaczałoby to poniesienie dodatkowych kosztów tego badania.

Wyniki ankiety wskazują wyraźnie, że polscy specjaliści w większości deklarują znajomość pojęcia dyskonta z tytułu braku płynności, jeżeli jednak stosują dyskonto, to jego wysokość ma „charakter całkowicie arbitralny i niepoparty wynikami szerszych badań” (s. 147). Można domniemywać, że znajomość opisanych przez Doktoranta w pracy metod szacowania tego dyskonta jest znikoma, co dodatkowo potwierdza zasadność podjęcia tej tematyki w recenzowanej rozprawie. Po dokonaniu niezbędnych skrótów i odpowiednich korekt przedstawione opracowanie mogłoby zostać opublikowane, do tej pory bowiem poruszana w pracy problematyka nie była, jak się wydaje, przedmiotem obszerniejszej publikacji na polskim rynku wydawniczym.

W rozdziale piątym zawarte jest też omówienie problematyki dyskonta z tytułu braku płynności „z perspektywy polskiej literatury” (s.148). Tytuł pkt. 5.2. sugeruje, że przedmiotem analizy są publikacje polskich autorów w języku polskim. Dziwi fakt, że do polskiej literatury zalicza Doktorant tłumaczenia na język polski dorobku literatury światowej (np. Benninga i Sarig).

Mgr Czerwiński przeprowadził też własne badania empiryczne przy zastosowaniu metod statystycznych. Przedmiotem badań był szacunek dyskonta z tytułu braku płynności z wykorzystaniem podejścia mnożnikowego w warunkach rynku polskiego. Jednakże, jak stwierdza sam Autor, otrzymane wyniki są „niejednoznaczne i nie pozwalają na postawienie wiążących wniosków” (s. 159). Tym niemniej, samą próbę podjęcia kalkulacji wysokości dyskonta z tytułu braku płynności dla polskich przedsiębiorstw prywatnych przy wykorzystaniu metod stosowanych m.in. na rynku

amerykańskim, należy ocenić bardzo pozytywnie, zwłaszcza że takich kalkulacji na polskim rynku było do tej pory bardzo niewiele. Zakończeniem rozdziału piątego jest autorskie podsumowanie koncepcji ujmowania płynności i zbywalności w wycenie przedsiębiorstw (rysunek 5.10, s. 163).

W podsumowaniu rozprawy (s. 165-169) Doktorant przedstawia główne wnioski wynikające z rozważań zawartych w pracy oraz propozycje dalszych badań. Na podstawie analizy bardzo zróżnicowanych przypadków z praktyki światowej oraz ich ocen zawartych w literaturze przedmiotu Autor pozytywnie zweryfikował hipotezę główną rozprawy (H1), że korekty wartości przedsiębiorstwa z tytułu braku płynności lub ograniczonej zbywalności są determinowane czynnikami o charakterze prawnym występującymi na danym rynku (jak m.in. restrykcje w obrocie akcjami na rynku regulowanym, niepubliczny status spółki). Zastosowanie dyskonta jest też, według badań przeprowadzonych przez Doktoranta, uzależnione od „tymczasowych [? - A.D.] charakterystyk finansowo-organizacyjnych” (s. 166) wycenianego przedsiębiorstwa. Autor nie przedstawił jednak w pracy szczegółowego katalogu cech przedsiębiorstwa, które mają istotny wpływ na szacowanie dyskonta, ani nie wyjaśnił, dlaczego są one tymczasowe.

Ze względu na fakt, że stosowane na świecie zróżnicowane metody ustalania dyskonta z tytułu braku płynności oraz ograniczonej zbywalności są ściśle uzależnione od warunków prawno-ekonomicznych, w jakich dokonuje się wycena przedsiębiorstwa na rynkach rozwiniętych, wycena przedsiębiorstwa prywatnego w Polsce wymaga dostosowania metodyki do warunków polskich (hipoteza H2). Doktorant uzasadnił w pełni to stwierdzenie, co oznacza, że hipoteza uzupełniająca została również pozytywnie zweryfikowana.

Od strony formalno-językowej praca jest w zasadzie napisana poprawnie. Dla kompletności oceny tekstu, należy zwrócić uwagę na nieprawidłowe używanie przez Doktoranta określenia „akwizycja” w znaczeniu przejęć czy wykupów przedsiębiorstw (np. s. 56, 58). Słowo „akwizycja” w języku polskim ma zupełnie inne znaczenie. Podobne zastrzeżenia budzi określenie „premia akwizycyjna” (s. 125-126).

Konkluzja recenzji

Przedstawione w recenzji uwagi merytoryczne, w znacznym stopniu o charakterze dyskusyjnym, nie podważają jednoznacznie pozytywnej oceny rozprawy. Sformułowane oceny częściowe upoważniają do stwierdzenia, że rozprawa doktorska przygotowana przez mgr. Mateusza Czerwińskiego pt. „Metodyka szacowania dyskonta z tytułu braku płynności rynku i ograniczonej zbywalności w wycenie przedsiębiorstw” stanowi oryginalne rozwiązanie problemu naukowego. Doktorant wykazał się w pracy ogólną wiedzą teoretyczną w dyscyplinie ekonomia i finanse, erudycją oraz odpowiednim warsztatem badawczym.

W świetle powyższych opinii, stwierdzam, że rozprawa doktorska mgr. Mateusza Czerwińskiego spełnia wymogi merytoryczne i formalne określone w art. 13 ust. 1. *Ustawy z 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki* (Dz. U. nr 65. poz. 595 wraz z późniejszymi zmianami) i w związku z tym wnoszę o jej przyjęcie i dopuszczenie Doktoranta do publicznej obrony przedłożonej rozprawy.

Dodatkowo, biorąc pod uwagę wysoki poziom merytoryczny rozprawy, jej oryginalność oraz dojrzałość Doktoranta w prowadzeniu wywodu naukowego, uważam, że praca zasługuje na wyróżnienie. Sugeruję też publikację rozprawy po uwzględnieniu uwag zawartych w tej recenzji.



Warszawa, 10 grudnia 2019 roku