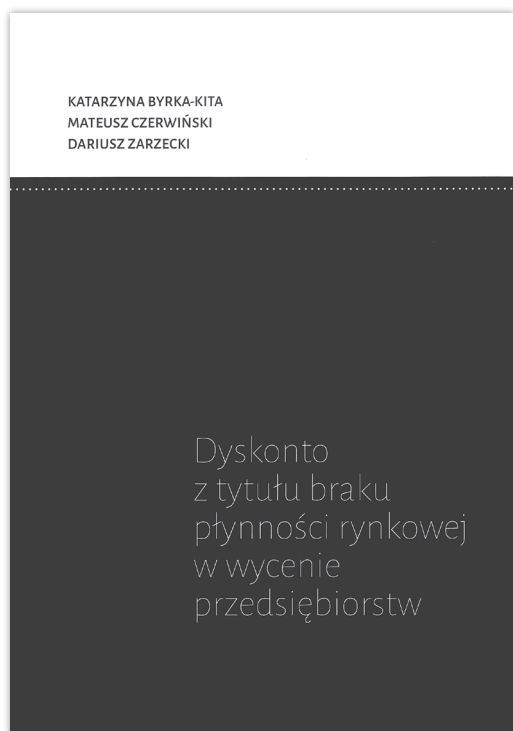


RECENZJA

Andrzej Jaki

dr hab., prof. UEK, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Wydział Zarządzania, Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw, jakia@uek.krakow.plKATARZYNA BYRKA-KITA, MATEUSZ
CZERWIŃSKI, DARIUSZ ZARZECKI

Dyskonto z tytułu braku płynności rynkowej w wycenie przedsiębiorstw

Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego,
Szczecin 2018

Monografia pt. *Dyskonto z tytułu braku płynności rynkowej w wycenie przedsiębiorstw* została przygotowana przez pracowników naukowych Katedry Inwestycji i Wyceny Przedsiębiorstw Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego. Monografia ta wpisuje się w nurt ważnych dla rozwoju nauk ekonomicznych dociekań oraz pogłębionych analiz, odnoszących się do teoretycznych, metodycznych i praktycznych aspektów problematyki wyceny przedsiębiorstw, którą traktować należy w moim przekonaniu jako subdyscyplinę naukową funkcjonującą na pograniczu finansów, ekonomii oraz nauk o zarządzaniu. Naukowy charakter problematyki wyceny przedsiębiorstw był już od wielu dziesięcioleci podkreślany w krajach o znacznie większych niż Polska doświadczeniach i dorobku w wymienionym zakresie. Fakt ten dostrzegał już w latach 70. ubiegłego stulecia m.in. prof. Carl Hellbling, uznany w krajach niemieckojęzycznych (Austrii, Niemczech, Szwajcarii) autorytet w wymienionym zakresie. Podkreślając naukowy charakter wyceny przedsiębiorstw używa w stosunku do niej określenia „nauka o wycenie przedsiębiorstw” (niem. Unternehmensbewertungslehre).

Recenzowana monografia podejmuje bardzo ważny, przede wszystkim z punktu widzenia metodycznego i praktycznego, problem postrzegania i szacowania dyskonta z tytułu braku płynności akcji/udziałów wycenianego przedsiębiorstwa. Zasadność przygotowania pierwszego kompleksowego rodzimego opracowania w wymienionym zakresie wynika także z faktu, że podejmowane w nim zagadnienie odnosi się również do kwestii obiektywizacji wyników wyceny przedsiębiorstwa, związanej z uwzględnieniem istotnego czynnika determinującego jego wartość. W tym kontekście w recenzowanej monografii podjęto szereg istotnych zagadnień cząstkowych odnoszących się do takich kluczowych – wyartykułowanych w postaci kolejnych rozdziałów – zakresów tematycznych, jak:

- teoretyczne podstawy wyceny przedsiębiorstw,
- premie i dyskonta w wycenie przedsiębiorstw,
- dylematy wyceny przedsiębiorstw niepublicznych i spółek publicznych o niskiej płynności,
- metodyka szacowania dyskonta z tytułu braku płynności,
- dyskonto z tytułu braku płynności w warunkach polskich.

Jest to w moim przekonaniu dobór zasadny, sprawiający, że recenzowana praca eksponuje i analizuje szereg ważnych uwarunkowań związanych z oddziaływaniem i uwzględnianiem w toku wyceny przedsiębiorstwa dyskonta z tytułu braku płynności rynkowej jego akcji/udziałów. Egzemplifikacja prezentowanych treści przede wszystkim z perspektywy doświadczeń innych krajów, umożliwiła wykorzystanie tego rodzaju dorobku dla potrzeb wypracowania

autorskich rozwiązań metodycznych użytecznych w warunkach polskiego rynku kapitałowego. Wszystko to przesądza równocześnie o oryginalności recenzowanej monografii.

Jak już uprzednio wspomniano, zasadniczą część recenzowanej monografii stanowi pięć rozdziałów ukazujących dopełniające się zakresy tematyczne w obrębie, których rozwijane są zagadnienia cząstkowe wpisujące się w tematykę pracy.

Rozdział pierwszy monografii prezentuje, charakteryzuje i analizuje kluczowe – z punktu widzenia istoty, wykorzystania oraz zasad prowadzenia wyceny – teoretyczne, metodyczne i praktyczne aspekty wyceny przedsiębiorstw, traktowanej z jednej strony jako nauka (subdyscyplina, dziedzina interdyscyplinarnej wiedzy), z drugiej zaś jako działanie praktyczne, zbiór metod i zaleceń służących oszacowaniu wartości konkretnego przedsiębiorstwa. W tym kontekście w pełni podzielam przede wszystkim pogląd o interdyscyplinarności wyceny przedsiębiorstw, którą postrzegać należy nie tylko z perspektywy nauk ekonomicznych i ich dyscyplin, lecz także dostrzegając potrzebę sięgania do dorobku nauk technicznych i nauk prawnych.

Drugi rozdział koncentruje się na ukazaniu istoty i zdefiniowaniu kluczowego z punktu widzenia tematyki monografii problemu premii i dyskonta, jako mechanizmów służących korygowaniu wyników wyceny przedsiębiorstwa. Stąd zasadnicze znaczenie ma tutaj zakres i sposób uwzględniania wymienionych korekt w ramach metodyki wyceny przedsiębiorstw, ze szczególnym uwzględnieniem dyskonta z tytułu płynności.

Trzeci rozdział pracy rozwija dwa kluczowe dla niej pojęcia: sposób rozumienia kategorii wartości przedsiębiorstwa oraz problemu płynności rynkowej akcji/udziałów i jego implikacji dla oceny ich wartości. Wyjaśniając istotę wartości przedsiębiorstwa uczyniono to w trzech dopełniających się perspektywach: teorii ekonomii (przedsiębiorstwo jako dobro ekonomiczne, którego wartość da się wyjaśnić na gruncie ekonomicznej teorii wartości), finansów (przedsiębiorstwo jako miejsce inwestowania kapitału celem pomnożenia jego wartości) oraz zarządzania (maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa jako podstawa prawościowego paradygmatu zarządzania i koncepcji zarządzania wartością). Problem płynności rynkowej instrumentów finansowych, stanowiących potwierdzenie prawa własności przedsiębiorstwa, ukazano z punktu widzenia doświadczeń i regulacji amerykańskiego (funkcjonowanie Restricted Stocks) oraz polskiego (ograniczenia ustawowe, statutowe i umowne oraz ograniczenia wynikające ze stosowanych rozwiązań opcyjnych) systemu prawnego. Stworzyło to podstawy dla zdefiniowania sposobu rozumienia dyskonta

z tytułu braku płynności, uwzględniającego wpływ zbywalności akcji/udziałów i płynności obrotu nimi na wycenę przedsiębiorstwa.

Rozdział czwarty koncentruje się – zgodnie zresztą ze swoim tytułem – na metodycznych aspektach szacowania dyskonta z tytułu braku płynności w kontekście wyceny przedsiębiorstwa. Prezentowane tutaj rozważania zostały oparte na pogłębionej analizie zróżnicowanych źródeł literaturowych ukazujących różne podejścia, które stanowią rezultat wieloletnich doświadczeń wynikających przede wszystkim z funkcjonowania rozwiniętych rynków kapitałowych. Dowodzą one zarówno złożoności podejmowanego problemu, jak i niejednoznaczności rozwiązań metodycznych wypracowanych w wymienionym zakresie, co poniekąd jest także generalną cechą całej metodyki wyceny przedsiębiorstw.

Piąty rozdział monografii ukazuje zagadnienie dyskonta z tytułu braku płynności z perspektywy jego postrzegania, analizowania oraz szacowania w warunkach polskiej gospodarki. Zawarte w tym rozdziale rozważania uważam za niezwykle cenne z punktu widzenia potrzeb recenzowanej pracy. Ukazują one bowiem trzy niezmiernie ważne kwestie dotyczące uwzględniania dyskonta w wycenie przedsiębiorstw w Polsce. Po pierwsze prezentują wyniki badania ankietowego dotyczącego świadomości istnienia i sposobu uwzględniania dyskonta z tytułu braku płynności przez praktyków zajmujących się wyceną przedsiębiorstw w naszym kraju. Po drugie ukazują zakres i wyniki badań rodzimych specjalistów odnoszących się do zagadnienia płynności rynkowej akcji na polskim rynku kapitałowym. Po trzecie zawarto tutaj również własne propozycje Autorów odnośnie metodyki szacowania dyskonta z tytułu braku płynności akcji dla rynku polskiego.

Recenzowana monografia pt. *Dyskonto z tytułu braku płynności rynkowej w wycenie przedsiębiorstw* autorstwa dr hab. Katarzyny Byrki-Kity, prof. US, mgr. Mateusza Czerwińskiego oraz prof. dr. hab. Dariusza Zarzeckiego stanowi pierwsze kompleksowe rodzime opracowanie odnoszące się do tematyki wyartykułowanej w jej tytule. Choć prezentowane w treści książki rozważania odnoszą Autorzy do wyceny przedsiębiorstw, to jednak w moim przekonaniu proponowane w treści książki rozwiązania mogą być także z powodzeniem wykorzystywane w innych zakresach wyceny związanych chociażby ze stosowaniem podejścia dochodowego w wycenie nieruchomości, jak również w innych zastosowaniach rachunku ekonomicznego uwzględniającego zmienność wartości pieniądza w czasie, do których zaliczyć można np. rachunek ekonomicznej efektywności inwestycji. Wszystkie podniesione argumenty przesądają nie tylko o oryginalności recenzowanej pracy, lecz także o uniwersalności prezentowanych w niej treści.