

dr hab. Adam Szyszka, prof. nadzw. SGH
Katedra Rynków Kapitałowych
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
ul. Madalińskiego 6/8
02-513 Warszawa

Recenzja rozprawy doktorskiej pt.
„Kształtowanie standardów wyceny przedsiębiorstw”
autorstwa magistra Michała Grudzińskiego

1. Przedmiot recenzji

Przedmiotem niniejszej recenzji jest przedłożona przez mgr. Michała Grudzińskiego rozprawa doktorska pt. „Kształtowanie standardów wyceny przedsiębiorstw”, przygotowana pod kierunkiem prof. dr. hab. Dariusza Zarzeckiego, na Wydziale Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego.

2. Struktura i treść pracy

Recenzowana praca składa się z wprowadzenia, sześciu rozdziałów oraz wniosków i uwag końcowych. Dodatkowo zawiera także streszczenie (ang. *Abstract*) w języku angielskim, poprawnie opracowaną bibliografię oraz spis tabel i rysunków, a także szesnaście załączników. Całość pracy liczy 275 stron maszynopisu.

We wprowadzeniu Autor przedstawia problem naukowy pracy oraz zarysowuje jego tło. Czytelnie formułuje główną hipotezę rozprawy, cele, pytania badawcze i inne aspekty metodyczne. Czytając wprowadzenie, ma się od razu słusze odczucie, iż praca jest bardzo dobrze ułożona pod względem metodycznym i przemyślana co do struktury.

Rozdział pierwszy zatytułowano: „Teoretyczne podstawy standardów w wycenie przedsiębiorstw”. Dziwić może użyte w tym miejscu sformułowanie „standardów w wycenie

przedsiębiorstw”, skoro wszędzie indziej w pracy Autor posługuje się pojęciem „standardów wyceny przedsiębiorstw”. Swoją drogą zastanawiam się, czy bardziej poprawnie nie byłoby mówić „standardy wyceny przedsiębiorstwa” lub ewentualnie „standardy wycen przedsiębiorstw”. Pozostawmy jednak rozważania lingwistyczne polonistom. W rozdziale pierwszym przedstawiono istotę wyceny przedsiębiorstwa, wskazując na jej odmienność od wyceny innych rodzajów aktywów, przede wszystkim ze względu na złożoność, niepowtarzalność i trudności w obiektywizacji. Przytoczono także elementy toczonej w literaturze przedmiotu dyskusji odnośnie tego, czy wycenę przedsiębiorstw należy traktować jako integralną część nauki finansów, czy też może jest to rodzaj rzemiosła i sztuki, bazujący na doświadczeniu i umiejętnościach osoby dokonującej wyceny. W dalszej części rozdziału przedstawiono definicję oraz rodzaje standardów wartości stosowanych w wycenie przedsiębiorstw. Pisząc o wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa Autor błędnie zestawia ją z wartością wewnętrzną opcji (s. 21). Te dwa pojęcia nie mają ze sobą nic wspólnego poza wspólną nazwą „wartość wewnętrzna”, a nagle przejście od wartości przedsiębiorstwa do wartości opcji wprowadza niepotrzebne zamieszanie w toku wyводу i jest niezrozumiałe dla czytelnika. Na końcu rozdziału pierwszego Autor przedstawił rozumienie i ogólną klasyfikację standardów wyceny.

W rozdziale drugim zaprezentowano przegląd standardów wyceny przedsiębiorstw stosowanych na świecie. Autor w sposób interesujący przedstawił rozwój standardów wyceny przedsiębiorstw w USA, Kanadzie, Niemczech, Wielkiej Brytanii, Hongkongu, a także w Australii i Nowej Zelandii. Zakres prezentowanych informacji nie jest jednak jednorodny – o ile dla USA i Kanady szczegółowo przedstawiono jaka jest struktura i czego dotyczą poszczególne standardy wyceny, to informacji takich nie ma już w odniesieniu do pozostałych omawianych krajów.

W rozdziale trzecim zawarto przegląd formalnoprawnych regulacji dotyczących wyceny przedsiębiorstw w Polsce. Autor pokazuje jakie ramy prawne obowiązują w przypadku dokonywania wyceny przedsiębiorstwa w określonych sytuacjach gospodarczych. Tabele nr 12 i 13 zamieszczone na stronach 78-81 stanowią cenne syntetyczne zebranie wiedzy w tym obszarze. Wartość tego rozdziału byłaby jeszcze większa, gdyby Autor wskazał, jakie konkretne metody wycen postulowane są w konkretnych okolicznościach opisanych w tym fragmencie pracy (np. poprzez dodanie w tabeli nr 12 dodatkowej kolumny „zalecane metody wyceny”).

Rozdział czwarty poświęcony jest ocenie polskich standardów wyceny przedsiębiorstw na tle wybranych standardów stosowanych na świecie. Autor zamieścił

zestawienie elementów wspólnych oraz głównych różnic w standardach wyceny stosowanych w różnych miejscach na świecie i rekomendowanych przez poszczególne organizacje, porównując je do standardów wypracowanych dotychczas w Polsce. Jest to niewątpliwie oryginalny fragment opracowania, który jest bezpośrednio związany z realizacją głównego celu rozprawy. Rozdział ten można by twórczo wzbogacić poprzez analizę uwarunkowań i wskazanie przyczyn rzutujących na występujące odmienności. Wiedza taka pozwoliłaby też lepiej odnieść się do zasadności poszczególnych standardów i dalszych kierunków ich rozwoju w realiach polskich.

W rozdziale piątym dokonano oceny stopnia zastosowania standardów wyceny przedsiębiorstw w Polsce. Rozdział rozpoczyna przegląd badań innych autorów dotyczących praktyki wycen przedsiębiorstw w Polsce i na świecie. Stanowi on punkt wyjścia do opracowania własnej metody badawczej z wykorzystaniem badań kwestionariuszowych. Wyniki przeprowadzonych badań dostarczają wielu interesujących obserwacji. Pewne szczegółowe uwagi metodyczne pozwolę sobie przedstawić w kolejnym punkcie recenzji.

Ostatni – szósty – rozdział rozprawy poświęcony jest kierunkom doskonalenia standardów wyceny przedsiębiorstw w Polsce. Zawiera on diagnozę obecnej sytuacji oraz rekomendacje odnośnie kształtowania zawartości standardów wyceny w przyszłości. Autor prezentuje również w interesujący sposób pięć możliwych scenariuszy dalszego przebiegu kształtowania się standardów wyceny przedsiębiorstw w Polsce. Zawartość merytoryczną rozdziału szóstego oceniam jako bardzo wysoką. Przeprowadzony wywód świadczy o dużej dojrzałości i wybitnych kompetencjach Autora w obszarze, w którym się porusza. Jedyne czego mi zabrakło w tym miejscu, to wyraźnego wskazania, jakie działania należałoby podejmować, aby scenariusz najbardziej pożądanym stał się jednocześnie najbardziej prawdopodobnym i ostatecznie ziścił się.

W uwagach końcowych trafnie zebrano najważniejsze ustalenia rozprawy i dokonano ich syntetycznego podsumowania. Wskazano również na główne ograniczenia przeprowadzonych badań oraz postulowane dalsze kierunki ewentualnych prac.

Struktura pracy jest czytelna i logiczna. Tok rozumowania i sposób prowadzenia przez Autora wywodu naukowego jest poprawnie ukierunkowany na realizację obranych celów rozprawy oraz weryfikację głównej hipotezy badawczej. Jedyne uwagi natury redakcyjnej byłaby taka, że Autor powinien był nadać numerację wszystkim podpunktom w strukturze pracy, także tym o najniższej hierarchii (np. pkt. 3.1.1, 3.1.2 itp.). Rozwiązanie takie zwiększyłoby czytelność układu tekstu. Sugestię należałoby rozważyć w szczególności, gdyby praca miała ukazać się drukiem w całości lub w istotnych fragmentach.

3. Ocena wartości metodycznych

Pracę należy uznać za ukształtowaną poprawnie pod względem metodycznym. Zwiastunem dużej staranności Autora w tym aspekcie jest już chociażby sama treść wprowadzenia, gdzie zawarto i czytelnie uwypuklono najistotniejsze elementy metodyczne rozprawy.

Rozprawa ma charakter teoretyczno-empiryczny. Główna hipoteza rozprawy została sformułowana w następujący sposób: „(...) standardy wyceny przedsiębiorstw opracowane przez działające w Polsce organizacje zawodowe istotnie nie odbiegają od rozwiązań stosowanych w innych krajach, jednak nie są powszechnie stosowane przez działających w Polsce praktyków” (s. 6). W kontekście przyjętej hipotezy określono główny cel pracy, którym jest „ocena stopnia rozwoju standardów wyceny przedsiębiorstw w Polsce oraz wskazanie kierunków ich doskonalenia” (s. 6-7). Niestety Autor nie jest konsekwentny w formułowaniu głównego celu pracy i w dalszych fragmentach pracy modyfikuje go koncentrując się już tylko na „wskazaniu kierunków doskonalenia standardów wyceny przedsiębiorstw w Polsce” (str. 158 i s. 192). Kwestia oceny stopnia rozwoju standardów sprowadzona zostaje do czystego zestawienia różnic między standardami wypracowanymi w Polsce a wybranymi standardami z innych krajów świata.

W części teoretyczno-opisowej Autor posługuje się wnioskowaniem zarówno indukcyjnym, jak i dedukcyjnym. Poprawnie prowadzi wywód, wykazując zarówno należyte podejście analityczne, jak i zdolności do syntezy analizowanego materiału.

W części empirycznej Autor zasadniczo poprawnie posługuje się metodą badań ankietowych: właściwie buduje kwestionariusz, należyście ustala procedurę badawczą oraz dokonuje odpowiedniego wnioskowania na podstawie uzyskanych odpowiedzi. Niemniej przeprowadzone badania obarczone są pewnymi mankamentami, na które z resztą sam Autor też zwrócił uwagę. Po pierwsze, badaniami objęto członków tylko dwóch stowarzyszeń zawodowych (Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych oraz Krajowa Izba Biegłych Rewidentów) i to takich, których znaczna część członków w ogóle nie zajmuje się bezpośrednio wyceną przedsiębiorstw. Po drugie, zaproszenie do wzięcia udziału w badaniu oraz link do ankiety on-line dystrybuowano wyłącznie z wykorzystaniem poczty elektronicznej (e-mail). Autor nie podaje czy była to jednorazowa wysyłka, czy być może sekwencja maili zachęcających do wzięcia udziału w badaniu. W każdym razie, przy wykorzystaniu wyłącznie e-mailowej komunikacji uzyskano niewielki odsetek zwrotności ankiet na poziomie zaledwie 4,1%. W rezultacie takiego doboru populacji oraz niskiej

zwrotności ankiet udało się zgromadzić odpowiedzi od jedynie 157 osób zajmujących się zawodowo wyceną przedsiębiorstw. Większość respondentów (ponad 55%), którzy wzięli udział w badaniu nie świadczyła w ogóle tego rodzaju usług.

Jakość próby byłaby większa, gdyby rozszerzyć ją o dodatkowe stowarzyszenia zawodowe w większym stopniu nastawione na wycenę przedsiębiorstw (np. CFA Society of Poland, Związek Doradców Inwestycyjnych i Maklerów), jak też o praktyków gospodarczych zatrudnionych w tych firmach konsultingowych, które prowadzą istotną część działalności w obszarze wycen przedsiębiorstw. Z kolei remedium na niską zwrotność ankiet byłoby ewentualnie wdrożenie dodatkowych kanałów komunikacji (np. kontakt telefoniczny po wysłaniu maila).

Rozprawa zasadniczo napisana jest dobrym językiem polskim i czyta się ją z zainteresowaniem. Niemniej Autor nie ustrzegł się dość licznych błędów interpunkcyjnych, kilku lapsusów słownych i niefortunnnych sformułowań stylistycznych, a nawet błędu ortograficznego. Przykładowo, nie istnieje słowo „ustrukturalizowany” (s. 27) i z kontekstu można się domyślać, że raczej chodziło o „ustrukturyzowany”. Nie ma powodów, dla których należałoby zapisać „metoda Stuttgarcka” (s. 50), pisząc z wielkiej litery przymiotnik pochodzący od nazwy miasta. „Czynniki” (s. 111) to nie to samo co „cechy”, zaś „wstęp główny” rozprawy (s. 158) nosi poprawny tytuł „Wprowadzenie”. Na rysunku 17 na stronie 134 suma 20% i 45% powinna wynieść 65%, a nie 56%.

Zawarty na końcu pracy *Abstract* w języku angielskim pozostawia bardzo wiele do życzenia pod kątem poprawności językowej. W tekście zajmującym nieco ponad jedną stronę maszynopisu jest tak wiele błędów, często natury podstawowej, że zamiast charakteru naukowego przybiera to cechy groteski.

Od strony edytorskiej, rozprawa charakteryzuje się dużą starannością, przypisy bibliograficzne stosowane są poprawnie, a tabele i rysunki zostały przygotowane w sposób czytelny.

4. Ocena merytoryczna pracy

Poziom merytoryczny pracy uważam za wysoki. Praca nie tylko ma charakter nowatorski i unikatowy w polskim piśmiennictwie, ale również może stanowić cenny wkład do praktyki gospodarczej w obszarze wycen przedsiębiorstw.

Należy podkreślić doskonałe rozeznanie Autora w poruszanej materii, a zwłaszcza bardzo dobrą znajomość standardów wycen przedsiębiorstw na świecie. Autor właściwie



stosuje zasadę korespondencji w nauce, czerpiąc w sposób adekwatny z dotychczasowego piśmiennictwa (które nie jest nazbyt bogate) w toku logicznego i czytelnego wywodu naukowego. W sposób ostrożny i skromny podchodzi do własnych ustaleń, wręcz do przesady zachowując asekuracyjną pozycję i nazbyt często unikając zajęcia autorskiego stanowiska. Minimalizm w zakresie prezentacji własnych poglądów Autora i relatywnie niewiele elementów oceny budzi pewien niedosyt w kontekście realizacji głównego celu pracy. Przykładowo, suche zestawienie szeregu aktów prawnych regulujących proces wyceny przedsiębiorstw w Polsce aż prosi się o komentarz własny Autora (rozdział 3). Podobnie, zachęcałbym Autora do większej odwagi w formułowaniu własnych poglądów oraz do podejmowania dyskursu naukowego w stosunku do stanu poznania zastanego w literaturze przedmiotu (rozdziały 4 i 5). Dopiero w rozdziale szóstym rozprawy Autor pokazał, że potrafi w sposób twórczy korzystać ze swojej bogatej wiedzy i zdobyć się na oryginalne, własne rozważania. Szkoda, że więcej autorskich komentarzy i opinii nie znalazło się we wcześniejszych fragmentach pracy.

Rekapitulując, do głównych osiągnięć w rozprawie należą:

- identyfikacja i syntetyczne zebranie formalnoprawnych ram oraz możliwych okoliczności wycen przedsiębiorstw w Polsce,
- przegląd krajowej i zagranicznej literatury dotyczącej standardów wyceny przedsiębiorstw oraz praktyki ich stosowania w Polsce i na świecie,
- zebranie i porównanie standardów wyceny przedsiębiorstw wypracowanych w różnych krajach świata, a także mających charakter międzynarodowy, a następnie porównanie ich ze standardami wypracowanymi do tej pory w Polsce,
- nowatorskie badania empiryczne, których wyniki dostarczają ciekawych obserwacji i pozwalają na formułowanie istotnych wniosków (pomimo ograniczeń związanych z doborem próby),
- diagnoza aktualnej sytuacji w zakresie kształtowania standardów wyceny przedsiębiorstw w Polsce oraz wskazanie możliwych dalszych kierunków rozwoju.

Rozprawa cechuje się dużą dozą oryginalności, a jej rezultaty poznawcze stanowią interesujący wkład w rozwój nauki finansów oraz mogą stanowić punkt wyjścia dla kolejnych badań. Przede wszystkim, należy jednak podkreślić ich użyteczny charakter i duże znaczenie dla praktyki gospodarczej.

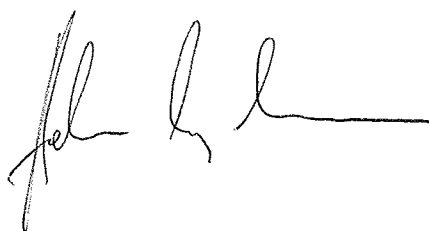


5. Wnioski końcowe

Biorąc pod uwagę ocenę formalną, metodyczną i merytoryczną pracy, stwierdzam, że spełnia ona w pełni wymogi stawiane rozprawom doktorskim. Wnoszę zatem o dopuszczenie rozprawy doktorskiej mgr. Michała Grudzińskiego pt. „Kształtowanie standardów wyceny przedsiębiorstw” do publicznej obrony.

Pan mgr Michał Grudziński przygotował dzieło ambitne oraz unikatowe w polskim piśmiennictwie. Jest to opracowanie ważne poznawczo, zwłaszcza dla praktyki gospodarczej. Biorąc powyższe pod uwagę, zasadna wydaje się też rekomendacja do wydania pracy drukiem (po uwzględnieniu uwag zawartych w recenzjach). Aktualność i nowatorski charakter poruszanych zagadnień przemawiają za możliwie szybką ścieżką publikacji, aby książka nie straciła efektu nowości.

Warszawa, 12 grudnia 2014 r.

A handwritten signature in black ink, consisting of several stylized, connected letters and a long horizontal stroke at the end.