

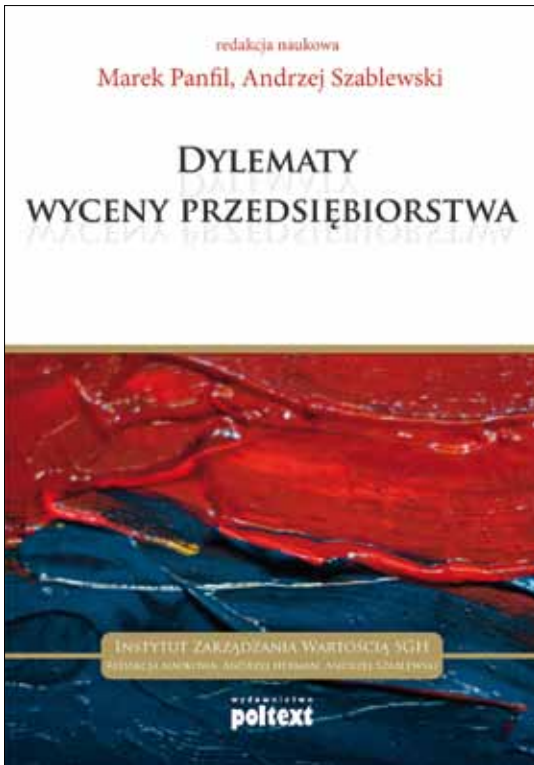
Andrzej Cwynar

Z doświadczeń szacowania wartości przedsiębiorstwa

Dylematy wyceny przedsiębiorstwa

Marek Panfil, Andrzej Szablewski, redakcja naukowa

Poltext, Warszawa 2013, s. 450



Wartość przedsiębiorstwa i metody jej szacowania wciąż należą do najciekawszych zagadnień finansowych, dając duże możliwości formułowania nowych poglądów i proponowania nowych rozwiązań tym, którzy szukają swojego miejsca w nauce albo w biznesie. Dla niektórych to zaskakujące, ponieważ z pewnością nasuwa im się pytanie, co jeszcze interesującego można wnieść do dziedziny, na temat której napisano już tak wiele, i która przez kilka dziesięcioleci zahartowała się w powtarzającym się rytmie koniunkturalnych zmian? A jednak można, i to wiele.

Bardzo się cieszę z tego, że potwierdzili to autorzy książki *Dylematy wyceny*

przedsiębiorstwa. Jednocześnie z satysfakcją odnotowałem elegancki i przekonujący sposób, w jaki to zrobili. Myślę że po przeczytaniu tej książki, nikt kto wcześniej sądził, że wycena jest trywialnym zadaniem, które zawsze można wykonać w zautomatyzowany sposób bez pogłębionej refleksji i dobrego rozpoznania dostępnej analityki, więcej już tak nie pomyśli. Książka jest jednak napisana tak, że nie zniechęca do wyceny jako do ćwiczenia wymagającego rozległej wiedzy i dużego doświadczenia, ale raczej inspiruje do tego, żeby to, co trudne, uczynić – z pomocą autorów książki – zrozumiałym i wykonalnym. Podoba mi się też to, że redaktorzy i autorzy książki w wyważony sposób rozwiązali sprawę podsuwania rozwiązań diagnozowanych problemów. Choć jest to książka o dylematach wyceny, to jednak nie pozostawiana ona czytelnika bezradnym wobec wątpliwości, które wycenie towarzyszą. Książka je analizuje, ale jednocześnie zarysowuje możliwe rozwiązania. Nie wyłącza przy tym czytelnika w stawianiu diagnozy i szukaniu odpowiedzi na pytanie, jak najlepiej rozwiązać zdiagnozowany problem.

W książce zredagowanej przez Marka Panfila i Andrzeja Szablewskiego doceniam przede wszystkim to, że nie jest to kolejna książka prezentująca dostępne metody wyceny. Jej komplementarność z wcześniejszą książką (*Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki*) jest jej dodatkowym walorem. Wybór dokona-

ny przez autorów – skoncentrowanie się na wyselekcjonowanych zagadnieniach uświadamiających meandry wyceny – był znakomitym pomysłem. Myślę, że docenią go nie tylko teoretycy wartości przedsiębiorstwa, ale przede wszystkim praktycy sporządzający wyceny. Uważam, że to książka przede wszystkim dla nich.

W odróżnieniu od redaktorów książki nieco inaczej skomponowałbym układ jej treści, choć różnice nie byłyby duże. Uważam, że zawarte w niej treści da się podzielić na trzy wyraziste zbiory, którym w książce mogłyby odpowiadać trzy części:

- 1) globalne i makroekonomiczne uwarunkowania wycen – do tej części zaliczyłbym rozdziały 1 i 2, częściowo także rozdziały 5 i 6;
- 2) wycena w perspektywie rynku kapitałowego – tutaj adekwatne byłyby rozdziały 3 i 4 a także rozdziały 12 i 13;
- 3) wycena: przypadki szczególne – tu swoje miejsce miałyby rozdziały 8 i 9 oraz rozdziały 10 i 11. Tu także trzeba byłoby umieścić rozdział 7, choć – w odróżnieniu od pozostałych – prezentuje on jedną z metod wyceny (wciąż nieco egzotyczną), będąc w ten sposób łącznikiem pomiędzy tą książką a *Wyceną przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki*.

Pozostając przy sprawach struktury, to dokuczają trochę brak rozdziałów poświęconych paru zagadnieniom, które – w mojej opinii – mogłyby jeszcze bardziej podnieść – *nomen omen* – wartość książki. Mam tu na myśli następujące zagadnienia:

- 1) Wycena *start-upów* – w dobie nasilonej, bo spowodowanej przez kryzys przedsiębiorczości, ten temat jest wyjątkowo aktualny i znakomicie wpisuje się w przyjętą przez autorów książki perspektywę wyceny jako zadania, któremu towarzyszą liczne dylematy. W przypadku wyceny *start-upów* takich

dylematów jest z pewnością wyjątkowo dużo. Taki rozdział mógłby wzbogacić część poświęconą szczególnym przypadkom wycen. Wychodząc nieco poza ten wątek chciałbym wyrazić przekonanie, że włączenie do struktury książki rozdziału poświęconego opcjom rzeczywistym było dobrą decyzją – jedną z tych które sprawiają, że książka pod redakcją Marka Panfila i Andrzeja Szablewskiego traktuje nie tylko o wycenie dziś, ale jest też próbą naszkicowania tego, jak wycena może wyglądać jutro, i zarysowania głównych problemów, z jakimi przyjdzie się mierzyć tym, którzy się nią zajmują. Wątek *start-upów* byłby tu dobrym uzupełnieniem.

- 2) Szacowanie kosztu kapitału (stopy dyskonta) i wartości rezydualnej – są to zagadnienia, które wciąż domagają się nowych badań i nowych ujęć. Co z tego, że znamy wiele metod wyznaczania kosztu kapitału oraz wartości rezydualnej, i posługujemy się nimi od dziesięcioleci, skoro towarzyszy temu spory dyskomfort wynikający z przekonania (a czasami tylko podejrzenia), że w wielu przypadkach nie opisują one rzeczywistości na tyle wiarygodnie i trafnie, na ile tego życzylibyśmy sobie. Na dylematy związane z wartością rezydualną zwracają uwagę redaktorzy książki już w pierwszych zdaniach wstępu, dlatego taki rozdział mógłby wzbogacić część poświęconą perspektywie rynku kapitałowego stosującego przecież dochodową optykę w wycenie spółek, której immanentną składową jest odzwierciedlająca ryzyko stopa kosztu kapitału. W książce problem kosztu kapitału znalazł częściowe odzwierciedlenie w rozdziale Marcina Pęksyka, poświęconym uwzględnianiu ryzyka kraju w wycenie.

Zgłaszając powyższe uwagi zdaję sobie jednak sprawę, że redagowanie książki ma swoje prawa i napotyka na pewne limity

sprawiające, że często trzeba pójść drogą samoograniczenia i zrezygnować z niektórych treści.

Drugą kluczową właściwością książki *Dylematy wyceny przedsiębiorstwa*, która decyduje o jej wysokiej wartości, jest świetne połączenie perspektyw reprezentowanych zarówno przez pracowników naukowych, jak i przez biznesowych praktyków.

Książki powstające przy współudziale praktyków z reguły są znakomite. Tak jest również w tym przypadku. Budujące jest to, że inicjowana i podtrzymywana przez tak wiele lat współpraca z otoczeniem gospodarczym – w tym z dużymi, renom-

wanymi podmiotami, takimi jak Ernst & Young, KMPG, PwC, KGHM Polska Miedź i Ciech SA – charakterystyczna dla obecnego Instytutu Zarządzania Wartością reprezentowanego przez redaktorów książki, owocuje właśnie w taki sposób. Trzeba przy tym dodać, że nigdy nie byłoby to możliwe, gdyby nie głębokie przekonanie wspomnianych firm o tym, że po drugiej stronie znajduje się dotrzymujący kroku, silny merytorycznie partner.

Nie mam wątpliwości, że książka *Dylematy wyceny przedsiębiorstwa* da nie tylko nowy zasób wiedzy, ale także wiele satysfakcji wynikającej z jej zdobywania wszystkim tym, którzy z różnych pobudek zajmują się problematyką wycen firm.