

RECENZJA ROZPRAWY DOKTORSKIEJ

Pana mgr. Michała Gnapa pt:

„Wpływ stosowanych metod na wiarygodność wyceny spółek giełdowych”.

1. Uwagi wstępne

Przedstawiona do recenzji rozprawa doktorska Pana mgr. Michała Gnapa pt.: „Wpływ stosowanych metod na wiarygodność wyceny spółek giełdowych” jest przedmiotem postępowania o nadanie stopnia naukowego doktora w Uniwersytecie Rzeszowskim w dziedzinie nauk społecznych, w dyscyplinie ekonomia i finanse. Praca doktorska została napisana pod kierunkiem naukowym promotora Pana prof. dr hab. Jerzego Kitowskiego oraz Pana dr. Wojciecha Lichoty jako promotora pomocniczego.

Rozprawa doktorska jest przedmiotem oceny pod względem spełnienia wymagań postępowania awansowego na stopień doktora we wskazanej dyscyplinie naukowej. Celem recenzji jest wykazanie, iż stanowi ona wyraz oryginalnego, twórczego i wielowymiarowego rozwiązania złożonego zagadnienia na gruncie naukowym.

Praca posiada objętość 330 stron, w tym 297 stron tekstu zasadniczego. Poprzedzona wstępem, składa się z pięciu rozdziałów podzielonych na podrozdziały, a także na podpunkty. Tekst zasadniczy wieńczy zakończenie oraz obszerny spis bibliograficzny obejmujący razem 287 pozycji, w większości specjalistycznych oraz spisy rysunków i tablic.

2. Założenia naukowe rozprawy doktorskiej

Recenzowana rozprawa doktorska pod tytułem „Wpływ stosowanych metod na wiarygodność wyceny spółek giełdowych” może być najogólniej rozumiana jako studium zagadnienia ekonomicznego ze sfery metodologii wyceny i zarządzania wartością podmiotów gospodarczych. Kategoria podmiotów gospodarczych jest tu zawężona do relatywie jednorodnej populacji przedsiębiorstw jako spółek akcyjnych będących przedmiotem obrotu giełdowego.

W podstawowym zakresie badań szczegółowych znajdują się zagadnienia zarządzania mające wpływ na wartość przedsiębiorstw obserwowane z perspektywy notowań papierów udziałowych spółek akcyjnych notowanych na giełdzie GPW w Warszawie w ostatnich latach. W koncepcji rozprawy zjawiska te są źródłem danych empirycznych, celem analiz ilościowych, podstawą formułowania i weryfikacji wniosków z perspektywy wzrostu wartości jako osiągnięć menedżerów i wiarygodności dla inwestorów. W ten sposób wyznaczono pole badawcze, na którym toczy się gra o wzrost wartości ekonomicznej przedsiębiorstw. Konfrontacja notowań instrumentów udziałowych z zachowaniem menedżerów i inwestorów staje się przedmiotem obserwacji i snucia hipotez mających na celu odkrycie reguł powodzenia przedsiębiorstw i rozwoju gospodarki.

Jądrem problemu naukowego jest wykazanie zależności kategorii wartości z jakościowo - ilościową kategorią wiarygodności jako przesłanką projekcji wartości będącą podstawą decyzji inwestycyjnych. Relacja wartości z wiarygodnością jest ukazana jako funkcja stosowanych metod wyceny, charakteru przedsiębiorstw notowanych na giełdzie oraz efektywności rynku związanego z horyzontem inwestycji. W ten sposób wiarygodność informacji stanowi przesłankę pomyślności operacyjnej spółki oraz skali zainteresowania inwestorów.

Autor słusznie stwierdza, iż dla wiarygodności procesu ewaluacji **przyjęcie metody wyceny ma charakter racjonalny**, czyli opiera się na racjonalnych przesłankach (hipoteza badawcza). Zatem wymaga on świadomego wyboru i rozumowego uzasadnienia, wiąże się z celami przedsiębiorstwa, doбором rzeczywistych parametrów wyjściowych itd. Stąd też wynika jego zamiar budowy **wzorca wyceny**. Oczekuje się zatem rozwoju koncepcji dotyczącej zasad, procedur i paratrymezacji (algorytmizacji) procesu wyceny. W ten sposób w przyjętej koncepcji rozprawy zarysowany został wielowymiarowy obszar badań ilościowo-jakościowych, które mają należyte odbicie w jej planie i spisie treści.

3. Zawartość rozprawy doktorskiej

Układ rozdziałów i sekwencja podrozdziałów mają charakter celowy, logiczny, autorski. Odnosząc się do spisu treści, należy stwierdzić, iż Autor porusza najważniejsze kwestie badanej tematyki. Poprawnie osadza kolejne zagadnienia na gruncie głównego nurtu ekonomii, w tym teorii wartości przedsiębiorstwa i metodologii ewaluacji wartości. Zwraca uwagę starannie opracowany tekst rozprawy. Rozwinięcie podejmowanych zagadnień jest bogato ilustrowane przykładami, danymi empirycznymi i cytatami z fachowej literatury tworząc wartką narrację, która zaciekawia i absorbuje czytelnika.

Ze względu na objętość recenzji, w jej tekście pominięto szczegółowy opis zawartości rozprawy. Jej wymowa w wymiarze naukowym koncentruje się na dążeniu do „stworzenia wzorca, który pozwalałby na realizację celu głównego pracy”. Rozwinięciem celu głównego są cele pomocnicze należycie odwzorowane w rozdziałach i podrozdziałach rozprawy. Za cel główny Autor przyjmuje „opracowanie wzorca wyceny zwiększającego wiarygodność założeń zawartych w wycenie”. W pkt.4 recenzji podkreślono ważność tego stwierdzenia, w tym zwrócono uwagę na oryginalność, znaczenie i jego różnorodne konsekwencje.

Zaproponowany przez Autora układ celów rozprawy można uznać za logiczny, poprawny, lecz nadmiernie ambitny rozumiejąc, że poszukiwany wzorec wyceny odnosi się do użyteczności różnorodnych procedur i metod oraz poszukiwania uniwersalnego sposobu postępowania. Winien on obejmować bogactwo kategorii przedsiębiorstw, sprawność zarządzania specyficzną formą aktywności gospodarczej oraz odzwierciedlenie jej wartości poprzez zinstytucjonalizowany obrót walorów finansowych. Oczekiwana praktyczna użyteczność wzorca wyceny oznacza także możliwość konkretyzacji i weryfikacji wartości z uwzględnieniem unikalnych warunków miejsca i czasu.

4. Wartość naukowa rozprawy doktorskiej

W ocenie wartości naukowej rozprawy doktorskiej można dostrzec wiele walorów o różnej wadze i znaczeniu. Jako podstawowy walor tej rozprawy można uznać wkład do **rozwoju metodologii** wyceny wartości przedsiębiorstwa. Sprowadza się on zasadniczo do zwrócenia uwagi na zmienność czynników decydujących o wartości przedsiębiorstwa. W ten sposób Autor wykracza poza zbiór tradycyjnych metod wyceny na gruncie rachunkowości. W szczególności Autor zauważa potrzebę obserwacji wpływu na wartość różnych nowych okoliczności zewnętrznych, które warto uwzględnić w postępowaniu ewaluacyjnym.

Przykładem może być tu uwzględnienie **wpływu globalizacji** pociągające za sobą łańcuch wielu innych czynników wpływających na wartość ekonomiczną. (Problematyka ta

mogłaby stać się odrębną rozprawą doktorską). Prowadzi to Autora do słusznego wniosku, że powiększanie wartości nie jest procesem autonomicznym, polegającym na inicjowaniu postępu wysiłkiem przedsiębiorstwa. W istocie rzeczy, jest on także pochodną trafnych projekcji, zmian zewnętrznych, umiejętności dostosowania się do otoczenia, wykorzystania sprzyjających okoliczności itd.

Głównym efektem rozprawy o **znaczeniu praktycznym** jest zwrócenie uwagi na wybór właściwej metody wyceny przedsiębiorstwa. Zależy ona od potrzeb i możliwości poznawczych z punktu widzenia nastawienia analityka na wysoką wiarygodność wyceny.

Niemniej ważne wydają się **naukowe inspiracje teoretyczne** wynikające z rozprawy. Z potrzeby uznania sposobu przeprowadzenia wyceny za wiarygodną wynika konieczność jej jawności oraz potrzeba poddawania sposobów ewaluacji ocenom. W ten sposób status wiarygodnej wyceny oznacza, że pomiar, interpretacja i ujawnienie wartości staje się elementem tożsamości przedsiębiorstwa, identyfikacją jednostki w zbiorze przedsiębiorstw, informacją jawną, publiczną. Oznacza to w konsekwencji, że wiarygodna wartość może być interesująca dla osób trzecich, zapewnia równość szans inwestorom, a ostatecznie warunkuje rzeczywistą otwartość rynku, wymaga ochrony, itd. Uznanie tego warunku za istotny element wyceny ma istotne znaczenie praktyczne, bowiem chroni interes inwestorów, służy rzetelności informacji ekonomicznej i bezpieczeństwu obrotu gospodarczego.

Konieczność oceny wiarygodności odnoszącej się do procesu ewaluacji wartości instrumentów kapitałowych wskazuje także na **potrzebę eliminacji patologii** na rynkach kapitałowych, bowiem zjawisko to ma początek w formach jednostronnej i nieobiektywnej wyceny. Uwikłania nieadekwatnej wyceny w kreatywnej rachunkowości, są powszechnie wykorzystywane w praktykach monopolistycznych, zмовach korporacji, unikaniu opodatkowania, transferze wartości itd. W istocie rzeczy fenomen braku wiarygodności wyceny dotyczy w szerokim zakresie rynków finansowych, leży u podstaw wszelkich zjawisk kryzysowych rozciągając się także na kwestie walutowe i przepływy pieniężne.

Z tego punktu widzenia, drogą badań, stosowanych metod i zasad wyceny, Autor wykazuje znaczenie wiarygodności jako koniecznego czynnika **transparentności ewaluacji** będącej złożonym procesem. Stwierdzenie wiarygodności zatem stanowi uznanie poprawności metodologicznej, obiektywizacji procesu wyceny i akceptacji postępowania ewaluacyjnego przez uczestników rynku kapitałowego. W ten sposób kategoria wiarygodności może być rozumiana zgodnie ze swoją jakościową naturą.

W innym ważnym nurcie badań Autor pochyla się także nad **kategorią przedsiębiorstwa i formami wartości** odnoszącymi się do wyceny podmiotów

gospodarczych. Kwestie te zostały obszernie rozwinięte drogą różnorodności przypadków i procedur ewaluacji zmierzających do precyzyjnego i jednoznacznego ustalenia wartości pieniężnej na gruncie finansów i rachunkowości. (Ze względu na złożoność i szczegółowość tych kwestii niemożliwy jest ich wyczerpujący opis w tekście). Takie zagadnienia jak wartość a cele przedsiębiorstwa, maksymalizacja wartości, wpływ na wartość globalizacji i otwierania się gospodarek, przyjęte są w znaczeniu konwencjonalnym i uporządkowane z dużą znajomością uznanej literatury fachowej głównego nurtu.

Duży potencjał zawiera się w otwartym podejściu Autora do kategorii wartości i wiarygodności. Doktorant ukazuje **względność kategorii wartości**. Wartość jest zawsze odniesieniem do hierarchii i skali wartości uznawanej przez zainteresowane podmioty będące interesariuszami. Dzięki rozszerzającej interpretacji filozoficznej, chociażby takiej jak uwzględnienie wpływu czynnika energetycznego czy ekologicznego, Autor otwiera nowe przestrzenie poznawcze służące rozwojowi teorii ekonomicznych.

To, co najbardziej interesujące, to wielowymiarowe, otwarte podejście Autora do **współzależności badanych kategorii**. Dlatego w rozprawie można znaleźć wiele oryginalnych i pogłębionych stwierdzeń dotyczących kategorii społecznego charakteru przedsiębiorstwa, kategorii wartości oraz wiarygodności na gruncie aksjologii. Wychodzą one poza tradycyjne ujęcie tych kategorii w naukach ekonomicznych. Ich wymowa, jak można przypuszczać, wprowadza Doktoranta na pewną drogę rozwoju naukowego zbieżną z widoczną tendencją do **humanizacji** dyscyplin ekonomicznych.

5. Uwagi o charakterze polemicznym

Warto podkreślić, iż w tekście rozprawy nie stwierdzono żadnych istotnych usterek i niedociągnięć. Jest rzeczą naturalną, że niektóre rodzące się na podstawie rozprawy pytania pozostają w tekście bez szerszej odpowiedzi mimo dużej objętości rozprawy. Dzieje się tak na przykład wówczas, gdy perspektywa spojrzenia na kwestię wiarygodności przedstawiana od strony rynku kapitałowego przenika się z kwestiami strategii zarządzania wartością przedsiębiorstwa realizowaną przez jego zarząd. Ta perspektywa zarządzania wartością jako Autorowi bliższa, co znajduje wyraz w celu pomocniczym drugim, pozostawia pewien niedosyt **rynkowych aspektów** tej problematyki.

Autor pisząc o wartości fundamentalnej jako o kluczowej dla przedsiębiorstwa, stosuje zasadę jej ustawicznego powiększania. Powstaje tu pytanie, czy nie wystarczy efektywne funkcjonowanie przedsiębiorstwa, czy dążenie do doskonałości w środowisku rynkowym, jak to robią niektóre firmy japońskie, jest utopią? Nie wiadomo, dlaczego w ekonomii jako nauce,

często z góry pod przykrywką zysku lub konkurencji (choć nie są to procesy tożsame), zakłada się konieczność ekspansji autoryzującej dominację, niekiedy agresję i tego rodzaju postawy pociągające za sobą niechęć do budowy relacji współpracy z innymi podmiotami gospodarczymi, która jak wiadomo powiększa wartość (kapitał społeczny).

Pomijając kwestię realnej konkurencji, która zresztą nie istnieje w formie doskonałej, a najczęściej pozwala z góry dostrzec ograniczone możliwości firmy na rynku globalnym, Autor zakłada, że proces wzrostu wartości przebiega w relatywnie stabilnych warunkach, zaś wysiłki zarządzających i inwestorów są właściwie nagradzane. Można zauważyć, że pomijanie różnych przeciwności, w tym zmienności rynku, polityki gospodarczej, reform, oraz wielu innych kwestii mikroekonomicznych **obniża wiarygodność i zwiększa ryzyko wyceny**. (Np. z polskich doświadczeń wynika wpływ zróżnicowania energetycznego, płacowego, technologicznego). Liczy się także wpływ strategii przyszłego inwestora na wartość przedsiębiorstwa, zwłaszcza gdy przejmuje on kontrolę nad przedsiębiorstwem i jako nabywca bezpośrednio wpływa na poziom wartości przedsiębiorstwa w przyszłości (mowa tu o wartości kapitałowej).

Budowa wzorca jako standardu wyceny jest zadaniem bardzo trudnym, gdyż nie daje gwarancji wiarygodnej wyceny. W przypadku obserwacji wpływu giełdy jako rynku kapitałowego trudno oderwać kwestię wartości od koniunktury i innych czynników. Ostatecznie, wartość jest pochodną niezliczonej liczby czynników o zmiennej sile oddziaływania, począwszy od trendów globalnych, wpływu rozwoju sytuacji na rynku kapitałowym, wahań kursowych, przenoszenia się zakłóceń w warunkach otwartej gospodarki, a także sytuacji na rynku pracy, w zaopatrzeniu, handlu surowcami itd. Główną przeszkodą w budowie wzorca wyceny wydaje się **zmienność prawdziwych intencji** (celu) wyceny przez zainteresowane podmioty, niezależnie od wysiłków przedsiębiorstwa.

Przykładem może być poziom wiarygodności wyceny z perspektywy **horyzontu czasu** zmieniającego ewaluację i zamierzenia wobec inwestycji. Horyzont inwestycji wpływa na jej wartość także wówczas, gdy transakcje mają motyw spekulacyjny, czy gdy intencją inwestora jest głęboka restrukturyzacja, zmiana profilu specjalizacji, a nawet branży przedsiębiorstwa, gdy załoga jako element wyceny może być traktowana jako czynnik generowania wartości lub jako kłopotliwy balast generujący koszty restrukturyzacji.

Pytania adresowane do Doktoranta

1. Proszę sprecyzować zależność pojęć wiarygodności i ryzyka wyceny przedsiębiorstwa,
2. Jak wpływa na wycenę przedsiębiorstwa tzw. polityka przyspieszonej amortyzacji,

3. Proszę zinterpretować fakt akceptacji przez rynek kapitałowy wielokrotnego przeszacowania wartości rynkowej spółek takich jak Google, Microsoft, Tesla, Uber, Apple itd., w stosunku do osiągniętych wyników ekonomicznych.

6. Wniosek końcowy

W podsumowaniu recenzji pragnę podkreślić wysokie walory naukowe rozprawy oraz rzetelność badawczą zarówno w warstwie koncepcyjnej, treści merytorycznej oraz redakcji tekstu. Autor samodzielnie rozwiązał problem naukowy, wykazał się dobrą znajomością wiedzy teoretycznej w obszarze tematycznym rozprawy oraz potwierdził umiejętność prowadzenia badań naukowych.

Autor dobrze wykorzystał okazję eksploracji kluczowych zagadnień gospodarowania z perspektywy kategorii przedsiębiorstwa oraz wiarygodności ewaluacji jego wartości. Dlatego w moim przekonaniu opiniowana rozprawa doktorska wydaje się bardzo ważna tematycznie, wartościowa pod względem naukowym oraz bardzo obiecująca jako przesłanka dalszego rozwoju naukowego Doktoranta.

Warto dodać, iż rozprawa może być także zakwalifikowana do nauk o zarządzaniu i jakości. Opinię taką można wyrazić biorąc pod uwagę szeroki zakres badań empirycznych dotyczących zagadnień zarządzania: praktyki wyceny, controllingu, zarządzania wartością przedsiębiorstwa, zachowań inwestorów na rynku finansowym itd., Wykazane w recenzji walory naukowe pozwalają na wyrażenie opinii, iż rozprawa doktorska jest specjalistyczną, oryginalną i bardzo wartościową pozycją naukową.

Konkludując, stwierdzam że recenzowana rozprawa doktorska Pana magistra Michała Gnapa pt.: „**Wpływ stosowanych metod na wiarygodność wyceny spółek giełdowych**”, powstała w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse, **spełnia ustawowe kryteria stawiane pracom doktorskim** w art. 13, ust. 1 ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dz. U. z 2003 r., nr 65, poz. 595 z późn. zm.) i na tej podstawie wnioskuję do Rady Naukowej Dyscypliny Ekonomia i Finanse Uniwersytetu Rzeszowskiego o jej **dopuszczenie do publicznej obrony**.