

Katarzyna Byrka-Kita

Premia z tytułu kontroli a dyskonto z tytułu udziałów mniejszościowych w wycenie przedsiębiorstw : istota i znaczenie

Ekonomiczne Problemy Usług nr 39, 164-171

2009

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

KATARZYNA BYRKA-KITA

Uniwersytet Szczeciński

**PREMIA Z TYTUŁU KONTROLI A DYSKONTO
Z TYTUŁU UDZIAŁÓW MNIEJSZOŚCIOWYCH
W WYCENIE PRZEDSIĘBIORSTW – ISTOTA I ZNACZENIE**

Wprowadzenie

W tradycyjnym ujęciu teorii finansów wszystkim właścicielom akcji zwykłych przysługują te same prawa i każdy z nich powinien uzyskiwać wynagrodzenie w wysokości proporcjonalnej do udziału w strukturze własności. Niemniej jednak wyniki badań przeprowadzonych w ciągu ostatnich 20 lat przez badaczy takich jak Grossman i Hart, Barclay i Holderness a także DeAngelo i DeAngelo oraz Dyck i Zingales nie pozwalają potwierdzić tej tezy¹. W konsekwencji kwestia prywatnych korzyści z tytułu kontroli stała się jednym z najważniejszych tematów współczesnej dyskusji akademickiej. Niemniej jednak pomimo swego znaczenia oraz zainteresowania tematem, w literaturze można odnaleźć zaledwie kilka pozycji, w których podjęto próbę oszacowania skali prywatnych korzyści z kontroli, a jeszcze mniej jest badań, które wskazywałyby czynniki determinujące ich wielkość. Wynika to z faktu, iż ze względu na swą naturę, prywatne korzyści wynikające z kontroli są trudne do zaobserwowania oraz skwantyfikowania w wiarygodny sposób. Gdyby było inaczej i udziałowcy mniejszościowi byłiby w stanie egzekwowanie tego typu praktyk udowodnić w sądzie, nie miałyby one miejsca a tym samym premia z tytułu kontroli nie istniałaby.

W wycenie przedsiębiorstw zastosowanie dyskonta tytułu udziałów mniejszościowych lub też premii z tytułu kontroli ma służyć korygowaniu bazowych wyników wyceny sporządzonej w związku ze zdarzeniami takimi jak: transakcje kupna-sprzedaży akcji/udziałów na rynku publicznym oraz na rynku prywatnym, transakcje fuzji i przejęć, prywatyzacje

¹ S. Grossman, O. Hart: *Takeover Bids, the Free Rider Problem and the Theory of the Corporation*. „Bell Journal of Economics” 1980, nr 11, s. 42–69; M.J. Barclay, C.G. Holderness: *Private Benefits from Control of Public Corporation*. „Journal of Financial Economics” 1989, s. 371–395; M.J. Barclay, C.G. Holderness, D.P. Sheehan: *The Block Pricing Puzzle*. The Bradley Policy Research Center, Financial Research and Policy, Working Paper No. FR 01–05, March 2001; H. De Angelo, L. DeAngelo: *Managerial Ownership of Voting Rights: A Study of Public Corporations with Dual Class of Common Stock*. „Journal of Financial Economics” 1985, nr 14, s. 33–69; A. Dyck, L. Zingales: *Private Benefits of Control: An International Comparison*. „Journal of Finance” 2004, vol. LIX, nr 2, s. 537–600.

przedsiębiorstw państwowych, rozstrzygnięcie o wartości przedsiębiorstwa przed sądem np. w przypadku podziału majątku właścicieli. Skupienie się na badaniu zdolności aktywów do generowania korzyści ekonomicznych nie zawsze daje odpowiedzi na pytanie, jaką cenę powinien zapłacić kupujący za te aktywa. Oprócz czynników czysto ekonomicznych, należy rozpatrywać także grupę determinant związanych ze specyficzną sytuacją, w której dochodzi do transakcji, a ich wpływ na wartość potencjalnie może być bardzo duży.

Przegląd definicji

Polska literatura poświęcona zagadnieniom premii oraz dyskont z tytułu kontroli jest bardzo uboga. Brak jest zarówno teoretycznych opracowań teoretycznych jak i badań empirycznych. Zagadnienia te pojawiają się najczęściej w kontekście rozważań na temat fuzji i przejęć oraz dochodowych metod wyceny. W konsekwencji dochodzi do mylnego używania niektórych pojęć. Poniżej przedstawiono zestawienie definicji używanych przez amerykańskich specjalistów od wyceny przedsiębiorstw, niemniej jednak w wielu przypadkach są one bardzo ogólne i nie odzwierciedlają wielu istotnych niuansów istotnych z punktu widzenia praktyki wyceny.

Tabela 1

Definicje pojęć związanych z premią z tytułu kontroli oraz dyskontem z tytułu udziałów mniejszościowych zaczerpnięte z International Glossary of Business Valuation Terms 2001

Dyskonto (<i>Discount</i>)	Redukcja wartości lub działanie polegające na obniżeniu wartości.
Dyskonto mniejszościowe (<i>Minority Discount</i>)	Dyskonto z tytułu braku kontroli odnoszące się do udziałów mniejszościowych. $\text{Dyskonto mniejszościowe} = 1 - \left(\frac{1}{1 + \text{premia z tyt. kontroli}} \right)$
Dyskonto z tytułu braku kontroli (<i>Discount for Lack of Control</i>)	Kwota lub procent odjęty proporcjonalnie od 100% wartości kapitału własnego mający odzwierciedlić całkowity lub częściowy brak kontroli.
Kontrola (<i>Control</i>)	Możliwość wskazywania zarządu oraz kierunków rozwoju przedsiębiorstwa.
Kontrola większościowa (<i>Majority Control</i>)	Stopień kontroli wynikający z pozycji większościowej.
Premia z tytułu kontroli (<i>Control Premium</i>)	Kwota (wyrażona w wartościach absolutnych lub procentowych) odzwierciedlająca skalę/siłę kontroli nad biznesem, o którą proporcjonalnie zwiększana jest wartość udziałów kontrolnych w porównaniu do udziałów mniejszościowych w przedsiębiorstwie.
Udział mniejszościowy (<i>Minority Interest</i>)	Udział w strukturze własności spółki, do którego przypisanych jest mniej niż 50% praw głosu w organie sprawującym kontrolę nad jednostką (oraz mniej niż 50% głosów na posiedzeniach zarządu).

cd. tabeli 1

Udział większościowy (<i>Majority Interest</i>)	Udział w strukturze własności spółki, do którego przypisanych jest więcej niż 50% praw głosu w organie sprawującym kontrolę nad jednostką (oraz mniej niż 50% głosów na posiedzeniach zarządu)
--	--

Źródło: <http://www.bvresources.com/FreeDownloads/IntGlossaryBVTerms2001.pdf>.

Należy tu też podkreślić, iż sprawowanie kontroli nad spółką odbywa się przy różnych poziomach udziałów w strukturze własności, co w konsekwencji w USA daje właścicielom różne prawa:

- powyżej 80% – możliwość konsolidacji rocznych sprawozdań finansowych,
- powyżej 2/3 (65%) – większość kwalifikowana tzw. supermajority występuje wówczas gdy przeprowadzenie niektórych działań wymaga aprobaty właścicieli 2/3 głosów.

Akty prawne w poszczególnych krajach a także statuty spółek mogą powodować znaczące różnice w prawach udziałowców mniejszościowych i większościowych. W Polsce w myśl Kodeksu spółek handlowych przeprowadzenie następujących uchwał² wymaga dysponowania poniższymi poziomami większości kwalifikowanej:

- a) większości 2/3 głosów wymagają uchwały:
 - w sprawie udzielenia zgody na zawarcie umowy o nabycie dla spółki jakiegokolwiek mienia, za cenę przewyższającą jedną dziesiątą wpłaconego kapitału zakładowego, od założyciela lub akcjonariusza albo dla spółki lub spółdzielni zależnej od założyciela lub akcjonariusza spółki, zawarte przed upływem dwóch lat od dnia zarejestrowania spółki (art. 394 § 1),
 - w sprawie istotnej zmiany przedmiotu działalności spółki (art. 416 § 1),
 - dotyczące przekształcenia spółki kapitałowej w spółkę osobową (art. 575),
 - w sprawie połączenia z inną spółką – w przypadku spółki publicznej (art. 506 § 2);
- b) większości kwalifikowanej 3/4 oddanych głosów wymagają uchwały:
 - dotyczące emisji obligacji zamiennych i obligacji z prawem pierwszeństwa objęcia akcji, zmiany statutu, umorzenia akcji, obniżenia kapitału zakładowego, zbycia przedsiębiorstwa albo jego zorganizowanej części i rozwiązania spółki (art. 415 § 1),
 - w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego, które stanowi zawsze zmianę statutu (art. 431 § 1),
 - w sprawie łączenia się spółek (reprezentowana co najmniej połowa kapitału zakładowego) (art. 506 § 1);

² Np.: art. 394 § 1, art. 415, art. 416 § 1, art. 431 § 1, art. 433 § 2, art. 418 § 1, art. 506, art. 575 Kodeksu spółek handlowych, natomiast w przypadku spółki publicznej w art. 91 ust. 4 Ustawy o ofercie publicznej.

- c) większości kwalifikowanej 4/5 oddanych głosów wymagają uchwały w sprawie pozabawienia akcjonariuszy prawa poboru akcji w całości lub w części (art. 433 § 2);
- d) większości kwalifikowanej 95% głosów oddanych, przy czym statut spółki może przewidywać surowsze warunki, wymaga uchwała w sprawie przymusowego wykupu akcji akcjonariuszy reprezentujących nie więcej niż 5% kapitału zakładowego (akcjonariusze mniejszościowi) przez nie więcej niż pięciu akcjonariuszy, posiadających łącznie nie mniej niż 95% kapitału zakładowego, z których każdy posiada nie mniej niż 5% kapitału zakładowego (art. 418 § 1 k.s.h.).

Należy tu też podkreślić, iż w określonych sytuacjach (wtedy gdy żaden z właścicieli nie posiada więcej niż 50%) nawet niewielki udział strukturze własności (swing block vote) może stanowić języczek u wagi i wówczas będą mu przypisywane pewne korzyści wynikające z kontroli (w konsekwencji nie należy stosować dyskonta z tytułu udziałów mniejszościowych). Z kolei dwa 50% udziały, w sytuacji gdy prawo oraz statut wymagają jednogłośnej zgody obydwu właścicieli w odniesieniu do wszystkich znaczących decyzji będą traktowane jak udziały mniejszościowe³.

Istotnym jest również to, iż terminy kontrolne oraz większościowe nie oznaczają tego samego stanu rzeczy (choć w literaturze często te pojęcia są stosowane zamiennie), bowiem udziały większościowe występują wtedy, gdy stanowią więcej niż 50% kapitałów własnych a kontrolne oznaczają pakiet akcji wystarczający do realizacji kontroli nad przedsiębiorstwem⁴. Z kolei premia z tytułu kontroli powinna być rozumiana jako wartość korzyści wynikających z tytułu kontroli nad spółką natomiast termin premia akwizycyjna obejmuje zarówno premię z tytułu kontroli oraz wartość synergii⁵.

W konsekwencji Z.Ch. Mercer i T.W. Harms wyróżniają dwa poziomy wartości powyżej wartości przypisywanej nie płynnym akcjom, które stanowią własność udziałowców mniejszościowych i uważają, że tradycyjny podział na trzy poziomy wartości należy rozszerzyć o wartość kontroli strategicznej oraz wartość kontroli finansowej⁶:

- a) kontrola finansowa: wartość kontroli finansowej odzwierciedla nadwyżka, którą są skłonni zapłacić nabywcy w zamian za przejęcie kontroli nad biznesem. Nabywca finansowy w pierwszym rzędzie zainteresowany będzie wysoką stopą zwrotu z inwestycji, rentownością operacyjną biznesu oraz prognozowaną dynamiką jego rozwoju (finansowanego w dużej mierze długiem) a także potencjalnymi możliwościami odsprzedaży udziałów po wysokiej cenie;
- b) kontrola strategiczna: wartość kontroli strategicznej odzwierciedla nadwyżkę, która jest generowana w przypadku transakcji, w których pojawiają się korzyści

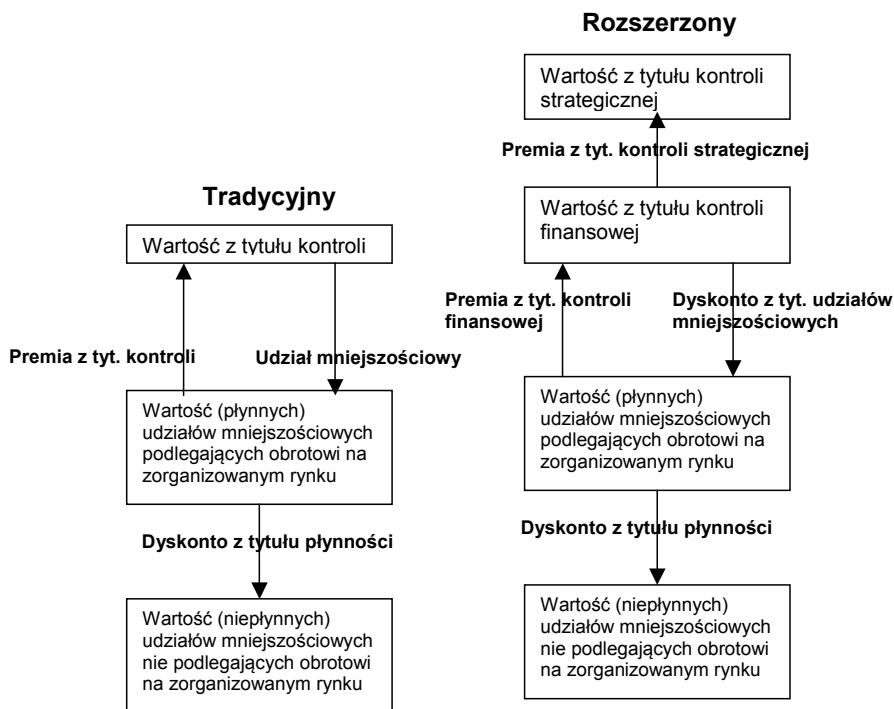
³ S.P. Pratt: *The Market Approach to Valuing Businesses*. John Wiley and Sons, 2006, s. 150.

⁴ D. Zarzecki: *Metody wyceny przedsiębiorstw*. Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999, s. 235.

⁵ S.P. Pratt: *Business Valuation – Discounts and Premium*. John Willey & Sons, Inc., New York 2001, s. 18.

⁶ Z.Ch. Mercer, T.W. Harms: *Business Valuation, An Integrated Theory*. John Willey & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey 2008, s. 69.

wynikające z tytułu synergii. Strategiczni nabywcy są skłonni zapłacić więcej niż nabywcy finansowi bowiem spodziewają się zrealizować korzyści wynikające z synergii, które z kolei zwiększą przyszłe przepływy gotówki.



Rys. 1. Poziomy wartości – podejście tradycyjne i rozszerzone

Źródło: Z.Ch. Mercer, T.W. Harms: *Business Valuation, An Integrated Theory*. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey 2008, s. 71.

Niejednokrotnie upraszczając przyjmuje się, iż premie płacone w przypadku transakcji fuzji i przejęć mogą stanowić szacunek skali dyskonta używanego do wyceny udziałów mniejszościowych. Niemniej jednak użyteczność obserwacji poczynionych w ten sposób jest ograniczona ze względu na różnorodność populacji transakcji analizowanych w przypadku badań dotyczących fuzji i przejęć. Wspomniana różnorodność wynika z różnic w poziomie przejmowanej kontroli, sektora gospodarki, terminu transakcji, koncentracji kontroli wśród akcjonariuszy wyzbywających się akcji, korzyści albo synergii możliwych do uzyskania przez kupującego, nastawienia kadry zarządzającej, braku lub leż istnienia konkurencyjnych ofert⁷.

⁷ S.P. Pratt: *Business Valuation...*, s. 20.

Uprawnienia wynikające z tytułu kontroli (prerogatywy kontroli)

Z własności udziałów większościowych wynikają między innymi następujące uprawnienia:

- określanie składu rady nadzorczej,
- nominowanie zarządu i ustalanie zasad wynagradzania zarządu,
- prowadzenie polityki dywidendowej (czy i na jakim poziomie wypłacać dywidendy),
- podejmowanie decyzji dot. debiutu na rynku publicznym oraz wycofaniu się z niego, a także kolejnych emisji akcji,
- zmiany w strukturze finansowania,
- przejmowanie innych podmiotów oraz dysponowanie aktywami przedsiębiorstwa,
- ustanawianie polityki i strategicznego kierunku rozwoju firmy,
- określanie kierunków oraz rodzaju inwestycji kapitałowych,
- sprzedaż pakietu kontrolnego z akceptacją lub też bez zgody udziałowców mniejszościowych,
- wyszukiwanie kandydatów do przejęcia,
- zawiązywanie aliansów strategicznych,
- określanie relacji z dostawcami,
- decyzje dotyczące sprzedaży przedsiębiorstwa,
- zdolność do likwidacji, dokapitalizowania biznesu etc.

Z powyższej listy wynika, iż udziały kontrolne dają znacznie większe prawa niż udziały mniejszościowe. Posiadacz udziałów kontrolnych może czerpać wielorakie korzyści z racji bezpośredniego wpływania na poziom i rozkład czasowy przepływów pieniężnych, w tym na sposób i terminy realizacji wydatków, które stanowią pożytki z tytułu własności. Przykładowo, zwiększenie wydatków reprezentacyjnych przez menedżera będącego jednocześnie dysponentem udziałów kontrolnych doprowadzi do – przy innych warunkach nie zmienionych – redukcji zysku dostępnego wszystkim udziałowcom. Analogiczne w skutkach będą podwyżki wynagrodzeń i wypłaty premii dysponowane przez posiadacza udziałów kontrolnych, a przeznaczone dla niego i osób bezpośrednio z nim związanych. W każdej z wymienionych sytuacji właściciel pakietu kontrolnego generuje korzyści kosztem udziałowców mniejszościowych.

W konsekwencji w przypadku wyceny udziałów większościowych powinny być dokonywane odpowiednie korekty strumienia przepływów pieniężnych o ponadstandardowe korzyści właścicieli, które obejmują nadwyżkę wynagrodzeń ponad wartości typowe dla zajmowanych stanowisk, dodatkowe pakiety kompensacyjne, pokrywanie różnych wydatków osobistych. Występowanie tych elementów powoduje wykazywanie nadwyżki pieniężnej niższej od rzeczywistej. Ponadstandardowe korzyści właścicieli są elementem nadwyżki generowanej przez dany biznes i w przypadku jego sprzedaży dysponuje nimi nabywca. Pominięcie ich prowadzi do nieuzasadnionego obniżenia wartości. Niejednoznaczne i nie-

poprawne określenie podstawy wyceny (udziały mniejszościowe lub udziały kontrolne) prowadzi do przypisania zawyżonych lub zaniżonych wartości wycenianym kapitałom.

Podsumowanie

Przejęcie kontroli nad spółkami publicznymi w Polsce może się odbyć w konsekwencji następujących zdarzeń:

- wezwania do sprzedaży akcji,
- przeprowadzenia transakcji pakietowych,
- sprzedaży nowej emisji akcji.

Dotychczasowe badania premii akwizycyjnej⁸ przeprowadzone na polskim rynku kapitałowym dotyczyły tylko pierwszej drogi przejęcia. Stąd istnieje uzasadniona potrzeba podjęcia próby ustalenia premii z tytułu kontroli dla wszystkich trzech form przejęć. W tym celu niezbędnym jest zidentyfikowanie transakcji, w których miało miejsce przejęcie kontroli oraz zebranie wymaganych informacji na temat spółek giełdowych, które były celem przejęcia. Następnym etapem jest stworzenie bazy danych transakcji na rynku prywatnym, oraz bazy transakcji fuzji i przejęć. Istotnym elementem tego etapu badań jest dokładne określenie kontekstu ekonomicznego zawieranych transakcji, tak aby uniknąć zakłóceń związanych z nietypowymi przypadkami (zmieniająca się w czasie sytuacja ekonomiczna podmiotów powoduje, że odległe w czasie transakcje stają się nieporównywalne, stąd konieczność wprowadzania korekt). Odpowiednio skorygowana baza, stanowiłaby punkt wyjścia do statystycznego pomiaru wielkości zjawiska oraz do określenia korelacji z innymi czynnikami (tj. jak wielkość stanowiącego przedmiot transakcji przedsiębiorstwa, wielkość samej transakcji czy ogólna sytuacja rynkowa w chwili jej zawierania). Otrzymane powinny być również skonfrontowane z wynikami podobnych analiz przeprowadzonych na innych rynkach kapitałowych. Kolejnym zaś kierunkiem poszukiwań naukowych powinno być zaproponowanie metody pomiaru premii za kontrolę na rynku polskim i zidentyfikowanie czynników wpływających na jej poziom. Obecny brak zaplecza w postaci teoretycznego opracowania tematu dyskont i premii z tytułu kontroli oraz wyników badań empirycznych skutkuje tym, że wyceny opracowywane przez polskich ekspertów są pozbawione kontekstu związanego z dyskontem i premią z tytułu kontroli oraz płynności rynkowej.

CONTROL PREMIUMS VERSUS MINORITY DISCOUNTS IN BUSINESS VALUATION – THE ESSENCE AND MEANING

Summary

Business valuation requires a clear definition of a standard of value. Despite of that there is a need to identify and potentially apply appropriate discounts and premiums. The primary discounts

⁸ W bardzo wielu przypadkach była ona mylnie nazywana premią z tytułu kontroli.

are entity-level discounts and discounts and premiums reflecting characteristics of ownership. The purpose of the paper is to present the overview of the discounts and emphasize their impact on the price. Moreover, an attempt was made to prove that it is inevitable to apply them while valuing Polish companies. The theoretical considerations are supported by empirical evidence. Due to a limited access to the data sets (the appropriate databases have not been gathered in Poland yet), the paper can be regarded as an introduction to a broader discussion and analysis of the entity-level discounts and premiums reflecting degree of control in an emerging market.