

Katarzyna Byrka-Kita

Premia z tytułu kontroli w wycenie przedsiębiorstw

Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 7, 421-431

2008

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

PREMIA Z TYTUŁU KONTROLI W WYCENIE PRZEDSIĘBIORSTW

Wprowadzenie

Właściwa wycena wartości przedsiębiorstwa jest jednym z kluczowych problemów we współczesnej teorii finansów. Wraz z ewolucją gospodarki i rozwojem metodologii wyceny przedsiębiorstw rośnie potrzeba uwzględniania w konstruowanych modelach wartości coraz większej liczby czynników. Zapotrzebowanie na narzędzia pozwalające efektywnie wyznaczać wartość podmiotu gospodarczego, w tym również dyskonta i premie, związane jest ze zdarzeniami takimi jak: transakcje kupna-sprzedaży akcji/udziałów na rynku publicznym oraz na rynku prywatnym, transakcje fuzji i przejęć, prywatyzacje przedsiębiorstw państwowych, rozstrzyganie 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 czynników związanych ze specyficzną sytuacją, w której dochodzi do transakcji. Obok określenia standardu wartości oraz przyjęcia odpowiedniego modelu wyceny bardzo istotne jest pytanie, czy wyceniane akcje bądź udziały są:

- a) akcjami bądź udziałami większościowymi, a jeśli nie, to czy istnieje pakiet kontrolny (czy jakikolwiek podmiot jest w posiadaniu ponad 50% akcji bądź udziałów)?
- b) czy są to akcje na okaziciela, czy imienne (uprzywilejowane)?

c) czy są to akcje dopuszczone do obrotu na rynku zorganizowanym, tj. giełdzie papierów wartościowych (czy dany walor jest płynny)?

Powyższe pytania dotyczą dwóch, bardzo istotnych z punktu widzenia wyceny udziałów przedsiębiorstwa, zagadnień: wartości kontroli nad spółką oraz płynności. W zależności od odpowiedzi na powyższe pytania wartość wycenianego przedsiębiorstwa, wyliczona zgodnie z bazową metodologią, powinna być korygowana. Do korekty bazowych wyników wyceny służą dyskonta i premie. Dyskonta obniżają wartość bieżącą (zwiększają ryzyko i oczekiwaną stopę zwrotu), natomiast premie zwiększają ją (zmniejszają ryzyko i oczekiwaną stopę zwrotu).

Dyskonta i premie są przedmiotem wielu sporów zarówno w sferze praktyki, jak i teorii wyceny przedsiębiorstw, między innymi dlatego, że ich wpływ na wartość jest potencjalnie bardzo duży, a jednocześnie na polskim rynku nie przeprowadzono dotychczas kompleksowych badań empirycznych pozwalających określić ich skalę. Kolejny problem to fakt, iż polska literatura poświęcona tym zagadnieniom jest bardzo uboga. Brakuje opracowań naukowych analizujących kwestię występowania premii i dyskonta z tytułu kontroli oraz płynności na polskim rynku. Zagadnienia te pojawiają się najczęściej w kontekście rozważań na temat fuzji i przejęć oraz dochodowych metod wyceny. Brak zaplecza w postaci teoretycznego opracowania tematu oraz wyników badań empirycznych powoduje, że wyceny opracowywane przez polskich ekspertów są w większości przypadków pozbawione kontekstu związanego z dyskontem i premią z tytułu kontroli oraz płynności rynkowej.

1. Znaczenie premii z tytułu kontroli

W wycenie przedsiębiorstw fundamentalne znaczenie przypisuje się określeniu standardu wartości, poprzez którego określenie udziela się odpowiedzi na pytanie: wartość dla kogo? Kluczowe znaczenie ma również sformułowanie tzw. podstawowego założenia dotyczącego wyceny, wskazującego, czy dany biznes postrzegany jest jako kontynuujący działalność (zasada *going concern*), czy też jako podmiot w likwidacji. W tym drugim przypadku można mówić o kilku formach upłynnienia aktywów firmy – sprzedając ją w całości, w wyodrębnionych (zorganizowanych) częściach lub wręcz pojedynczo.

Obok określenia standardu wartości oraz podstawowego założenia dotyczącego wyceny bardzo ważne jest ustalenie, czy wyceniane akcje (udziały) są akcjami większościowymi, czy też mniejszościowymi, oraz czy mamy do czynienia z akcjami

będącymi przedmiotem obrotu na zorganizowanym rynku, czy też są to akcje o ograniczonej płynności lub takie, którymi wcześniej nie handlowano w ogóle.

S.P. Pratt grupuje dyskonta i premie według dwóch podstawowych kategorii¹:

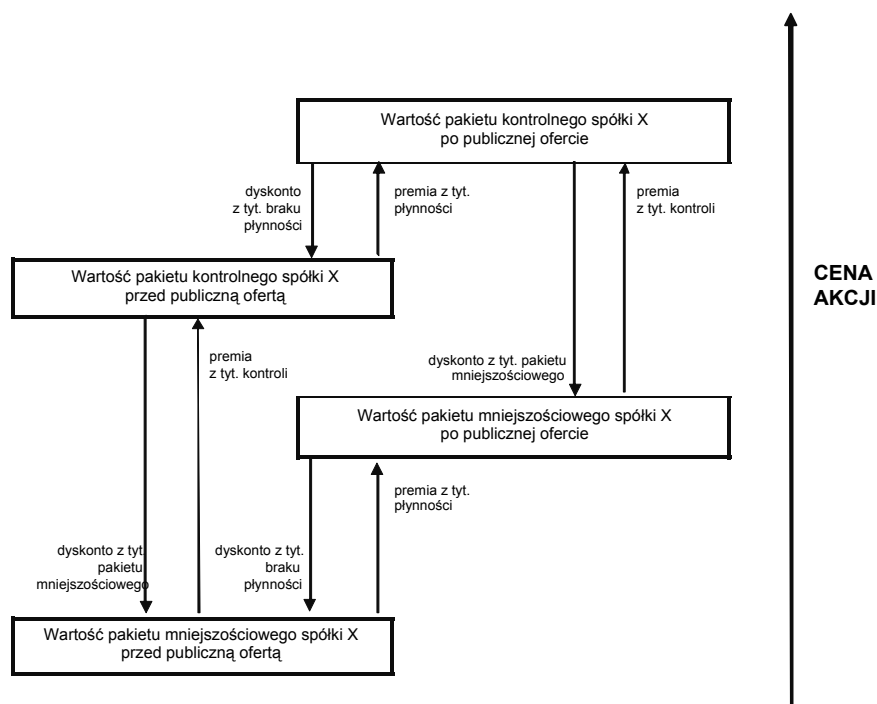
- dyskonta i premie, które odnoszą się do biznesu jako całości (*entity-level discounts*),
- dyskonta i premie, które odnoszą się do wartości względem struktury własnościowej (*discounts and premium reflecting characteristics of ownership*).

W pierwszej grupie znajdują się dyskonta i premie związane z takimi czynnikami, jak: uzależnienie przedsiębiorstwa od kluczowej osoby (np. głównego menedżera czy właściciela), występowanie potencjalnego zagrożenia środowiskowego (np. w przypadku zakładów chemicznych) czy zbyt duża koncentracja kontrahentów. Druga grupa to dyskonta i premie związane z wartością przedsiębiorstwa dla właścicieli. Oprócz czynników finansowo-ekonomicznych wartość ta zależy od korzyści lub zagrożeń wynikających ze struktury własnościowej (posiadane udziały mogą być mniejszościowe bądź kontrolne) oraz od potencjalnej możliwości upłynnienia posiadanych udziałów przedsiębiorstwa. Stąd wycena udziałów w spółce powinna zawsze odbywać się z uwzględnieniem kontekstu związanego z kontrolą oraz płynnością (rys. 1). Istotność tego faktu potwierdzają badania m.in. S. Pratta, J. Emory'ego, C.Z. Mercera, R. Ibbotsona, Mergerstat Review, Willamette Associates oraz Valuation Associates LLC, przeprowadzone w USA.

Podstawowa różnica pomiędzy udziałami kontrolnymi (*controlling interest*) a udziałami mniejszościowymi (*minority interest*) sprowadza się do tego, że wartość tych pierwszych jest większa. Wyjaśnienie i obliczenie różnic między tymi dwoma wartościami należy do kluczowych kwestii łączących się z wyceną przedsiębiorstw, natomiast podstawowy wachlarz narzędzi służących wycenie przedsiębiorstw nie reguluje w żaden sposób wpływu tych czynników na osiągnięty szacunek wartości firmy. Udziały kontrolne w biznesie można określić jako blok akcji wystarczających do realizacji kontroli nad tym biznesem. Mimo iż terminy „większościowy” i „kontrolny” nie są ze sobą tożsame, w praktyce traktowane są jako synonimy. Bardzo istotną kwestią jest również to, iż w odniesieniu do premii za kontrolę wyróżnia się dwa poziomy kontroli. Istnieje różnica pomiędzy posiadaniem większości udziałów a posiadaniem 100% udziałów. W przypadku gdy posiadający pakiet większościowy udziałowiec posiada mniej niż 100% udziałów, musi się

¹ S.P. Pratt, *Business Valuation: Discounts and Premium*, John Wiley & Sons INC, New York 2001, s. 3.

Rys. 1. Poziomy wartości



Źródło: J. Lasota, *Dyskonta i premia z tytułu płynności rynkowej w wycenie przedsiębiorstw*, praca magisterska napisana pod kierunkiem: prof. zw. dr. hab. Waldemara Tarczyńskiego, s. 52.

liczyć z pewnymi prerogatywami, jakimi dysponują udziałowcy mniejszościowi. Stąd poziom kontroli ma wpływ na wielkość premii (dyskonta z tytułu kontroli). Z kolei udziały mniejszościowe występują wówczas, gdy nie ma kontroli nad biznesem, a udziały stanowią mniej niż 50% kapitałów własnych. Można mówić o prawnych i praktycznych różnicach między własnością udziałów większościowych a własnością udziałów mniejszościowych. Z własności udziałów większościowych wynikają między innymi następujące uprawnienia:

- określanie składu rady nadzorczej,
- nominowanie zarządu i ustalanie zasad wynagradzania zarządu,
- deklarowanie i wypłata dywidend,
- przejmowanie innych podmiotów oraz dysponowanie aktywami przedsiębiorstwa,
- ustanawianie polityki i strategicznego kierunku rozwoju firmy,
- 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 spowoduje – przy innych warunkach nie zmienionych – redukcję zysku dostępnego wszystkim udziałowcom. Główny właściciel osiągnie korzyść kosztem udziałowców mniejszościowych. Analogiczny rezultat dają podwyżki wynagrodzeń i wypłaty różnych premii zadecydowane przez posiadacza udziałów kontrolnych, a przeznaczone dla niego i osób bezpośrednio z nim związanych.

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, obiektywnie rzecz biorąc, elementem nadwyżki wygenerowanej przez dany biznes i w przypadku jego sprzedaży przejdą na nabywcę. Ich pominięcie spowodowałoby niedoszacowanie wartości. Nieporozumienia związane z jednoznacznym i poprawnym określeniem podstawy wyceny (udziały mniejszościowe lub udziały kontrolne) mogą prowadzić do przypisania zawyżonych lub zaniżonych wartości wycenianym kapitałom.

Z punktu widzenia praktyki wyceny wyróżnia się trzy rodzaje wartości:

- wartość udziałów kontrolnych,
- wartość udziałów mniejszościowych będących przedmiotem obrotu,
- wartość udziałów mniejszościowych nie będących przedmiotem obrotu.

Wartość udziałów kontrolnych reprezentuje wartość przedsiębiorstwa jako całości. Ich wycena powinna obejmować prawa, ryzyko i pożytki z tytułu posiadania władzy w danym biznesie. W tym kontekście udziały kontrolne w przedsiębiorstwie traktowane są jako udziały, które są przedmiotem obrotu rynkowego, i dlatego nie ma potrzeby zastosowania dyskonta z tytułu nieuczestniczenia w ob-

rocie rynkowym (niektórzy analitycy stosują pewne dyskonto odzwierciedlające koszty pośrednictwa ponoszone przy zawieraniu przedmiotowej transakcji i inne czynniki mające wpływ na kontrolę wartości). Wartość udziałów kontrolnych można wyznaczyć dwoma sposobami:

- a) bezpośrednio – przez odniesienie do rzeczywistych transakcji prowadzących do zmiany udziałów kontrolnych w porównywalnych spółkach;
- b) pośrednio – przez odniesienie do wyceny udziałów mniejszościowych będących przedmiotem obrotu i zastosowanie premii z tytułu kontroli.

Wartość udziałów mniejszościowych będących przedmiotem obrotu to wartość udziałów, którymi się swobodnie handluje na zorganizowanym rynku. Innymi słowy, wycena nie obejmuje elementów, które są związane z kontrolą nad spółką, jednocześnie nie ma żadnego dyskonta z tytułu braku płynności.

Wartość udziałów mniejszościowych będących przedmiotem obrotu można wyznaczyć dwoma sposobami:

- a) bezpośrednio – przez odniesienie do rzeczywistych transakcji obrotu akcjami porównywalnych spółek publicznych lub zastosowanie metodologii określających stopy kapitalizacji na podstawie szacunku żądanych stóp zwrotu w relacji do stóp z rynku;
- b) pośrednio – przez odniesienie do rzeczywistych transakcji prowadzących do sprzedaży udziałów kontrolnych w porównywalnych spółkach i zastosowanie dyskonta z tytułu udziałów mniejszościowych.

Podsumowując, dyskonto z tytułu udziałów mniejszościowych oraz premia z tytułu udziałów kontrolnych odnoszą się do już ustalonej wartości. W pierwszym przypadku następuje odpowiednia redukcja wartości, natomiast w drugim jej zwiększenie. W polskiej praktyce dotychczas nie wyróżniano udziałów kontrolnych i mniejszościowych, szacując jedną, niedookreśloną wartość wycenianego podmiotu. Mając na względzie istotne różnice w prawach właścicieli udziałów kontrolnych i mniejszościowych, można stwierdzić, że nie jest to sytuacja właściwa. Wycena powinna uwzględniać jakościowe różnice w udziałach, mają one bowiem duży wpływ na ich rzeczywistą wartość. Kolejną kwestią jest to, iż wielkość premii (dyskonta) jako takiej jest wysoka – przekracza 50% wartości bazowej. Niemniej jednak w konkretnych przypadkach bądź sytuacjach może być ona wyższa lub niższa.

2. Istniejący stan wiedzy w zakresie premii z tytułu kontroli

W literaturze z zakresu finansów przedsiębiorstw premia z tytułu kontroli określana jest jako premia ponad wartość wewnętrzną spółki, która teoretycznie powinna wystąpić w przypadku transakcji dotyczących pakietów akcji pozwalających przejąć kontrolę nad danym podmiotem. Natomiast stosunkowo niedawno (Levy, 1983, Lease, McConnell i Mikkelsen, 1983) podjęto statystyczną próbę kwantyfikacji wartości tychże prywatnych korzyści z tytułu kontroli.

Wśród licznych przyczyn niepowodzenia przeprowadzonych transakcji fuzji i przejęć w ostatnich latach wymienia się zbyt wysoką cenę. W dużej mierze jej uzasadnienie oczekiwanymi efektami synergii wydaje się racjonalne – spółki oferenci płacą premię za przejęcie kontroli nad innym podmiotem, tj. nadwyżkę ponad wartość rynkową przedsiębiorstwa, zakładając, że wygenerowane w przyszłości nadwyżki co najmniej pokryją ten wydatek. W momencie zawierania transakcji pytanie, ile powinna wynosić premia za przejęcie kontroli, pozostaje bez jednoznacznej odpowiedzi. Po połączeniu, a następnie integracji, gdy wiadomo, że wyniki odbiegają od spodziewanych efektów, można już ocenić, czy premia była zbyt wysoka.

Premia za przejęcie kontroli z ekonomicznego punktu widzenia musi mieć swoje granice. W literaturze przedstawia się jej możliwe wartości w trzech przedziałach:

1. Minimalna premia to 15%. Tyle wymaga się, aby transakcja doszła do skutku. Wartość premii poniżej 15% stanowić mogłoby zbyt niską motywację do pozbycia się akcji dla akcjonariuszy spółki-celu.
2. Umiarkowana premia to przedział od 15% do 40%. Nawet maksymalna wartość zamykająca ten przedział może być racjonalna, gdy rzeczywiście spodziewane efekty synergii są wysokie i mocno udokumentowane.
3. Ryzykowna premia to wartość powyżej 40%. Wartość premii powyżej poziomu umiarkowanego może skutkować dużym ryzykiem niepowodzenia transakcji, jednak jej wartość w szczególnych przypadkach może być uzasadniona, np. gdy dochodzi do połączenia dwóch unikatowych podmiotów, których efektem będzie duży efekt synergii.

W latach osiemdziesiątych, kiedy większość transakcji przejęć była finansowana kapitałami obcymi, w szczególności obligacjami śmieciowymi, średnia premia za przejęcie kontroli kształtowała się na poziomie 40%. Przeprowadzone na przestrzeni lat badania premii z tytułu kontroli na rynkach rozwiniętych wska-

zują, że jej wartość jest bardzo zróżnicowana i niejednokrotnie wykazuje tendencję rosnącą. Badania premii za kontrolę przeprowadzone w USA przez zespoły Lease, McConnell, Mikkelson (1983) DeAngelo i DeAngelo (1985), Doidge (2003) wskazały na bardzo niski poziom premii od 5,4% do 8%. Natomiast wnioski z badań S. Pratta oraz Mergerstat Review są biegunowo różne, ukazują bowiem, że przejęcia pakietów większościowych odbywają się zwykle po cenach znacznie wyższych od cen rynkowych. Średnia premia z tytułu kontroli dla wszystkich przebadanych transakcji z 2000 roku wyniosła 48,9%².

Tabela 1. Wyniki badań nad dyskontem/premią z tytułu kontroli (minority interests and control premium)

Premia w transakcjach dot. pakietu kontrolnego (%)				
1996	1997	1998	1999	2000
36,6	36,7	35,9	46,1	48,9

Źródło: Mergerstat Review 2001.

Z kolei wyniki badań nad premią za kontrolę przeprowadzone przez Zingalesa (1994) na włoskim rynku kapitałowym wskazywały, iż kształtuje się ona średnio na poziomie 80%. Niemalże równie wysoki średni poziom premii (74%) uzyskał Biger (1991) w badaniach na rynku izraelskim, natomiast wyniki analiz jego poprzednika Levy'ego (1982) są odmienne – średnia wartość premii wyniosła 45%. W Szwecji Rydkvist (1996) wykazał, iż premia za kontrolę kształtowała się na poziomie 12%, w Wielkiej Brytanii (Megginson, 1990) – 13,3%, w Szwajcarii (Horner, 1988, Kunz i Angel, 1996) – odpowiednio 10% i 18%.

Na polskim rynku kapitałowym również podjęto kilka prób pomiaru premii z tytułu kontroli dla ogłoszonych wezwań do sprzedaży akcji. M. Lewandowski (2001) zbadał średnie i mediany premii, uzyskując wyniki na znacznie niższym poziomie niż na rynkach rozwiniętych (mediana od 2,74% do 25,25%, średnia od 4,99% do 17,78%). M. Michalewski i Z. Palica (2006) dla większej liczby wezwań uzyskali w badanym okresie średnią wartość premii na poziomie 10,1% wobec kursu w dniu ogłoszenia oraz 16,22% wobec kursu na 4 tygodnie przed ogłoszeniem wezwania. Ponadto problem premii z tytułu kontroli na polskim rynku kapitałowym w swoich publikacjach poruszali G. Piecek i M. Buszko. Ostatni z wymienionych autorów analizował wartość premii dla sektora bankowego.

² Mergerstat Review 2001.

3. Metody pomiaru premii z tytułu kontroli

W literaturze przedmiotu przedstawiane są dwie główne metody pomiaru premii z tytułu kontroli, gdzie odpowiednio:

- a) wartość premii za kontrolę stanowi różnicę pomiędzy rynkowymi cenami akcji o różnych prawach głosu, jest to tzw. analiza dwóch rodzajów klas akcji (*Dual-class Shares Analysis*);
- b) wartość premii za kontrolę jest różnicą pomiędzy ceną zapłaconą za pakiet kontrolny a ceną rynkową tych samych akcji w okresie po ogłoszeniu transakcji.

Pierwsza metoda była stosowana na rynkach rozwiniętych, gdzie możliwe było sklasyfikowanie akcji i ustalenie ich wartości rynkowej. W przypadku wschodzących rynków kapitałowych, także badań przeprowadzonych na polskim rynku – ze względu na trudności związane ze sklasyfikowaniem akcji – stosowano zwykle drugą procedurę.

Przedstawione w literaturze przez różnych badaczy metodologie pomiaru premii z tytułu kontroli ukazują różnorodne podejścia do kwestii okna analizy premii. W licznych przypadkach premia jest ustalana w porównaniu do ceny rynkowej akcji w dniu ogłoszenia transakcji. Niejednokrotnie jej wartość to wyniki relacji do okresu 4 tygodni przed publicznym ogłoszeniem oferty przejęcia. W badaniach dotyczących włoskiego rynku M. Massami, V. Monge, L. Zanetti (2004) analizują premię z tytułu kontroli w porównaniu do ceny po dwóch dniach po ogłoszeniu oraz po dziesięciu dniach po zamknięciu oferty przejęcia. W ostatnich z wymienionych badań autorzy proponują pomiar surowej premii oraz premii znormalizowanej wartością kapitału firmy. Jednocześnie wskazują oni na możliwość wystąpienia potencjalnych zakłóceń cen:

1. W większości krajów, transakcje związane ze zmianą udziałowca większościowego podlegają ścisłym procedurom prawnym, które prowadzą do zniekształcania cen. Problem ten występuje właśnie we Włoszech, gdzie tzw. „czyste” transakcje przejęć, które odbywają się tylko za pośrednictwem rynku (negocjowane ceny nie podlegają procedurom prawnym), należą do zdecydowanej mniejszości (Dyck i Zingales, 2004, Nicodano, 2000).
2. Wartość transakcji pakietowych (nie związanych z transferem prerogatyw kontroli) również może podlegać zniekształceniom wynikającym z przepisów prawa, które mogą powodować konieczność ogłaszania przez udziałowca wezwań do sprzedaży w przypadku osiągnięcia przez niego określo-

nego w prawie poziomym udziałów. Ograniczenia w zawieraniu transakcji pakietowych wynikają z faktu, iż wiele spółek zarządzanych jest przez sojusze udziałowców mniejszościowych. Transakcje polegające na zmianach właścicieli znaczących pakietów udziałów mogą prowadzić do zmian w strukturze własności w sposób uniemożliwiający takim sojuszom wpływanie na losy spółek.

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 z tytułu przejęcia kontroli 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 niezbędne byłoby w pierwszej kolejności zidentyfikowanie transakcji, w których miało miejsce przejęcie kontroli, oraz zebranie wymaganych informacji na temat spółek giełdowych, które były celem przejęcia. Następnym etapem byłoby 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 (jak np. wielkość stanowiącego przedmiot transakcji przedsiębiorstwa, wielkość samej transakcji czy ogólna sytuacja rynkowa w chwili jej zawierania). Otrzymane wyniki 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.

MINORITY DISCOUNTS AND CONTROL PREMIUMS IN BUSINESS VALUATION

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 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.

Translated by Katarzyna Byrka-Kita