

**Katarzyna Byrka-Kita**

Uniwersytet Szczeciński

---

**METODOLOGIA BADANIA PREMII  
Z TYTUŁU KONTROLI W SPÓŁKACH PUBLICZNYCH**

---

**Streszczenie:** Celem niniejszej pracy jest przedstawienie fundamentalnych założeń odnoszących się do dywersyfikacji. Badania przeprowadzone w Polsce wskazują, że poziom koncentracji własności i kontroli w spółkach notowanych na GPW na koniec 2000 r. był wysoki i zbliżony do poziomu obserwowanym dla dużej części rynków kapitałowych krajów Europy kontynentalnej. We współczesnej literaturze dotyczącej nadzoru korporacyjnego coraz więcej uwagi poświęca się konfliktowi interesów pomiędzy udziałowcami większościowymi i mniejszościowymi.

## 1. Wstęp

Jedno z podstawowych założeń współczesnej teorii finansów dotyczy rozproszenia własności w spółkach publicznych oraz tego, że wszyscy właściciele otrzymują takie samo wynagrodzenie, proporcjonalnie do udziału w strukturze własności. Kolejne z fundamentalnych założeń odnosi się do dywersyfikacji. Model Wyceny Aktywów Kapitałowych oparty został między innymi na przesłance, że inwestorzy dywersyfikują swoje aktywa w celu eliminacji ryzyka specyficznego. W konsekwencji tych poglądów pojawia się pytanie, dlaczego ktokolwiek miałby zrezygnować z korzyści wynikających z dywersyfikacji i alokować większość swoich funduszy w akcjach pojedynczej firmy. Jednocześnie statystyki wskazują na zgoła odmienne zjawisko – z badań przeprowadzonych przez European Corporate Governance Network wynika, że w Austrii największy inwestor posiada przeciętnie 82,2% udziału we własności, w Niemczech ponad 85% publicznych spółek akcyjnych posiada dominującego inwestora kontrolującego przynajmniej 25% głosów na walnym zgromadzeniu, natomiast we Włoszech mediana udziału pierwszego, największego akcjonariusza wynosi 51%. W przypadku korporacji holenderskich, francuskich, hiszpańskich i szwedzkich wartość mediany dla największego akcjonariusza wynosi odpowiednio 43,5, 20, 34,5 i 34,9% [Popławski]. Z kolei ba-

dania przeprowadzone przez P. Tamowicza i M. Dzierżanowskiego<sup>1</sup> w Polsce wskazują, że poziom koncentracji własności i kontroli w spółkach notowanych na GPW na koniec 2000 r. był wysoki i zbieżny z poziomem obserwowanym dla dużej części rynków kapitałowych krajów Europy kontynentalnej [Tamowicz, Dzierżanowski 2002]:

- 161 spółek (76,7%) posiadało akcjonariusza dysponującego pakietem akcji uprawniającym do wykonywania ponad 25% głosów na WZA,
- 75 spółek (35,7%) posiadało akcjonariusza dysponującego ponad 50% głosów na WZA,
- mediana udziału w kontroli dla największego akcjonariusza wynosiła 39,5% głosów na WZA (37,2% dla udziału we własności).

Również w latach 2001–2004 wśród spółek publicznych nie było ani jednej spółki, która posiadałaby całkowicie rozproszony akcjonariat [Wajda 2006].

W konsekwencji tych przekonań we współczesnej literaturze dotyczącej nadzoru korporacyjnego coraz to więcej uwagi poświęca się konfliktowi interesów pomiędzy udziałowcami większościowymi i mniejszościowymi. Korzyści generowane przez właścicieli pakietów kontrolnych mogą przyjąć zarówno postać pieniężną (tzw. tunelowanie – przekazywanie funduszy firmy do rąk właścicieli pakietów kontrolnych, *transfer pricing*, osłabienie inwestycji w kapitał ludzki, wykorzystywanie poufnych informacji, wysokie wynagrodzenia, gwarancje pożyczek), jak i niepieniężną (zwiększanie prestiżu społecznego poprzez wspieranie działań na rzecz społeczności, promocja członków rodziny, rozgłos). Skala tychże korzyści jest na tyle znacząca, że znajduje odzwierciedlenie w cenach płaconych za akcje w transakcjach pakietowych, na skutek zawarcia których dochodzi do zmiany podmiotu kontrolującego spółkę. Innymi słowy, nabywca płaci premię powyżej ceny rynkowej akcji, tym samym kompensując sprzedawcy utratę prywatnych korzyści z tytułu kontroli.

Należy tu również podkreślić, że pomimo swojego znaczenia istnieje stosunkowo niewiele analiz empirycznych, które podejmowałyby próbę oszacowania skali prywatnych korzyści z kontroli, a jeszcze mniej badań dotyczy czynników, które determinowałyby ich poziom. Najczęściej przytaczane w literaturze są wnioski wysnute przez Nenovę [Nenova 2003] oraz La Portę i in. [La Porta, De-Silanes, Shleifer, Vishny 1997], których zdaniem premia z tytułu kontroli jest ściśle powiązana ze stopniem ochrony udziałowców mniejszościowych oraz poziomem rozwoju rynku finansowego – innymi słowy, im bardziej chronione (i egzekwowane) są prawa udziałowców mniejszościowych i im lepiej rozwinięty jest rynek finansowy, tym niższe są prywatne korzyści z kontroli. Należy jednak pamiętać, że ze względu na swój charakter prywatne korzyści z tytułu kontroli są trudne do zaobserwowania

---

<sup>1</sup> Analiza obejmuje 210 podmiotów niefinansowych: 190 spółek notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych (GPW) i 20 podmiotów notowanych na rynku pozagieldowym.

oraz precyzyjnego oszacowania dla wszystkich poza podmiotem kontrolującym – gdyby było odwrotnie i byłyby one możliwe do zweryfikowania oraz udokumentowania w sądzie, udziałowcy mniejszościowi byłiby w stanie ograniczać je w skuteczny sposób [Dyck, Zingales 2004].

## 2. Przegląd definicji

W literaturze poświęconej finansom przedsiębiorstw premia z tytułu kontroli często jest rozumiana jako premia ponad wartość wewnętrzną firmy, płaconą podczas transakcji, w efekcie których następuje transfer kontroli nad firmą [Massari, Monge, Zanetti 2006]. Z kolei International Glossary of Business Valuation Terms 2001 definiuje premię z tytułu kontroli w sposób bardzo ogólny – jest to kwota (wyrażona w wartościach absolutnych lub procentowych) odzwierciedlająca skalę/siłę kontroli nad biznesem, o którą proporcjonalnie zwiększana jest wartość udziałów kontrolnych w porównaniu z udziałami mniejszościowymi w przedsiębiorstwie. Natomiast Barclay i Holderness uważają, że różnica pomiędzy ceną pojedynczej akcji sprzedawanej w ramach transakcji blokowej i ceną akcji sprzedawanej na rynku stanowi odzwierciedlenie dochodów generowanych przez właściciela pakietu kontrolnego, a tym samym prywatnych korzyści z kontroli. Ich zdaniem sprowadzają się one przede wszystkim do trudnej do zweryfikowania konsumpcji oraz realizacji korzyści z podejmowanych inwestycji, które to wynikają z możliwości wpływania na decyzje dotyczące alokacji zasobów przedsiębiorstwa [Barclay, Holderness 1989]. Z. Mercer i T. 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 finansowej [Mercer, Harms 2008]:

- 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 jest 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;
- kontrola strategiczna: wartość kontroli strategicznej odzwierciedla nadwyżkę generowaną w przypadku transakcji, w których pojawiają się korzyści 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.

Niejednokrotnie upraszczając, przyjmuje się, że premie płacone w przypadku transakcji fuzji i przejęć mogą stanowić szacunek skali dyskonta używanego do wyceny udziałów mniejszościowych. Niemniej jednak użyteczność obserwacji po-

czynionych w ten sposób jest ograniczona ze względu na różnorodność populacji transakcji analizowanych w przypadku badań dotyczących fuzji i przejęć. Wspomniana wielorakość 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 też istnienia konkurencyjnych ofert [Pratt 2001]. Chyba najbardziej wyczerpujące studium nad definicjami premii z tytułu kontroli przeprowadzili Ehrhardt i Nowak, którzy analizują prywatne korzyści z tytułu kontroli w dwóch płaszczyznach – pieniężnej oraz możliwości ich transferowania [Ehrhardt, Nowak 2003].

**Tabela 1.** Typologia prywatnych korzyści z tytułu kontroli

	Niska	Pieniężne „Tunneling”	Niepieniężne
	Możliwość transferowania		<b>I. Transakcje z samym sobą (<i>self-dealing</i>)</b> – wygórowane wynagrodzenia (powyżej średnich rynkowych) – przekazanie zasobów – transfer aktywów poniżej cen rynkowych – udzielanie tanich pożyczek oraz gwarancji
		<b>II. Obniżanie wartości:</b> – transakcje akcjami danej spółki dokonywane przez osoby mające dostęp do informacji niejawnych ( <i>insider trading</i> ) – ukryte (pełzające) przejęcia ( <i>creeping acquisitions</i> ) – działania podejmowane przez podmiot kontrolujący w celu eliminacji udziałowców mniejszościowych ( <i>freeze-out and squeeze-out</i> )	<b>IV. Reputacja</b> – pozycja społeczna – tradycje rodzinne – promowanie członków rodziny – kontakty osobiste
	Wysoka	– emisja akcji po obniżonej cenie	

Źródło: [Ehrhardt, Nowak 2003].

Podsumowując, trudno nie zgodzić się z opinią Dycka i Zingalesa, którzy uważają, że system prawny, środki masowego przekazu oraz sprawny system kontroli podatkowej w znaczący sposób ograniczają korzyści z tytułu kontroli, niemniej jednak nie sposób ich całkowicie wyplenić, bowiem są powszechnie akceptowane jako zło konieczne [Dyck, Zingales 2004].

### 3. Rodzaje metodologii

Prywatne korzyści z tytułu kontroli, a tym samym premia z tytułu kontroli, nie mogą być mierzone w sposób bezpośredni. Jak już wspomniano, tylko i wyłącznie w sytuacji gdy podmiot przejmujący kontrolę jest przekonany, że udowodnienie istnienia

tychże prywatnych korzyści z tytułu kontroli jest bardzo trudne lub niemożliwe, jest on skłonny do zapłacenia za nie. Innymi słowy, jeśli skala i źródła przepływów z tytułu kontroli byłyby łatwe do kwantyfikowania, wówczas akcjonariusze mniejszościowi nie dopuściliby do ich powstania. W literaturze z obszaru finansów są prezentowane dwa podejścia do ilościowego ujęcia wartości premii z tytułu kontroli:

- pierwsza metoda koncentruje się na firmach z dwoma rodzajami akcji i wnioskuje o wartości premii z tytułu kontroli na podstawie różnicy między cenami rynkowymi akcji różniących się pod względem prawa do głosowania [Levy 1983; Lease, McConnell i Mikkelsen 1983; Zingales 1994; Nenova 2003; Doidge 2003];
- drugie podejście szacuje wartość kontroli jako różnicę pomiędzy ceną płaconą za pakiet kontrolny akcji a ceną rynkową tej samej akcji po ogłoszeniu transakcji [Barclay i Holderness 1989; Dyck i Zingales 2004; Massari, Monge, Zanetti 2006]. W ramach tego nurtu pojawiają się również prace, takie jak Zweibela [1995] oraz Nicodano [2000].

Przeprowadzenie badań na podstawie pierwszego z wymienionych podejść jest możliwe tylko i wyłącznie w sytuacji gdy przedmiotem obrotu na giełdzie są przynajmniej dwa rodzaje akcji tej samej spółki, charakteryzujące się różną liczbą głosów przypadających na jedną akcję w porównaniu z udziałem w kapitale oraz prawach majątkowych (*cash flow rights*). Kolejnym warunkiem koniecznym do prowadzenia tego typu analiz jest to, aby w danym momencie obydwie rodzaje akcji były przedmiotem obrotu na rynku, a także by było możliwe sklasyfikowanie tychże akcji oraz ustalenie ich wartości rynkowej. Oprócz tego akcje (*limited voting stock*), których właścicielom przysługuje ograniczone prawo głosu, czyli uprawniające do wykonywania prawa głosu w mniejszym stopniu niż z akcji zwykłej (ale niewyłączające w całości prawa głosu), nie mogą być konwertowane na akcje uprzywilejowane (*multiple-voting class*). Opcja konwersji w odwrotnym kierunku jest dopuszczalna, bowiem akcje uprzywilejowane zazwyczaj sprzedawane są z premią, więc możliwość zamiany na akcje o ograniczonym prawie głosu ma charakter opcji poza ceną, czyli jest *out-of-the-money* (brak tzw. wartości wewnętrznej, ang. *intrinsic value*, ponieważ ich natychmiastowa realizacja przyniosłaby nabywcy stratę). Kolejny warunek dotyczy wypłaty dywidend – do żadnego z rodzajów akcji nie może być przypisany obowiązek wypłaty dywidend na stałym poziomie, a ponadto nie mogą to być ani akcje umarzalne, ani akcje z opcją wykupu na żądanie emitenta (*callable shares*). Jak już wspomniano, zastosowanie pierwszej z metod jest uzależnione od istnienia dwóch klas akcji i obrotu nimi oraz opiera się na założeniu, że premia cenowa akcji uprzywilejowanych pod względem prawa głosu ma swoje źródło w ewentualnej przyszłej rywalizacji o kontrolę w spółce. W warunkach walki o kontrolę cena akcji uprzywilejowanych pod względem prawa głosu rośnie. W konsekwencji tego wzrostu cena akcji uprzywilejowanych pod względem prawa głosu zależy od: prawdopodobieństwa wystąpienia rywalizacji o kontrolę w spółce oraz premii, którą kupujący będzie musiał zapłacić,

chcąc przejąć kontrolę [Zingales 1995]. Znaczenie każdego z wymienionych czynników zależy od strategicznej siły [Zingales 1994] mniejszościowych pakietów akcji, mierzonej za pomocą klasycznej metody podziału wygranej, jaką jest wartość Shapleya, która służy do sumowania siły graczy zgrupowanych w różnych koalicjach. Wartość Shapleya głosów będących w dyspozycji udziałowców mniejszościowych stanowi odzwierciedlenie skali kontroli znajdującej się w ich dyspozycji i jest również określana jako miara użyteczności poszczególnych graczy w grze. Wartość Shapleya w kontekście pomiaru premii z tytułu kontroli jest postrzegana również jako prawdopodobieństwo tego, że głosy właścicieli pakietów mniejszościowych staną się decydujące w trakcie losowego procesu tworzenia koalicji. Badania empiryczne, przeprowadzone przez Zingalesa [Zingales 1994] oraz Chunga i Kima [Chung, Kim 1999], potwierdzają istnienie związku pomiędzy wartością Shapleya głosów znajdujących się w dyspozycji udziałowców mniejszościowych a premią cenową odnotowywaną w przypadku akcji uprzywilejowanych co do prawa głosu. Słabością opisywanej metody jest to, że dostarcza rezultatu w postaci szacunku średniej wartości prywatnych korzyści z kontroli oszacowanych na podstawie transakcji z danej próby. Dodatkowo według Benosa i Weisbacha zastosowanie tego podejścia może prowadzić do zawyżenia poziomu prywatnych korzyści z kontroli, bowiem prawdopodobieństwo emisji dwóch rodzajów akcji jest znacznie wyższe w przypadku firm, w których te korzyści kształtują się na wyższym poziomie [Benos, Weisbach 2004]. W przypadku rynku włoskiego omawiane podejście zostało zaadaptowane przez wielu badaczy np. Zingalesa [Zingales 1994 i 1995], Bigellego i Mengolego [Bigelli, Mengoli 2004]. Niemniej jednak nawet na tym rynku liczba firm notowanych na giełdzie i dokonujących emisji akcji, niedających uprawnień do głosowania (tak zwanych akcji niemych), w ostatnich kilku latach drastycznie spadła. W przypadku Polski, zgodnie z art. 351 ustawy z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. 2000, nr 94, poz. 1037), spółki publiczne nie mogą<sup>2</sup> emitować akcji uprzywilejowanych w zakresie prawa głosu<sup>3</sup>. W konsekwencji tego stanu rzeczy w przypadku badań przeprowadzonych na polskim rynku jest możliwe zastosowanie jedynie drugiej z wymienionych procedur<sup>4</sup>.

---

<sup>2</sup> Mimo zniesienia przez KSH tego rodzaju uprzywilejowania, nadal w spółkach publicznych istnieją akcje uprzywilejowane co do głosu (maksymalnie aż do 5 głosów na jedną akcję), wyemitowane przed wejściem w życie ustawy, tj. przed 1 stycznia 2001 r.

<sup>3</sup> Akcje uprzywilejowane, jako że muszą być imienne, nie mogą być przedmiotem obrotu. Niemniej jednak istnieje pewien wyjątek – akcje nieme (które mogą być na okaziciela), tj. takie, które nie dają prawa głosu, ale są uprzywilejowane co do dywidendy (co ciekawe, mogą być uprzywilejowane co do dywidendy bez ograniczenia), mogą być przedmiotem obrotu.

<sup>4</sup> Istnieje możliwość emitowania akcji niemych, niemniej jednak na GPW w Warszawie nie przeprowadzono jeszcze tego typu emisji. Pojawia się jednak wątpliwość, czy akcje nieme faktycznie, ze względu na ich niewielkie ilości w obrocie i zasadniczo spekulacyjny charakter, wyrażają prawdziwą miarę wartości wewnętrznej firmy.

Druga z omawianych metodologii szacowania prywatnych korzyści z tytułu kontroli ma bardziej bezpośredni charakter – w momencie gdy kontrola nad firmą jest transferowana, nabywca płaci (a sprzedawca otrzymuje rekompensatę) także za prywatne korzyści z tytułu kontroli, które w przyszłości zamierza konsumować. Barclay i Holderness [Barclay, Holderness 1989] byli pierwszymi, którzy w swoich badaniach przyjęli, że premia powyżej ceny rynkowej, płacona za blok akcji zapewniający kontrolę odzwierciedla wartość prywatnych korzyści z tytułu tejże kontroli. Zgodnie z ich podejściem premia z tytułu transakcji blokowej (*block transaction premium* – BTP) to różnica pomiędzy ceną zapłaconą za blok akcji zapewniający kontrolę a ceną rynkową akcji zanotowaną w dniu (albo kolejnego dnia) po ujawnieniu transakcji. Przy założeniu, że ceny rynkowe po zawarciu transakcji odzwierciedlają konsekwencje transakcji generowane przez wszystkich akcjonariuszy, obliczona różnica powinna oddawać skalę korzyści z tytułu kontroli przynależnych nabywcom bloku akcji. Z kolei zestandaryzowana premia z tytułu kontroli to iloczyn premii z tytułu transakcji blokowej oraz procentu akcji zmieniających właściciela w transakcji blokowej (a zatem wyraża prywatne korzyści z tytułu kontroli jako procent bieżącej kapitalizacji rynkowej). W konsekwencji takiego podejścia jest ona miarą znormalizowaną i bardziej poprawną. Barclay i Holderness [Barclay, Holderness 1989] w swoich badaniach przyjmują, że całość siły przetargowej jest po stronie sprzedającego. Niemniej jednak zarówno Nicodano i Sembenelli [Nicodano, Sembenelli 2004], Dyck i Zingales [Dyck, Zingales 2004] oraz Massari, Monge, Zanetti [Massari, Monge, Zanetti 2006] podkreślają, że to założenie jest prawdziwe, jedynie w przypadku gdy nabywca jest w stanie wynegocjować wynagrodzenie równe całości nadwyżki korzyści finansowych (w postaci prywatnych korzyści z tytułu kontroli), które w przyszłości będą generowane przez sprzedającego. W rzeczywistości owa nadwyżka stanowi przedmiot negocjacji i zazwyczaj obydwie strony się nią dzielą. W związku z tym Dyck i Zingales [Dyck, Zingales 2004] rozszerzyli formułę Barclaya i Holdernessa o rozkład ciągły siły negocjacyjnej stron (od całkowitej siły przetargowej po stronie sprzedawcy pakietu akcji po sytuację odwrotną – czyli taką, w której 100% siły przetargowej znajduje się po stronie kupującego). Niemniej jednak zastosowanie jej w praktyce budzi zastrzeżenia, bowiem wymaga znajomości siły przetargowej zarówno sprzedającego, jak i kupującego w odniesieniu do każdej transakcji. Dyck i Zingales na jej podstawie szacują średnią siłę przetargową w analizowanej próbie, co pozwala wnioskować na temat wartości przeciętnego poziomu prywatnych korzyści z tytułu kontroli w analizowanej zbiorowości, natomiast nie rozwiązuje problemu w odniesieniu do pojedynczych podmiotów. Również zdaniem Nicodano i Sembenelli [Nicodano, Sembenelli 2004] podejście Barclaya i Holdernessa jest błędne, bowiem pomija kwestię struktury akcjonariatu – ich zdaniem skala kontroli, podlegająca transferowi w ramach transakcji blokowej, powinna być mierzona wartością Shapleya na podstawie zmian zachodzących w strategicznym znaczeniu poszczególnych udziałów.

łowców. Przedstawione w literaturze przez różnych badaczy metodologie pomiaru premii z tytułu kontroli ukazują różnorodne podejścia do kwestii okna analizy premii. W badaniach dotyczących włoskiego rynku M. Massari, V. Monge, L. Zanetti badają premie z tytułu kontroli w porównaniu z ceną po dwóch dniach od ogłoszenia informacji o przeprowadzeniu transakcji blokowej oraz po dziesięciu dniach po zamknięciu oferty przejęcia [Massari, Monge, Zanetti 2006]. Jednocześnie wskazują oni na możliwość wystąpienia potencjalnych zakłóceń cen:

- 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;
- wartość transakcji pakietowych (niezwiązanych 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 określonego w prawie poziomu udziałów. Ograniczenia w zawieraniu transakcji pakietowych wynikają z faktu, że 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.

#### 4. Podsumowanie

Wymienione powyżej zakłócenia mogą w prosty sposób prowadzić do wniosku, że w obecności uregulowań prawnych, dotyczących transferu kontroli nad firmą, nie istnieją wiarygodne metody oceny wielkości premii z tytułu kontroli i wartości kontroli. Niemniej jednak premia z tytułu kontroli powinna być przedmiotem zarówno badań empirycznych, jak i rozważań na płaszczyźnie teorii. Brak wiarygodnych informacji dotyczących jej występowania oraz poziomu stwarza problemy nie tylko w odniesieniu do oceny stopnia ochrony udziałowców mniejszościowych i jakości systemu nadzoru korporacyjnego (*corporate governance*) obowiązujących w kraju, lecz także w odniesieniu do kwestii praktycznych, obejmujących szacowanie godziwej wartości rynkowej udziałów większościowych w bilansach spółek matek, zgodnie z wymaganiami Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (IAS).



## Literatura

- Barclay M., Holderness C., *Private benefits from control of public corporations*, „Journal of Financial Economics” 1989, no. 25, s. 371–395.
- Benos E., Weisbach M.S., *Private benefits and cross-listings in the United States*, „Emerging Markets Review” 2004, June, vol. 5, issue 2, s. 217–240.
- Bigelli M., Mengoli S., *Sub-optimal acquisition decisions under a majority shareholder system*, „Journal of Management and Governance” 2004, December, vol. 8, no. 4, s. 373–405.
- Chung K.H., Kim J.-K., *Corporate ownership and the value of a vote in an emerging market*, „Journal of Corporate Finance” 1999, March, vol. 5, issue 1, s. 35–54.
- Doidge C., *U.S. cross-listings and the private benefits of control: Evidence from dual class shares*, University of Toronto Working Paper, dostępny na stronie SSRN: <http://ssrn.com/abstract=373740or> DOI:10.2139/ssrn.373740.
- Dyck A., Zingales L., *Private benefits of control: An international comparison*, „The Journal of Finance” 2004, April, vol. 59, no. 2, s. 537–600.
- Ehrhardt O., Nowak E., *Private benefits and minority shareholder expropriation (or what exactly are private benefits of control?)*, EFA 2003, Annual Conference Paper, no. 809, June 2003, dostępny na stronie SSRN: <http://ssrn.com/abstract=423506>.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W., *Legal determinants of external finance*, „The Journal of Finance”, vol. 52, no. 3, Papers and Proceedings Fifty-Seventh Annual Meeting, American Finance Association, New Orleans, Louisiana, 4–6.01–07.1997, s. 1131–1150.
- Lease R., McConnell J., Mikkelsen W., *The market value of control in publicly-traded corporations*, „Journal of Financial Economics” 1983, April, vol. 11, issue 1–4, s. 439–471.
- Levy H., *Economic evaluation of voting power of common stock*, „Journal of Finance” 1983, March, vol. 38, issue 1, s. 79–93.
- Massari M., Monge V., Zanetti L., *Control premium in legally constrained markets for corporate control: The Italian case (1993–2003)*, „Journal of Management and Governance” 2006, March, vol. 10, no. 1, s. 77–110.
- Mercer Z.Ch., Harms T.W., *Business valuation, an integrated theory*, John Wiley & Sons Inc., Hoboken, New Jersey 2008.
- Nenova N., *The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis*, „Journal of Financial Economics” 2003, June, vol. 68, issue 3, s. 325–351.
- Popławski W., *Własność i kontrola korporacji w Europie Zachodniej w świetle badań ECGI*, dostępny na stronie: [pfcg.org.pl](http://pfcg.org.pl).
- Pratt S.P., *Business valuation – discounts and premiums*, John Wiley & Sons Inc., New York 2001.
- Tamowicz P., Dzierżanowski M., *Własność i kontrola polskich korporacji, ewolucja struktur własnościowo-kontrolnych*, Transformacja gospodarki, nr 110, IBnGR, Gdańsk 2002.
- Wajda D., *Problemy związane z uczestnictwem akcjonariuszy mniejszościowych w walnych zgromadzeniach*, „Przegląd Prawa Handlowego”, lipiec 2006, dostępny na stronie: <http://www.czasopisma.pwp.pl>.
- Zingales L., *The value of the voting right: A study of the milan stock exchange experience*, „The Review of Financial Studies” 1994, vol. 7, no. 1, s. 125–148.
- Zingales L., *What determines the value of corporate votes?*, „The Quarterly Journal of Economics” 1995, November, vol. 110, no. 4, s. 1047–1073.
- Zwiebel J., *Block investment and partial benefits of corporate control*, „The Review of Economic Studies” 1995, April, vol. 62, no. 2, s. 161–185.

## **METHODOLOGY OF CONTROL PREMIUM ASSESSMENT IN PUBLIC FIRMS**

**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. In corporate finance literature the control premium is commonly defined as a premium, exceeding the intrinsic value of a firm paid in transactions implying a transfer in corporate control. Corporate finance literature agrees that the value of control can be explained to a large degree by the private benefits extractable by the party exercising control. The purpose of the paper is to present the overview of the methodologies to assess the control premium in Poland.