

Błażej PRUSAK¹

PREMIE I DYSKONTA W WYCENACH PRZEDSIĘBIORSTW

Streszczenie

Głównym celem artykułu jest ukazanie rodzajów i zasad stosowania korekt w wycenie przedsiębiorstw. Na podstawie literatury przedmiotu zaprezentowano wyniki badań dotyczące różnych koncepcji kalkulacji premii oraz dyskont, ich poziomów i czynników je kształtujących. Zaznaczono, iż podczas ich stosowania w wycenie spółki do każdego przypadku należy podchodzić indywidualnie i uwzględniać jego charakterystykę. W drugiej części opracowania przedstawiono wyniki badań przeprowadzonych na podstawie 1101 raportów finansowych, sporządzonych w latach 2009-2012 celem wydania rekomendacji dla spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Ukazano rodzaje korekt, ich poziomy, a także uzasadnienia ich stosowania w procesie wyceny akcji.

Słowa kluczowe: premie i dyskonta w wycenie przedsiębiorstw, wycena przedsiębiorstw, finanse

PREMIUMS AND DISCOUNTS IN BUSINESS VALUATION

Summary

The main purpose of this paper is to present different types of adjustments and rules of applying them for the purpose of business valuation. On the basis of the literature review, various concepts of premium and discount calculation, along with their values and determinants on Polish and foreign markets, are shown. It is emphasized that any premium or discount must be individually adjusted to each case of business valuation. In the second part of the publication, the results of conducted survey are described. The sample consisted of 1,101 financial reports prepared in the years 2009-2012 to provide stock recommendations for the companies listed on the Warsaw Stock Exchange. Types and levels of premiums and discounts as well as causes of their application are presented.

Key words: premiums and discounts in business valuation, business valuation, finance

1. Wstęp

Zastosowanie premii i dyskont w wycenie przedsiębiorstw stanowi jedno z trudniejszych zadań stawianych przed analitykami. Badania ankietowe, przeprowadzone w Polsce przez K. Byrka-Kitę oraz M. Grudzińskiego, pokazują, że osoby zajmujące się wyceną rozpoznają i stosują premie i dyskonta, ale przy tym niejednokrotnie popełniają błędy, które skutkują uzyskaniem niepoprawnej wyceny końcowej [Byrka-Kita, Grudziński, 2012, s. 19-31].

¹ dr Błażej Prusak – Wydział Zarządzania i Ekonomii, Politechnika Gdańska; email: pb@zie.pg.gda.pl.

Sugestie i wskazówki dotyczące uwzględnienia premii bądź dyskonta w wycenie przedsiębiorstw są zawarte w wielu standardach wyceny opracowanych w różnych krajach, takich jak m.in.: Stany Zjednoczone, Hongkong, Kanada, Australia². W Polsce regulację taką stanowią Powszechne Krajowe Zasady Wyceny (PKZW) – Nota Interpretacyjna nr 5, pt.: „Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw” z dnia 11 kwietnia 2011 roku, która została opracowana przez Polską Federację Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych³. W tym przypadku szczególne znaczenie przypisuje się określeniu wartości bazowej, w relacji do której są stosowane korekty w postaci dyskonta i/lub premii, jak również uzasadnieniu i uszczegółowieniu ich zastosowania.

Celem artykułu jest zaprezentowanie i zbadanie rodzajów i poziomów premii oraz dyskont, a także zobrazowanie zasad ich stosowania w wycenie przedsiębiorstw. Z zamiarem realizacji tego celu przyjęto jako kluczowy podział korekt na systematyczne i niesystematyczne.

W pierwszej części publikacji ukazano koncepcję wprowadzania korekt do wyceny przedsiębiorstw, a także metody ich kalkulacji. Przedstawiono rodzaje premii i dyskont z uwzględnieniem różnych kryteriów klasyfikacji, kładąc szczególny nacisk na tzw. korekty systematyczne i niesystematyczne. Na podstawie literatury przedmiotu ukazano dotychczasowe wyniki badań dotyczące korekt systematycznych, które to zostały przeprowadzone w Polsce i zagranicą. Drugą część opracowania została poświęcona niesystematycznym, tj. specyficznym rodzajom korekt. Dzięki przeprowadzonym badaniom raportów analitycznych, sporządzonym dla celów wydania rekomendacji giełdowych, poddano analizie rodzaje premii i dyskont najczęściej stosowanych przez polskich analityków, jak również zaprezentowano ich poziomy. W związku z tym, iż tego rodzaju wyceny są realizowane najczęściej z punktu widzenia tzw. mniejszościowego udziałowca i dotyczą spółek notowanych na giełdzie papierów wartościowych, przyjęto następującą hipotezę: analitycy w procesie wyceny akcji stosują korekty niesystematyczne w raportach sporządzanych dla celów wydania rekomendacji giełdowych.

2. Premie i dyskonta w teorii wyceny przedsiębiorstw

Premie i dyskonta są stosowane jako korekty wartości bazowej przedsiębiorstwa w celu ustalenia wyceny końcowej. Mogą one przyjmować postać procentową, z czym najczęściej można spotkać się w praktyce, lub ewentualnie formę wartościową. Korekta taka może dotyczyć wartości bazowej, ustalonej za pomocą kilku metod wyceny (np. jako wartość średnioważona) albo dotyczyć wyłącznie ściśle określonej metody wyceny (np.: metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF – ang. *Discounted Cash Flow*, metody mnożnikowej itp.). W najprostszej postaci, zakładając występowanie pojedynczej premii, wycena końcowa zostanie ustalona następująco:

$$WK = WB \cdot (1 + P), \quad (1)$$

² Linki do niektórych standardów wyceny są dostępne w: [Dokument elektroniczny, tryb dostępu: <http://www.standardywyceny.pl/>, data wejścia: 19.06.2013].

³ Nota ta jest dostępna na stronie Polskiej Federacji Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych. Zob.: [Dokument elektroniczny, tryb dostępu: <http://pfsrm.pl/standardy>, data wejścia: 19.06.2013].



gdzie:

WK – wycena końcowa,

WB – wartość bazowa,

P – premia określona procentowo.

Przy uwzględnieniu dyskonta wzór ten przyjmie następującą postać:

$$WK = WB \cdot (1 - D), \quad (2)$$

gdzie:

D – dyskonto określone procentowo,

– pozostałe zmienne jak wyżej.

Powyższy tok postępowania ulegnie zmianie w sytuacji, gdy równocześnie zostanie zastosowana więcej niż jedna korekta wartości bazowej. W tym przypadku stosuje się raczej podejście multiplikatywne niż addytywne, o czym będzie mowa w następnej części artykułu.

W niniejszym artykule jako podstawowe kryterium podziału korekt przyjęto ich uniwersalność. Stąd też wyróżniono korekty systematyczne oraz niesystematyczne. Te pierwsze są powszechnie stosowane w wycenach i odnoszą się do struktury własnościowej przedsiębiorstw. Z kolei, premie i dyskonta niesystematyczne mają charakter specyficzny i obejmują całą jednostkę gospodarczą. Ich zastosowanie jest uzależnione często od subiektywnych poglądów analityka, a także od przyjętej metody wyceny; przy czym mogą one mieć swoje podłoże w teorii.

Korekty systematyczne, czyli dotyczące struktury własnościowej, uzależnione są od dwóch głównych czynników, tj.:

- poziomu posiadania kontroli w spółce;
- możliwości zbycia udziałów.

W pierwszym przypadku najczęściej jest mowa o premii z tytułu kontroli lub dyskoncie z tytułu udziałów mniejszościowych. Według Mergerstat, premia za kontrolę jest definiowana jako dodatkowa kwota, którą inwestor mógłby zapłacić ponad wartość akcji reprezentującą mniejszościowych udziałowców (np. kurs rynkowy na giełdzie papierów wartościowych) w związku z możliwością przejęcia kontroli w spółce kapitałowej [*Control Premium Study 4th Quarter*, 2012, s. ii]⁴. Premia za kontrolę wynika m.in. z możliwości podejmowania takich decyzji przez grupę udziałowców, których nie mogą podejmować udziałowcy mniejszościowi, tj. np.:

- zatrudnianie lub dokonywanie zmian na stanowiskach dyrektorów operacyjnych bądź członków zarządu;
- określanie wynagrodzenia oraz dodatkowych świadczeń dla osób zarządzających;
- negocjowanie i zawieranie transakcji dotyczących fuzji bądź przejęcia innych przedsiębiorstw;
- podejmowanie decyzji w następujących obszarach: likwidacja, wyprzedaż majątku, zmiana struktury kapitałowej;
- rejestracja papierów wartościowych w ramach pierwotnej lub powtórnej emisji;

⁴ Więcej informacji na temat korzyści z tytułu kontroli w: [Byrka-Kita, 2012, s. 32-36].



- podejmowanie decyzji dotyczących wypłaty dywidendy;
 - możliwość zmiany statutu spółki [Guy, 2010, s. 1].
- Wśród głównych czynników wpływających na poziom tej premii można wymienić:
- znaczenie oraz rodzaj aktywów pozaoperacyjnych;
 - poziom oraz rodzaj wydatków uznaniowych;
 - postrzegane kwalifikacje kadry zarządzającej;
 - ilość i rodzaje możliwości biznesowych, które to nie zostały dotychczas zrealizowane;
 - możliwość integracji podmiotów przejmującego i przejmowanego oraz kanałów dystrybucji [*Control Premium Study 4th Quarter*, 2012, s. ii].

Przeciwieństwem powyższej premii jest dyskonto za brak kontroli, zwane również dyskontem z tytułu udziałów mniejszościowych. W literaturze przedmiotu występuje także tzw. premia akwizycyjna, która czasami jest utożsamiana z premią za kontrolę. Jednak nie są to synonimy. Premia akwizycyjna odzwierciedla bowiem efekty synergii wynikające z połączenia dwóch lub więcej podmiotów.

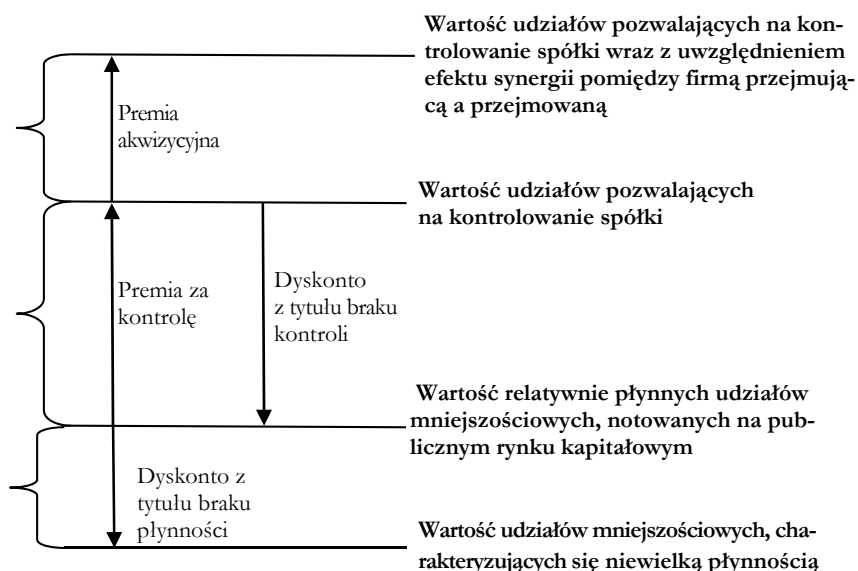
Jeżeli zaś chodzi o możliwość zbycia udziałów, to istotne jest rozróżnienie, między pojęciami: zdolność do zbycia a płynność. Zdaniem Pratta, zdolność jest związana z posiadanymi prawami do sprzedaży, natomiast płynność określa możliwość zamiany danego aktywów na gotówkę bez pomniejszenia jego wartości w relatywnie krótkim okresie [Pratt, 2001, s. 10]. W praktyce, zacierają się różnice między powyższymi terminami i przez analityków są one stosowane zamiennie. Papiery wartościowe mniej płynne są traktowane jako te mniej wartościowe w relacji do papierów bardziej płynnych. Dlatego też podczas ich wyceny stosuje się tzw. dyskonto z tytułu braku płynności. Wielkość tegoż dyskonta zależy od wielu czynników, wśród których można wymienić: liczbę potencjalnych klientów (zależność ujemna), płynność aktywów wycenianego podmiotu gospodarczego (zależność ujemna), kondycję finansową oraz poziom wygenerowanych przepływów pieniężnych (zależność ujemna), możliwość wprowadzenia spółki na giełdę (szansa wprowadzenia spółki do obrotu giełdowego powoduje zmniejszenie dyskonta), wielkość firmy (zależność ujemna), [Damodaran, 2005, s. 36-37].

Dokonując wyceny końcowej spółki, należy przede wszystkim ustalić, z jakiej perspektywy jest ona realizowana, tj. z punktu widzenia: udziałowców mniejszościowych, udziałowców posiadających kontrolę czy też potencjalnego inwestora zamierzającego przejąć inne przedsiębiorstwo. Następnie określa się wartość bazową, wobec której będą dokonywane korekty. Na kolejnym etapie ustala się wartość końcową przez dobór i uzasadnienie odpowiednich korekt. Schemat postępowania ukazano na rysunku 1.



RYSUNEK 1.

Poziomy wartości udziałów w zależności od charakterystyki struktury własnościowej



Źródło: [Shannon, 2001, s. 6].

W procesie wyceny przyjmuje się, że pierwotne korekty, które co do zasady mają charakter niesystematyczny, dokonywane są w relacji do wyceny jednostki gospodarczej, rozumianej jako całość, a dopiero potem uwzględnia się premie czy dyskonta wynikające ze struktury własnościowej. Przy tym jest ważne określenie poziomu wyceny bazowej oraz wyznaczenie docelowego poziomu wartości końcowej. Mimo że na rysunku premia i dyskonto związane z kontrolą spółki są analogiczne, to procentowo te wartości są inne, gdyż występuje różna baza, od której się je nalicza. Zakładając, że wartością bazową jest wycena płynnych udziałów mniejszościowych i wynosi ona 10 zł/udział, to wycena końcowa wartości udziału pozwalającego na przejęcie kontroli przy premii za kontrolę równej 30% wyniesie 13 zł/udział. W sytuacji odwrotnej, tj. gdy bazą jest udział pozwalający na przejęcie kontroli o wartości równej 13 zł, a wyceną końcową płynny udział mniejszościowy, to dyskonto to będzie inne i wyniesie 23,08%. Tak więc, między premią za kontrolę a dyskontem z tytułu braku kontroli występuje następująca zależność:

$$D_K = 1 - \left(\frac{1}{1 + P_K} \right), \quad (3)$$

gdzie:

D_K – dyskonto z tytułu braku kontroli,

P_K – premia za kontrolę.



Ważną kwestię stanowi także uwzględnienie kilku korekt jednocześnie, o czym wcześniej była mowa w tym opracowaniu. W tej sytuacji stosuje się podejście multiplikatywne, a nie addytywne. Przykładowo, dokonując wyceny udziałów z punktu widzenia inwestora przejmującego inną firmę np. z tej samej branży, gdzie wyceną bazową jest wartość udziałów mniejszościowych firmy przejmowanej, to w tej sytuacji powinny być zastosowane dwie premie, tj. za przejęcie kontroli i tzw. premia akwizycyjna. Przyjmując, iż wartość bazowa udziału mniejszościowego firmy przejmowanej wynosi 10 zł, a premia z tytułu kontroli 20% i premia akwizycyjna 10%, to wycena końcowa będzie miała następującą postać:

$$WK = 10 \text{ zł/udział} \cdot (1+0,2) \cdot (1+0,1) = 13,2 \text{ zł/udział}.$$

Jest to kwota wyższa niż gdyby zastosowano podejście addytywne, zgodnie z którym łączna premia wyniosłaby 30%, a wycena końcowa udziału byłaby równa 13 zł.

Oprócz sposobu naliczania korekt, ważne jest ustalenie wartości bazowej oraz poziomu korekt. Jeżeli chodzi o to drugie zagadnienie, to więcej informacji na jego temat zaprezentowano w punkcie 3. Wartość bazową wyznacza się za pomocą różnych metod wyceny, które to zostały szeroko opisane w literaturze przedmiotu⁵.

Przykładowo, wycena przedsiębiorstwa metodą Discount Cash Flow, uwzględniająca korzyści z tytułu posiadania kontroli w firmie lub koszty z tytułu ograniczonej płynności, może przebiegać w różny sposób. Zakładając, iż w wycenie metodą Discount Cash Flow prognoza przepływów pieniężnych oraz stopa dyskontowa, będąca pochodną kosztu kapitału nie uwzględniają korzyści z tytułu kontroli spółki, to w tym przypadku należy zastosować premię. Natomiast, gdy w ramach wyceny metodą Discount Cash Flow przepływy pieniężne kalkuluje się z uwzględnieniem wolnych środków pieniężnych, generowanych przez przedsiębiorstwo na rzecz właścicieli pakietów kontrolnych (tzw. przepływy ekskluzywne), to wówczas nie należy dodatkowo uwzględniać tego rodzaju premii [Mielcarz, 2009, s. 97-120]. Analogicznie, według tego samego toku postępowania, można uwzględnić koszty z tytułu ograniczonej płynności udziałów w wycenie metodą Discount Cash Flow. Można to zrobić przez zmniejszenie kwoty prognozowanych przepływów pieniężnych o wydatki uwzględniające koszty z tytułu ograniczonej płynności (rzadko w praktyce stosowane podejście) bądź zwiększenie poziomu stopy dyskontowej o tzw. premię z tytułu braku płynności. Jeżeli w procesie wyceny nie zastosowano, wyżej wymienionych, zabiegów, to wtedy uwzględnia się dyskonto z tytułu braku płynności. Podobny tok postępowania można stosować w relacji do innych zdyskontowanych metod wyceny.

Przy zastosowaniu wyceny metodą mnożnikową wielkość bazowa stanowi najczęściej wartość na poziomie udziałów mniejszościowych. Wynika to z tego, iż z reguły przyjmuje się, że kurs rynkowy akcji jest odzwierciedleniem wartości udziałów mniejszościowych⁶. Wyjątkiem może być sytuacja, kiedy do wyceny stosuje się mnożniki

⁵ Zob. np.: [Zarzecki, 1999; *Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki*, 2011].

⁶ Inne podejście reprezentuje m.in. E.W. Nath i zakłada on, że kurs akcji jest odzwierciedleniem wartości udziałów z uwzględnieniem korzyści z tytułu kontroli. Dlatego też, jego zdaniem, dokonując wyceny udziałów odzwierciedlających posiadanie kontroli w spółce z wykorzystaniem metody



skalkulowane na bazie cen porównywalnych transakcji nabycia określonych podmiotów gospodarczych w wyniku fuzji bądź przejęcia. Wówczas ceny te, stosowane do kalkulacji mnożników, zawierają w sobie zarówno premię za kontrolę, jak i premię akwizycyjną.

Natomiast metoda aktywów netto generuje wartość przedsiębiorstwa uwzględniającą korzyści z tytułu kontroli [Pratt, 2001, s. 32-33].

Druą kategorią, jaką są korekty niesystematyczne, jest niezależna od struktury własnościowej. Nie ma ona charakteru skończonego, a premie lub dyskonta często są dobierane przez analityka w sposób subiektywny na podstawie jego wiedzy oraz osądów. Przykładowo, S.P. Pratt wymienia następujące rodzaje korekt:

- dyskonto wynikające z przyszłych zobowiązań z tytułu zysków uzyskanych w formie przyrostu wartości aktywów (ang. *discount for trapped-in capital gains*) – jest następstwem wzrostu cen rynkowych aktywów, co w przyszłości, wskutek ich sprzedaży, przełoży się na powstanie zobowiązań podatkowych od powstałych zysków;
- dyskonto z tytułu kluczowej osoby (ang. *key person discount*) – jest pochodną utraty pracowników odgrywających zasadniczą rolę w przedsiębiorstwie. Przeciwieństwem może być premia z racji pozyskania przez firmę kluczowej osoby;
- dyskonto z tytułu znanych bądź potencjalnych zobowiązań, np. z powodu zanieczyszczenia środowiska, niespełnienia wymagań sanitarnych itp. (ang. *discount for known or potential environmental liability*);
- dyskonto z tytułu toczącego się sporu sądowego (ang. *discount for pending litigation*) – wiąże się z zagrożeniem dotyczącym poniesienia wydatków na skutek przegrania procesu sądowego. W sytuacji, gdy spółka toczy spór o odzyskanie pieniędzy, należałoby zastosować z tego tytułu premię;
- dyskonto z tytułu posiadania niejednorodnych aktywów bądź jednostek operacyjnych (ang. „*portfolio*”, „*conglomerate*” or „*nonhomogeneous assets*”) – wywiązuje się ono z tego, że potencjalni inwestorzy preferują raczej nabywanie w miarę jednorodnych zorganizowanych biznesów, a pojedyncze niejednorodne aktywa czy jednostki operacyjne są sprzedawane indywidualnie po cenie znacznie niższej, niejednokrotnie zbliżonej do wartości likwidacyjnej;
- dyskonto z tytułu koncentracji klientów i dostawców (ang. *concentration of customer or supplier base discount*) – jest pochodną związaną z możliwością utraty kluczowych klientów bądź dostawców [Pratt, 2001, s. 4, s. 237, s. 260-267, s. 269-271].

Oprócz wyżej wymienionych korekt, relatywnie często w literaturze przedmiotu jest mowa o tzw. premii z tytułu wielkości (ang. *size premium lub size effect*). Stanowi to pewnego rodzaju anomalie rynku, z której wynika, iż mniejsze spółki generują wyższe stopy zwrotu w relacji do większych przedsiębiorstw. W materiałach źródłowych

mnożnikowej, nie należy w procesie wyceny dodatkowo jeszcze uwzględniać premii za kontrolę. Zob. np.: [Nath, 2011, s. 25-30].



można spotkać zarówno badania potwierdzające, jak i negujące ten efekt, a nawet obrazujące występowanie odwrotnej zależności⁷.

Inne korekty mogą być pochodną zaistniałych lub planowanych zdarzeń, takich jak np.: split akcji, zapowiedzi wypłaty dywidendy, ogłoszenie prognoz zysków, ogłoszenie informacji o niezrealizowaniu prognozy zysku, podanie do wiadomości informacji na temat nowych kontraktów, umorzenie własnych akcji, rozpoczęcie procesu upadłości⁸.

Powyższe korekty niesystematyczne są niezależne od dobranej metody wyceny przedsiębiorstwa. W praktyce, możemy mieć również do czynienia z rodzajami premii lub dyskont uzależnionych od metody wyceny. Problem ten dotyczy w głównej mierze mnożnikowej metody wyceny i wynika on z występowania rozbieżności między charakterystyką spółki wycenianej a cechami przedsiębiorstw zaliczanych do grupy jednostek porównywalnych, np. firma wyceniana jest znacznie mniejsza od grupy jednostek porównywalnych lub operuje na rynku bardziej ryzykownym w porównaniu z przedsiębiorstwami zaliczonymi do porównywalnych⁹.

Zaprezentowane powyżej propozycje korekt niesystematycznych nie są wyczerpujące oraz nie mają charakteru uniwersalnego. W praktyce, w zależności od przyjętych metod wyceny oraz biorąc pod uwagę specyfikę podmiotu wycenianego, można zaproponować wiele innych rodzajów korekt.

3. Korekty systematyczne w badaniach przeprowadzonych w Polsce i zagranicą

Badania nad poziomem premii i dyskont dotyczą z reguły korekt systematycznych. W literaturze przedmiotu najczęściej jest uwzględniany problem premii za kontrolę oraz dyskonta z tytułu braku płynności. Zestawienia tego rodzaju danych na podstawie studiów literaturowych, ale uwzględniające okres do 2005 roku, dokonał R. Tuzimek (tabela 1.).

⁷ Więcej na ten temat np. w: [Horowitz, Loughran, Savin, 2000, s. 143-153; Ching-Chih Lu, 2009; Zarzecki, Byrka, Kozłowska-Nalewaj].

⁸ Problem ten szeroko został opisany przez H. Gurgula w: [Gurgul, 2006].

⁹ Więcej na temat mnożnikowych metod wyceny, ich wad oraz ograniczeń w: [Prusak, 2012, s. 69-99].



TABELA 1.

Wartość premii za kontrolę i dyskonta za brak płynności na podstawie literatury światowej

Dyskonto za brak płynności		Premia za kontrolę	
Poziom	Źródło	Poziom	Źródło
10%	Damodaran (2002)	12%	Rydqvist (1996) Szwecja
17%	Feldman (2005)	5%	Lease, McConnell, Mikkelsen (1983) USA
20%	Sarin i Shapiro (2000)	5%	DeAngelo (1985) USA
10%	Wruck (1989)	8%	Doidge (2003) USA
13%	Hertzel i Smith (1993)	46%	Levy (1982) Izrael
7%	Bajaj, Dennis, Ferris i Sarin (2001)	74%	Biger (1991) Izrael
13%	Aschwald (2000)	13%	Megginson (1990) Wielka Brytania
21%	Aschwald (2000)	10%	Smith, Amoaku-Adu (1995) Kanada
20%	Johnson (1999)	80%	Zingales (1994) Włochy
27%	Oliver i Meyers (2000)	10%	Horner (1998) Szwajcaria
20%	Finnerty (2002)	18%	Kunz, Angel (1996) Szwajcaria

Źródło: [Tuzimek, 2011, s. 391].

Informacje zawarte w tabeli 1. nie są obecnie przydatne z punktu widzenia praktyka, gdyż odnoszą się do okresu przeszłego, ale na ich podstawie można wyciągnąć wnioski, iż premia za kontrolę różni się znacząco w poszczególnych krajach. Mniejsze zróżnicowanie poziomów występuje w przypadku dyskonta za brak płynności, lecz może to wynikać po części z tego, że dane te dotyczą jednego kraju – USA.

Jeżeli chodzi o premię z tytułu kontroli, to cykliczne badania i informacje na ich temat podaje Mergerstat. Jednak trzeba pamiętać o tym, że w tych badaniach są brane pod uwagę transakcje nabycia ponad 50% udziałów w przedsiębiorstwie. Oznacza to, że dane zawarte w raporcie, oprócz typowej premii za kontrolę, niejednokrotnie uwzględniają równocześnie premię akwizycyjną. Premia ta w czwartym kwartale 2012 roku dla transakcji przeprowadzonych w USA była zawarta w przedziale między -7,2% a 189,5%, zaś dla transakcji międzynarodowych w przedziale -86,6% a 700%. Poziomy te znacząco różniły się pomiędzy poszczególnymi sektorami [*Control Premium Study 4th Quarter 2012*, s. ii]. Pewien zarys informacji na temat premii z tego tytułu zawarto w tabeli 2.



TABELA 2.

Premia z tytułu kontroli w czwartym kwartale 2012 roku

Treść	Z uwzględnieniem wartości negatywnych premii		Z wyłączeniem wartości negatywnych premii	
	Liczba transakcji	Poziom	Liczba transakcji	Poziom
USA (średnia arytmetyczna)	63	46,5%	62	47,4%
USA (mediana)	63	42%	62	42,5%
Zagranica (średnia arytmetyczna)	94	41,4%	80	52,8%
Zagranica (mediana)	94	26,5%	80	30,4%
Łącznie (średnia arytmetyczna)	157	43,5%	142	50,4%
Łącznie (mediana)	157	31,3%	142	37,1%

Źródło: [Control Premium Study 4th Quarter 2012, 2013, s. ii].

W warunkach polskich jedne z pierwszych badań z zakresu premii z tytułu kontroli na bazie transakcji blokowych przeprowadził G. Trojanowski. Dotyczyły one 146 operacji z okresu od lipca 1996 roku do lutego 2000 roku, z czego w końcowych badaniach, po dokonaniu odpowiednich wyłączeń, uwzględniono 53 transakcje. Autor badań m.in. ustalił, że premia ta dla warunków polskich była dodatnia, ale znacznie niższa niż dla innych krajów rozwiniętych. Wartość średnia premii, liczona na bazie danych poprzedzających zawarcie transakcji blokowych, wyniosła 9,085% (mediana 10,556%), zaś z uwzględnieniem porównania cen sprzed i po przeprowadzeniu transakcji blokowych odpowiednio wartość średnia była równa 6,803%, a mediana 9,013% [Trojanowski, 2007, s. 9, s. 23].

Na podstawie danych z okresu 2002-2008, obejmujących 133 transakcje, badania premii z tytułu kontroli przeprowadzili K. Jackowicz i P. Mielcarz. Okazało się, że w tym okresie premia z tytułu kontroli dla warunków polskich była ujemna, przy czym należy zaznaczyć, że była ona liczona jako relacja pomiędzy ceną transakcji blokowej a ceną rynkową zanotowaną w dniu po ujawnieniu informacji o sprzedaży pakietu akcji [Jackowicz, Mielcarz, 2009, s. 473-481]. Wydaje się, że sposób liczenia tejże premii miał istotny wpływ na jej końcowe, ujemne wartości średnie.

Najnowsze i zarazem bardzo obszerne badania nad premią z tytułu kontroli zrealizowali: K. Byrka-Kita, M. Czerwiński i D. Zarzecki. Dotyczyły one transakcji wezwania i blokowych zawartych w Polsce w okresie 1991-2009 oraz transakcji blokowych zawartych w okresie 1995-2009. Ich wyniki były bardzo zróżnicowane w zależności od branży, a także ulegały relatywnie dużym wahaniom na skutek zmiany sposobu liczenia premii (brano pod uwagę różne ceny przy kalkulacji premii). Dla transakcji blokowych w okresie 1995-2009, w każdym ze sposobów kalkulacji premii niestandardyzowanej, jej wartość średnia była dodatnia i zawierała się w przedziale 0,46% a 22,75% [Byrka-Kita, Czerwiński, 2013, s. 127-153; Zarzecki, Byrka-Kita, 2012, s. 35-38].

Jeżeli zaś chodzi o badania nad dyskontem za brak płynności, to w polskich warunkach przeprowadzili je m.in.: J. Kwit oraz M. Kołodziejczyk, J. Lasota i P. Piechota.



Kwit zbadal spółki, które debiutowały na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2000-2006 i na tej podstawie stwierdził, że w polskich warunkach mieliśmy do czynienia z dyskontem około 12-33%, a wycena tzw. debiutantów upodabnia się do reszty rynku średnio po 10 miesiącach [Kwit, 2011, s. 141-147]. Kołodziejczyk, Lasota i Piechota zbadali 9 podmiotów, które zostały upublicznione w roku 2012 na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie i na tej podstawie stwierdzili, że w większości spółek występowało znaczne ograniczenie płynności uniemożliwiające elastyczne nabywanie i zbywanie papierów wartościowych [Kołodziejczyk, Lasota, Piechota, 2013, s. 8].

Ukazany powyżej zarys badań nad problematyką systematycznych premii i dyskont w wycenie przedsiębiorstw pozwala wyciągnąć pewne wnioski:

- istnieją rozmaite sposoby kalkulacji premii za kontrolę, które to różnią się np. momentem, na który brane są ceny uwzględnione podczas jej kalkulacji, rodzajem transakcji podlegających badaniu (transakcje blokowe a transakcje w formie wezwania do sprzedaży akcji). Ponadto, w niektórych badaniach są brane pod uwagę negatywne wartości premii, w innych zaś są one pomijane;
- premie za kontrolę wykazują duże zróżnicowanie pomiędzy branżami i ulegają zmianie wraz z upływem czasu. Poza tym, uzależnione są one od wielu innych charakterystyk przedsiębiorstw;
- z reguły premie za kontrolę są wyższe w krajach rozwiniętych w porównaniu z krajami rozwijającymi się;
- w polskich warunkach zanotowano dyskonto za brak płynności wśród spółek debiutujących na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie;
- dyskonto to z reguły jest wyższe dla rynków rozwijających się w porównaniu z rynkami rozwiniętymi [Shaobing, 2007, s. 205-217].

Stosując odpowiedni rodzaj korekty, do każdego przypadku wyceny należy podchodzić indywidualnie. Nie powinno polegać się wyłącznie na wartościach średnich bądź median wyznaczonych na podstawie badań przeprowadzonych w danym kraju. Trzeba przy tym uwzględnić również indywidualne własności charakteryzujące wycenianą firmę.

4. Zastosowanie premii i dyskont w wycenach spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, sporządzonych w celu wydania rekomendacji giełdowych – badania własne

W niniejszym punkcie przedstawiono wyniki badań, które mają na celu ukazanie rodzajów korekt stosowanych przez analityków sporządzających raporty analityczne w celu wydania rekomendacji, a także ich poziomów. Zakładając, iż wyceny w tego typu raportach są wykonywane z punktu widzenia udziałowców mniejszościowych, postawiono następującą hipotezę: korekty stosowane w wycenach przedsiębiorstw, sporządzanych w celu wydania rekomendacji, mają charakter niesystematyczny.

Badaniu podlegało 1101 raportów analitycznych oraz ich aktualizacje, które są dostępne w portalu finansowym BANKIER i zostały sporządzone w okresie 2009-2012. Zostały one wykonane w celu wydania rekomendacji i zawierały wyceny akcji



przeprowadzone w szczególności za pomocą takich metod, jak: metoda DCF, metoda mnożnikowa, metoda dywidendowa, metoda aktywów netto (NAV), metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych, metoda SOTP (ang. *sum of the parts*), tj. części składowych. Do instytucji, w których zostały zrealizowane te raporty, należą: Biuro Maklerskie BGŻ, Dom Maklerski PKO, Dom Maklerski BPS, Dom Maklerski BDM, Dom Maklerski DI BRE, Dom Maklerski Mercurius, Dom Maklerski Millenium, Dom Maklerski AmerBrokers, Dom Maklerski BOŚ, Biuro Maklerskie DbB Nord, Dom Maklerski BZWBK, Dom Maklerski Noble Securities, Dom Maklerski WDM. W związku z tym, że w niektórych przypadkach wyjaśnienie zastosowania dyskonta bądź premii do wyceny wartości akcji było analogiczne w raporcie pierwotnym i w jego aktualizacji, w poniższych tabelach podano jedynie jedną z wersji. Biorąc pod uwagę również to, że dyskonto lub premia były stosowane w relacji do końcowej wyceny akcji lub jedynie do wyceny akcji przeprowadzonej za pomocą jednej z kilku metod, to taką informację zawarto w tabelach. Poniżej ukazano zestawienia z podziałem na zastosowane dyskonta i premie w wycenach akcji przeprowadzonych przez analityków reprezentujących, wyżej wymienione, podmioty.

TABELA 3.

Premie w wycenach akcji spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, sporządzonych w celu wydania rekomendacji

Spółka	Data sporządzenia raportu	Instytucja sporządzająca raport	Rodzaj wyceny, w ramach której zastosowano premię	Poziom premii
TVN	6.11.2011	DI BRE	Wycena metodą mnożnikową	10%
	Przy wycenie sektora nadawania i produkcji telewizyjnej zastosowano dziesięcioprocentową premię, uwzględniającą wyższe marże osiągane przez Grupę TVN w porównaniu z nadawcami zachodnioeuropejskimi (spółkami zaliczonymi do grupy jednostek porównywalnych) w pierwszych latach prognozy.			
ZA PUŁAWY	31.05.2010	MILLENIUM DM	Wycena końcowa, na którą składała się wycena metodą Discount Cash Flow i metodą mnożnikową.	5%
	Pomimo fiaska prywatyzacji Ciechu i Azotów Tarnów, podtrzymano 5% premii przy wycenie Puław. Zdaniem analityków, wynika to z tego, że spółka może się cieszyć zainteresowaniem inwestorów. Spośród niesprywatyzowanych, giełdowych spółek chemicznych Puławy mają najefektywniejsze instalacje, a bieżący rok pokazuje, że mimo bardzo niesprzyjającego otoczenia, spółka jest w stanie wygenerować zysk. Analitycy uważają, że inwestor branżowy może potraktować Puławy jako opcję, która bardzo dużo zyska w przypadku potwierdzenia się gigantycznych złóż gazu łupkowego w Polsce, pociągającego za sobą spadek krajowych cen gazu ziemnego.			
POLICE	18.03.2010	MILLENIUM DM	Wycena końcowa, na którą składała się wycena metodą Discount Cash Flow i metodą mnożnikową.	5%



	Wobec planów Skarbu Państwa wprowadzenia do spółki inwestora strategicznego, podobnie jak w przypadku pozostałych prywatyzowanych spółek chemicznych, wycenę powiększono dodatkowo o premię (tzw. premię prywatyzacyjną).			
ZAKŁADY AZOTOWE TARNÓW	21.12.2009	MILLENIUM DM	Wycena końcowa, na którą składała się wycena metodą Discount Cash Flow i metodą mnożnikową.	10%
	Obszarem, który pokazuje skalę potencjału restrukturyzacyjnego, jest poziom kosztów pracy w spółce. Zakłady Azotowe Tarnów mają spośród geldowych odpowiedników najwyższy udział kosztów osobowych zarówno w kosztach, jak i najwyższy stosunek kosztów osobowych do przychodów. Jest on znacznie wyższy niż w Puławach, mających bardzo zbliżony profil działalności. W analizowanej grupie spółek nie przez przypadek stosunkowo najniższe koszty pracy występują w prywatnym Synthosie. Analitycy stoją na stanowisku, że bez prywatyzacji w najbliższych latach spółce będzie bardzo trudno osiągnąć wskaźniki nawet takie, jak mają Puławy, pomimo przeprowadzania w spółce przez obecny zarząd wielu pozytywnych działań mających na celu ograniczenie kosztów pracy (outsourcing obsługi informatycznej, dobrowolne odejścia pracowników). Zarządy spółek państwowych nie mają po prostu wystarczającej motywacji, aby podjąć się wyjątkowo trudnych działań redukujących koszty pracy do optymalnych poziomów. W związku z powyższym, analitycy podtrzymali schemat wyceny zakładający dziesięcioprocentową premię (tzw. premię prywatyzacyjną) przy wycenie spółki. Jednak zwrócili uwagę, że w najbliższych miesiącach sam proces jest wrażliwy na koniunkturę gospodarczą oraz geldową.			
CIECH	15.12.2009	MILLENIUM DM	Wycena końcowa, na którą składała się wycena metodą Discount Cash Flow i metodą mnożnikową.	10%
	Spółka znajduje się w trakcie procesu prywatyzacji. Ciech ma wciąż duży potencjał do restrukturyzacji, zwłaszcza kosztowej, dlatego, zdaniem analityków, proces prywatyzacji jest w stanie wygenerować istotną, dodatkową wartość dla akcjonariuszy spółki w postaci zwiększonych przepływów operacyjnych. W związku z powyższym, podtrzymali oni schemat wyceny zakładający dziesięcioprocentową premię (tzw. premię prywatyzacyjną) przy wycenie spółki. Jednak zwrócili uwagę, że sam proces jest wrażliwy na koniunkturę gospodarczą oraz geldową w najbliższych miesiącach.			
STALPRODUKT	4.03.2009	MILLENIUM DM	Wycena metodą mnożnikową	30%
	Analitycy dodali w metodzie mnożnikowej 30% premii ze względu na znacznie większą cykliczność spółek porównywalnych (częściowo produkcję stali pierwotnej) niż produktów Stalproduktu.			
PEKAO	23.02.2009	MILLENIUM DM	Wycena metodą mnożnikową	10%
	Przy wycenie metodą porównawczą przyjęto premię dla spółki (10%) z uwagi na wysokie płacone dywidendy. Bank jest obecnie notowany z premią w stosunku do konkurentów, która wynika z wysokich dywidend oraz oczekiwań na poprawę rentowności w dłuższym terminie po zakończeniu procesu łączenia z oddziałami BPH i uzyskaniu pełnej efektywności operacyjnej. Dodatkowo, premia jest uzasadniona niższym ryzykiem wyników w 2009 roku – wysoka sprawność operacyjna (koszty/dochody) sprawia, że nawet w przypadku wysokich odpisów na rezerwy, bank będzie w stanie wykazać dodatni wynik netto.			

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów analitycznych, wskazanych w tabeli.



TABELA 4.

Dyskonta w wycenach akcji spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, sporządzonych w celu wydania rekomendacji

Spółka	Data sporządzenia raportu	Instytucja sporządzająca raport	Rodzaj wyceny, w ramach której zastosowano dyskonto	Poziom dyskonta
HARPER	12.01.2012	DM BDM	Wycena metodą mnożnikową	20%
	Dla wyceny porównawczej zastosowano dyskonto równe 20%, tj. obniżono wycenę mnożnikową ze względu na to, że spółki porównywalne były znacznie większe od spółki wycenianej.			
VISTULA	21.11.2011	DI BRE	Wycena metodą mnożnikową	10%
	Dyskonto zastosowano z tego powodu, iż spółki detaliczne są wyceniane wyżej niż inne branże, a w grupie porównawczej tych spółek znajdują się tylko trzy firmy. Dodatkowo, spółka jest mocno zadłużona i przyszłe plany inwestycyjne, które szacuje się w wycenie, mogą nie być zrealizowane, np. na skutek wprowadzenia ograniczeń inwestycyjnych przez bank na kolejne lata.			
TRAVELPLANET.PL	4.08.2011	DM PKO	Wycena metodą Discounted Cash Flow	15%
	Brak informacji w raporcie skróconym, z jakiego tytułu zastosowano dyskonto.			
KOPEX	25.05.2011	DI BRE	Wycena metodą mnożnikową	20%
	Zastosowano dwudziestoprocentowe dyskonta przy metodzie mnożnikowej z uwagi na to, że spółki porównywalne należą do zagranicznych dużych firm.			
FAMUR	25.05.2011	DI BRE	Wycena metodą mnożnikową	20%
	Zastosowano dwudziestoprocentowe dyskonta przy metodzie mnożnikowej w wyniku tego, że spółki porównywalne należą do rozpoznawalnych firm.			
BUMECH	13.05.2011	DM BDM	Wycena metodą mnożnikową	30%
	Zastosowano dyskonto 30% ze względu na: <ul style="list-style-type: none"> • niszową działalność i mało zdywersyfikowany portfel przychodów, co ogranicza konkurencyjność i potencjalnie implikuje wysoką zmienność wyników Bumechu; • niskie zaawansowanie technologiczne względem porównywanych spółek; • relatywnie niską kapitalizację (co może ograniczać atrakcyjność inwestycyjną). 			
MONDI ŚWIECIE	31.03.2011	DI BRE	Wycena metodą mnożnikową	20%
	Brak informacji w raporcie, z jakiego tytułu zastosowano dyskonto.			
ARTERIA	24.03.2011	DM AmerBrokers	Wycena końcowa, na którą składała się wycena metodą Discounted Cash Flow i metodą mnożnikową.	10%
	Dyskonto 10% wskutek niskiej płynności akcji tej firmy.			
ASTARTA	7.12.2010	DI BRE	Wycena metodą mnożnikową	30%
	W analizie porównawczej zdecydowano się na trzydziestoprocentowe dyskonto względem spółek działających w branży. Wynika to przede wszystkim z faktu, że koszt kapitału własnego podmiotów działających na Ukrainie jest wyższy niż ten działających na innych rynkach.			



KERNEL HOLDING	8.09.2010	DI BRE	Wycena metodą mnożnikową	10%
	Brak informacji w raporcie, z jakiego tytułu zastosowano dyskonto.			
ZAKŁADY AZOTOWE TARNÓW	23.06.2010	MILLENIUM DM	Wycena końcowa, na którą składała się wycena metodą Discounted Cash Flow i metodą mnożnikową.	10%
	W ostatnich raportach, za przyczyną prowadzonego procesu prywatyzacji, przyjmowano dziesięcioprocentową premię prywatyzacyjną. Proces ten zakończył się niepowodzeniem, co nie jest, w opinii analityków dokonujących wyceny, korzystne dla spółki. Z drugiej strony, zaczęły się pojawiać pomysły mające na celu dekapitalizowanie bądź przejęcia wybranych aktywów od innych spółek chemicznych, które mają problemy z pozyskaniem finansowania. Zdaniem analityków, oznacza to, że istnieje duże ryzyko, iż powyższe plany mogą mieć bardziej na celu udzielenie pomocy znajdującym się w trudnej sytuacji państwowym spółkom chemicznym (większościowym udziałowcem Azotów Tarnów jest Skarb Państwa) niż zwiększenie wartości dla akcjonariuszy Azotów Tarnów. Dlatego w miejsce premii przyjęto dziesięcioprocentowe dyskonto na, powyżej opisane, ryzyko.			
MIESZKO	24.05.2010	MILLENIUM DM	Wycena metodą mnożnikową	10%
	Do wyceny porównawczej przyjęto dyskonto na poziomie 10%, ze względu na różnicę wielkości Mieszka w stosunku do porównywalnych spółek oraz wyższą wartość ich brandów.			
KGHM	14.12.2009	MILLENIUM DM	Wycena metodą mnożnikową	30%
	Zastosowano trzydziestoprocentowe dyskonto w metodzie porównawczej z racji wyższych kosztów KGHM w relacji do spółek porównywalnych zagranicznych.			
BOGDANKA	15.12.2009	DI BRE	Wycena metodą mnożnikową	10%
	Brak informacji w raporcie, z jakiego tytułu zastosowano dyskonto.			
INDYKPOL	20.07.2009	DM BDM	Wycena metodą mnożnikową	20%
	Zastosowano dwudziestoprocentowe dyskonto z uwagi na skalę działania, jak i pozycję konkurencyjną spółek porównywalnych. Grupę spółek porównywalnych tworzyły przedsiębiorstwa zagraniczne.			
PA NOVA	23.06.2009	DM BDM	Wycena metodą mnożnikową	10%
	Zastosowano dziesięcioprocentowe dyskonto w wyniku niskowego charakteru spółki oraz jej skali działania w porównaniu z podmiotami z grupy porównawczej.			
ASBIS	30.04.2009	DI BRE	Wycena metodą mnożnikową	30%
	Zastosowano dyskonto w wysokości 30%, co odzwierciedla, zdaniem analityków dokonujących wyceny, rosnące ryzyko inwestycyjne związane z funkcjonowaniem spółki ASBIS na niestabilnych rynkach, znacznie zagrożonych poważnym kryzysem gospodarczym.			

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów analitycznych wskazanych w tabeli.



5. Podsumowanie

Badania przeprowadzone na próbie raportów analitycznych, sporządzonych w celu wydania rekomendacji, potwierdziły hipotezę, iż stosowane w nich korekty mają charakter niesystematyczny. Niemniej zanotowano jeden wyjątek polegający na zastosowaniu przez analityka dyskonta z tytułu niskiej płynności do wyceny akcji spółki Arteria. Wstępne badania, potwierdzające możliwość występowania dyskonta z tytułu braku płynności dla niektórych spółek publicznych, notowanych na polskim rynku kapitałowym, przeprowadzili: M. Kołodziejczyk, J. Lasota i P. Piechota [Kołodziejczyk, Lasota, Piechota, 2013]. Jednak badania te miały charakter wrywkowy i należałoby je potwierdzić na większej próbie spółek publicznych.

Ponadto, z badań wynika, że analitycy bardzo rzadko aplikują wszelkiego rodzaju premie w raportach analitycznych. Czterokrotnie wykorzystano premię równą 10%, dwukrotnie była ona równa 5%, zaś w jednym przypadku przyjęto ją na poziomie 30%. W większości przypadków premia była uwzględniona jedynie w raportach sporządzanych przez analityków Domu Maklerskiego Millenium (6 na 7 obserwacji). Tylko jeden raz skorzystali z niej analitycy DI BRE. W czterech na siedem raportów posłużono się tzw. premią prywatyzacyjną, tzn. założono poprawę wyników finansowych na skutek sprywatyzowania spółek i przeprowadzenia w nich restrukturyzacji. Jeżeli chodzi o metodę wyceny Discounted Cash Flow, to ten sam efekt można było uzyskać np. dzięki zastosowaniu przepływów finansowych, uwzględniających efekty prywatyzacji i restrukturyzacji spółek. Pozostałe korekty w postaci premii dotyczyły wyłącznie wyceny realizowanej za pomocą metody mnożnikowej i wynikały ze zróżnicowanych cech podmiotu wycenianego w relacji do grupy jednostek porównywalnych.

Dyskonta były stosowane przez analityków dużo częściej niż premie. Ponadto, były one wykorzystywane przez znacznie większe grono analityków reprezentujących rozmaite instytucje. Poziomy jego wahaly się w przedziale od 10% do 30%. W przeważającej liczbie raportów ujęto je w ramach wycen przeprowadzanych metodą mnożnikową. Wiązało się to z tym, iż spółki zaliczone do grupy jednostek porównywalnych nie były w pełni homogeniczne w relacji do przedsiębiorstwa wycenianego. Wśród głównych cech różnicujących można wymienić następujące:

- grupa jednostek porównywalnych obejmuje spółki zagraniczne lub przedsiębiorstwa duże o zdecydowanie większej renomie w relacji do podmiotu wycenianego;
- płynność obrotu spółki wycenianej jest znacznie mniejsza w stosunku do płynności obrotu spółek tworzących grupę jednostek porównywalnych;
- spółka wyceniana prowadzi działalność na rynku charakteryzującym się znacznie wyższym ryzykiem i zarazem kosztem kapitału własnego w relacji do spółek z grupy jednostek porównywalnych;
- koszty działalności spółek porównywalnych są niższe od kosztów spółki wycenianej;
- spółki porównywalne cechują się większą konkurencyjnością w odniesieniu do przedsiębiorstwa wycenianego.

Literatura

- Byrka-Kita K., Czerwiński M. 2013 *Premia z tytułu kontroli na polskim rynku kapitałowym*, „Ekonomista”, nr 1.
- Byrka-Kita K. 2012 *Korzyści z tytułu kontroli nad spółką w wycenie przedsiębiorstw*, „Przebieg Organizacji”, nr 10.
- Byrka-Kita K., Grudziński M.Z. 2012 *Business Valuation Practice in Poland – Results of a Survey (Praktyka wyceny przedsiębiorstw w Polsce – wyniki badań ankietowych)*, September 2, dokument elektroniczny, tryb dostępu: [<http://ssrn.com/abstract=2140331>], data wejścia: 16.06.2013].
- Control Premium Study 4th Quarter 2012*, FactSet Mergerstat, LLC, dokument elektroniczny, tryb dostępu: [<http://www.bvmarketdata.com/pdf/CPS4q12.pdf>], data wejścia: 19.06.2013].
- Damodaran A. 2005 *Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount*, July, dokument elektroniczny, tryb dostępu: [<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/liquidity.pdf>], data wejścia: 25.06.2013].
- Davis Guy A. 2010 *Control Premiums: Exploring the Complexities of a Seemingly Simple Concept*, „Journal of Association of Insolvency & Restructuring Advisors”, vol. 24, no. 4.
- Gurgul H. 2006 *Analiza zdarzeń na rynkach akcji. Wpływ informacji na ceny papierów wartościowych*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Horowitz J. L., Loughran T., Savin N.E. 2000 *Three analyses of the firm size premium*, „Journal of Empirical Finance”, vol. 7, Issue 2.
- Jackowicz K., Mielcarz P. 2009 *Premie w transakcjach blokowych w Polsce w latach 2002-2008*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 549, Ekonomiczne Problemy Usług, nr 39, dokument elektroniczny, tryb dostępu: [<http://ssrn.com/abstract=2116314>], data wejścia: 24.06.2013].
- Kołodziejczyk M., Lasota J., Piechota P. 2013 *Dyskonto z tytułu braku płynności w wycenie spółek notowanych na GPW*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 761, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, nr 60, dokument elektroniczny, tryb dostępu: [http://www.fmc.home.pl/upload/news/pdf_news_13651786_93.pdf], data wejścia: 18.06.2013].
- Kwit J. 2011 *Wycena przedsiębiorstw na rynkach kapitałowych*, [w:] *Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki*, (red.) M. Panfil, A. Szablewski, Poltext, Warszawa.
- Lu Ching-Chih 2009 *The Size Premium in the Long Run*, December 25, dokument elektroniczny, tryb dostępu: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1368705], data wejścia: 25.06.2013].
- Mielcarz P. 2009 *Przepływny eksklusywny a metody wyceny akcji wchodzących w skład pakietów kontrolnych i niekontrolnych*, „Bank i Kredyt”, nr 40 (2).
- Nath E. W. 2011 *Best Practices Regarding Control Premiums: Comments Regarding The Appraisal Foundation's Proposed White Paper On Control Premiums*, „Journal of Business Valuation”, vol. 2, dokument elektroniczny, tryb dostępu: [<http://www.ericnath.com/articles/ControlPremiumWhitePaper.pdf>], data wejścia: 20.06.2013].



- Powszechne Krajowe Zasady Wyceny (PKZW) – Nota Interpretacyjna nr 5*, pt.: „Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw” z dnia 11 kwietnia 2011 roku, dokument elektroniczny, tryb dostępu: [<http://pfsrm.pl/standardy>, data wejścia: 19.06.2013].
- Pratt Shannon P. 2001 *Business Valuation Discounts and Premiums*, John Wiley&Sons, New York.
- Prusak B. 2012 *Wskaźniki rynku kapitałowego – zastosowanie w wycenach przedsiębiorstw oraz w strategiach inwestycyjnych*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa.
- Shaobing Y. 2007 *Marketability Discount Study: Evidence from China*, „Euro-Mediterranean Economics and Finance Review”, vol. 2, no. 2.
- Trojanowski G. 2003 *Equity Block Transfers in Transition Economies: Evidence from Poland*, EFA 2003 Conference Paper, no. 467, February 27, dokument elektroniczny, tryb dostępu: [<http://ssrn.com/abstract=424887>, data wejścia: 24.06.2013].
- Tuzimek R. 2011 *Wycena przedsiębiorstwa metodą porównawczą*, [w:] *Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki*, (red.) M. Panfil, A. Szablewski, Wydawnictwo Poltext, Warszawa.
- Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki*, (red.) M. Panfil, A. Szablewski, Wydawnictwo Poltext, Warszawa.
- Zarzecki D. 1999 *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.
- Zarzecki D., Byrka-Kita K. 2012 *Premia z tytułu kontroli w warunkach polskich*, „Przegląd Organizacji”, nr 2.
- Zarzecki D., Byrka K., Kozłowska-Nalewaj K., *Relationship between P/E Ratio, P/BV Ratio and Market Capitalization and Common Stock Returns. The Evidence for the Warsaw Stock Exchange*, dokument elektroniczny, tryb dostępu: [<http://www.sba.muohio.edu/abas/1998/finalenglishversionofthepaper.pdf>, data wejścia: 25.06.2013].

