

KATARZYNA BYRKA-KITA

SZACOWANIE PREMII Z TYTUŁU KONTROLI NA PODSTAWIE CEN PROPONOWANYCH W WEZWANIACH DO SPRZEDAŻY AKCJI

Wprowadzenie

W literaturze poświęconej finansom przedsiębiorstw premia z tytułu kontroli lub premia akwizycyjna pojawia się wówczas, gdy poruszane są zagadnienia dotyczące fuzji i przejęć, wyceny przedsiębiorstw oraz nadzoru korporacyjnego. Niemniej jednak ze względu na złożoność tego zjawiska oraz trudności związane z bezpośrednim pomiarem nie wypracowano jednej, ogólnie akceptowanej metodologii szacowania jej wartości. Bez wątplenia jednak wszystkie zaprezentowane poniżej podejścia znajdują swoje uzasadnienie w tradycyjnej teorii finansów, zgodnie z którą dwa aktywa generujące identyczne przepływy finansowe (lub umożliwiające w przyszłości ten sam poziom konsumpcji) powinny mieć tę samą cenę rynkową przy założeniu pozostałych warunków niezmiennych. W związku z powyższym prawo do głosowania, wielkość pakietu, czy sposób przeprowadzenia transakcji jako takie powinny być bezwartościowe a co za tym idzie różnice w cenie dwóch klas akcji różniących się jedynie pod względem prawa do głosowania na walnym zgromadzeniu lub akcji sprzedawanych w różnych pod względem wielkości pakietach muszą odzwierciedlać różnice w przyszłych strumieniach korzyści. Jensen i Meckling¹ uważają, iż opisywany paradoks znajduje swoje uzasadnienie w istnieniu dwóch grup właścicieli akcji – tzw. outsiderów, którzy dysponują jedynie prawem głosu oraz właścicieli – „menedżerów”, którzy kontrolują firmę. Pomimo faktu, iż wszyscy akcjonariusze mają zagwarantowane prawo do dywidendy na takim samym poziomie, właściciele dysponujący kontrolą mogą przedsięwziąć działania, które nie są w najlepszym interesie zewnętrznych właścicieli.

Klasyfikacja metod pomiaru premii

Analiza badań empirycznych przeprowadzonych w tym obszarze pozwoliła wyróżnić trzy główne nurty podejść do kwantyfikacji premii:

¹ M.C. Jensen, W.H. Meckling: *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, Vol. 3, Issue 4, s. 305–360.

- a) badania przeprowadzone w pierwszym nurcie koncentrują się na firmach z dwoma rodzajami akcji i wnoskują o wartości premii z tytułu kontroli na podstawie różnicy pomiędzy cenami rynkowymi akcji różniących się pod względem prawa do głosowania na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy;
- b) w drugim podejściu wartość premii z tytułu kontroli jest szacowana na podstawie różnicy pomiędzy ceną zaproponowaną w wezwaniu oraz ceną rynkową danego waloru przed lub po ogłoszeniu wezwania;
- c) badania zakwalifikowane do trzeciego nurtu szacują wartość kontroli jako różnicę pomiędzy ceną zapłaconą za akcję sprzedawaną w bloku akcji a ceną rynkową tego samego waloru po upublicznieniu informacji na temat zawartej transakcji.

Należy tu jednocześnie podkreślić, iż przedstawiony podział może budzić kontrowersje, gdyż jest on bardzo ogólny i nieostry, nie ma charakteru wyczerpującego. Jest to raczej podział typologiczny, który ma charakter bardziej elastyczny niż klasyfikacja, która musi być wyczerpująca i rozłączna.

Celem niniejszej pracy jest prezentacja zarówno specyfiki podejścia polegającego na mierzeniu premii na podstawie różnicy pomiędzy ceną zaproponowaną w wezwaniu oraz ceną rynkową danego waloru przed lub po ogłoszeniu wezwania. Omówione zostaną również wyniki badań dotychczas przeprowadzonych w Polsce, jak i na innych rynkach kapitałowych.

Szacowanie premii na podstawie różnicy pomiędzy ceną zaproponowaną w wezwaniu oraz ceną rynkową danego waloru przed lub po ogłoszeniu wezwania

W przypadku drugiego nurtu metod szacowania premii z tytułu kontroli, procedura badawcza sprowadza się do porównywania ceny zaproponowanej w publicznym wezwaniu do sprzedaży akcji z ceną rynkową zaobserwowaną na kilka dni lub miesięcy przed lub w dniu ogłoszenia wezwania do sprzedaży akcji:

$$\begin{aligned} & \text{premia z tytułu kontroli} = \\ & = (\text{cena zaproponowana w wezwaniu} - \text{cena akcji na rynku}) / \text{cena akcji na rynku}. \end{aligned}$$

Hanouna, Sarin i Shapiro² podkreślają, że źródeł premii płaconych w tego typu transakcjach należy poszukiwać w informacji, a innymi słowy w przeświadczeniu nabywającego o niedowartościowaniu spółki-celu lub w korzyściach wynikających z tytułu kontroli, a innymi słowy w możliwościach tkwiących w zarządzaniu jej zasobami. Ich zdaniem premie płacone w transakcjach, w przypadku których następuje transfer kontroli mogą być zawyżone właśnie ze względu na wyżej wspomniany komponent informacyjny. Stąd, idealną sytuacją, w której doszłoby do wyceny tylko i wyłącznie premii byłaby taka, w której jedyną cechą różniącą dwie transakcje byłaby możliwość uzyskania kontroli lub jej brak, bowiem

² P.E. Hanouna, A. Sarin, A.C. Shapiro: *Value of Corporate Control: Some International Evidence*, USC Finance & Business Econ. Working Paper No. 01-4 2001, <http://ssrn.com/abstract=286787> or doi:10.2139/ssrn.286787.

inne motywy znalazłyby odzwierciedlenie w transakcjach dotyczących pakietów mniejszościowych (w przypadku których również może się pojawić premia wynikająca z niedowartościowania akcji w danym momencie). W konsekwencji ich zdaniem premia z tytułu kontroli powinna być mierzona w następujący sposób:

$$\text{premia z tytułu kontroli} = \bar{P}_k - P_m,$$

gdzie:

- P_m – premia zapłacona w przypadku akcji sprzedanej w pakiecie mniejszościowym,
- P_m = (cena akcji sprzedanej w pakiecie mniejszościowym – rynkowa cena akcji 4 tyg. przed ogłoszeniem transakcji)/rynkowa cena akcji 4 tyg. przed ogłoszeniem transakcji,
- \bar{P}_k – mediana premii zapłaconych w transakcjach, w efekcie których nastąpił transfer kontroli w kraju, roku oraz sektorze, w którym działa spółka, której akcji dotyczyła transakcja mniejszościowa
- P_k = (cena akcji sprzedanej w pakiecie kontrolnym – rynkowa cena akcji 4 tyg. przed ogłoszeniem transakcji)/rynkowa cena akcji 4 tyg. przed ogłoszeniem transakcji.

Hanouna, Sarin i Shapiro³ dopasowują do transakcji zawieranych na pakietach mniejszościowych mediany z transakcji, w efekcie których następuje transfer kontroli w spółce. Ich zdaniem jest to najskuteczniejszy ze sposobów oszacowania tylko i wyłącznie wartości premii z tytułu kontroli z wyłączeniem efektu komponentu informacyjnego, który znajdzie odzwierciedlenie w cenach pakietów mniejszościowych. Podobną metodę stosują Meeker i Joy⁴, którzy w ramach zbioru danych B (37 transakcji) poszukiwali par transakcji dotyczących akcji tych samych spółek – szacując premię z tytułu kontroli porównywali ze sobą transakcje, w których następował transfer kontroli z następującymi po nich transakcjami dotyczącymi pakietów mniejszościowych. Z kolei w przypadku zestawu A zastosowali prostszą procedurę – porównywali średnie ceny transakcyjne (standaryzowane wartością księgową spółki na koniec poprzedniego roku) pakietów kontrolnych z cenami transakcyjnymi (standaryzowanymi wartością księgową spółki na koniec poprzedniego roku) pakietów mniejszościowych. Natomiast Hagendorff, Hernando, Nieto i Wall⁵, analizując premie z tytułu kontroli płacone w ramach transakcji realizowanych w Europie posłużyli się następującą formułą:

$$\text{premia z tytułu kontroli} = [(cena transakcyjna)/(s \times BV \text{ kapitału własnego}) - 1] \times 100,$$

gdzie:

- s – wielkość nabywanego udziału,
- BV – wartość księgową kapitału własnego w roku podatkowym poprzedzającym ogłoszenie transakcji.

³ *Ibidem*.

⁴ L. Meeker, O. Joy: *Price Premiums for Controlling Shares of Closely Held Bank Stock*, „Journal of Business” 1980, 53, 3, s. 297–314.

⁵ J. Hagendorff, I. Hernando, M. Nieto, L. Wall: *What Do Premiums Paid for Bank M&As Reflect? The Case of the European Union*, Working Paper Series (Federal Reserve Bank of Atlanta), 5, 2010, s. 1–35.

Należy tu zwrócić uwagę, iż sam pakiet kontrolny bywa różnie definiowany przez poszczególnych badaczy, np. w bazie Factset Mergerstat/BVR Control Premium Study, tworzonych przez Mergerstat i Business Valuation Resources, uwzględniane są transakcje spółek publicznych, w rezultacie których nabywca dysponujący pakietem mniejszościowym (lub równym 0%) osiąga udział na poziomie przynajmniej 50,1% kapitału własnego. Podobnie definiują pakiet kontrolny Betton, Eckbo, Thorburn⁶, Nathan K., O'Keefe⁷. Baker, Pan, Wurgler⁸ badając transakcje przejęć biorą pod uwagę transakcje dotyczące przynajmniej 85% akcji spółki-celu, natomiast Meeker i Joy⁹ do bazy transakcji kwalifikują jedynie takie, które dotyczą przynajmniej 50% kapitału własnego. Z kolei według Hanouny, Sarin i Shapiro¹⁰ transakcje dotyczące pakietów kontrolnych to takie, w konsekwencji których przejmujący zwiększył swój stan posiadania z 30% przed transakcją do powyżej 50% kapitału własnego po transakcji. Natomiast transakcje dotyczące pakietów mniejszościowych to takie, w wyniku których przejmujący przed i po transakcji dysponował pakietem mniejszym niż 30%. Niemniej jednak ci sami badacze podkreślają, że zdefiniowanie jednego progu dla wszystkich transakcji uzyskania kontroli jest niemożliwe (a w przypadku gdy porównywane są różne systemy prawne jeszcze bardziej skomplikowane) – zazwyczaj 50% wystarcza aby samodzielnie decydować o losach spółki, niemniej jednak w warunkach rozdrobnionego akcjonariatu znacznie mniejszy udział w strukturze własności gwarantuje sprawowanie kontroli. Z drugiej zaś strony zawarte w statucie zapisy mogą zrównywać w prawach wszystkich akcjonariuszy, wymagać większości kwalifikowanej lub ograniczać prawa niektórych akcjonariuszy. Przykładem takiej sytuacji może być statut PKO BP, w którym ograniczono prawa głosu akcjonariuszy na WZA do 10%. Ograniczenie to nie dotyczy akcjonariuszy, którzy w kwietniu 2011 byli uprawnieni do głosowania z akcji reprezentujących więcej niż 10 proc. ogólnej liczby głosów oraz akcjonariuszy, którzy są uprawnieni z akcji imiennych serii A. W kwietniu 2011 Skarb Państwa dysponował akcjami dającymi 40,99% głosów na WZA, natomiast Bank Gospodarstwa Krajowego posiadał 10,25% głosów. Celem wprowadzonej poprawki było zapewnienie Skarbowi Państwa kontroli nad bankiem pomimo zmniejszenia udziału SP w akcjonariacie w rezultacie planowanej emisji akcji. Wyniki badań przeprowadzonych przez Hagendorff, Hernando, Nieto, Wall¹¹ stanowią potwierdzenie powyższych wywodów, bowiem wskazują na fakt, że premia osiąga najwyższy poziom po przekroczeniu progu 30% głosów na WZA, co świadczy o tym, iż już 30% głosów umożliwia realizację prywatnych korzyści z tytułu kontroli.

⁶ S. Betton, E.B. Eckbo, K.S. Thorburn: *Merger negotiations and the toehold puzzle*, „Journal of Financial Economics” 2009, Vol. 91, Issue 2, s. 158–178.

⁷ K. Nathan, T. O'Keefe: *The Rise in Takeover Premiums: An Exploratory Study*, „Journal of Financial Economics” 1989, 23, 1, s. 101–119.

⁸ M.P. Baker, X. Pan, J.A. Wurgler: *A Reference Point Theory of Mergers and Acquisitions*, NBER Working Paper Series, Vol. w15551, 2009, dostępny na stronie SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1518744>.

⁹ L. Meeker, O. Joy: *op.cit.*

¹⁰ P.E. Hanouna, A. Sarin, A.C. Shapiro: *op.cit.*

¹¹ J. Hagendorff, I. Hernando, M. Nieto, L. Wall: *op.cit.*

Przegląd wyników badań

Prezentowane w literaturze procedury realizowane przez różnych badaczy różnią się nie tylko pod względem formuły, progu przejścia kontroli, ale również okna badania:

- Mergerstat Control Premium Study szacuje premię w odniesieniu do tzw. unaffected price, czyli takiej ceny rynkowej, na której poziom nie miały wpływu wycieki informacji na temat planowanego przejęcia,
- Baker, Pan i Wurgler¹² biorą pod uwagę cenę rynkową spółki-celu na 30 dni przed ogłoszeniem wezwania,
- Hanouna, Sarin i Shapiro¹³ biorą pod uwagę cenę rynkową spółki-celu na 4 tygodnie, 1 tydzień, 1 dzień przed ogłoszeniem wezwania,
- Betton, Eckbo i Thorburn¹⁴ biorą pod uwagę cenę rynkową spółki-celu na 41 dni przed ogłoszeniem wezwania,
- Madura i Ngo¹⁵ biorą pod uwagę cenę rynkową spółki-celu zaobserwowaną 1 dzień lub 4 tygodnie przed ogłoszeniem wezwania oraz relację ceny z dnia przyjęcia oferty przez akcjonariuszy spółki-celu do ceny na 4 tyg. przed ogłoszeniem wezwania
- Nathan, O’Keefe¹⁶, aby wyeliminować zjawisko wycieku informacji o przejęciu, szacują premię na podstawie ceny spółki-celu sprzed 60 dni przed podaniem do publicznej wiadomości informacji na temat wezwania.

W tabeli 1 podsumowano wyniki przytaczanych badań.

Tabela 1

Premie z tytułu kontroli oszacowane na podstawie wezwań

| Autor | Kraj | Okres badania | Wielkość próby | Premia średnia (mediana) |
|---|---|---------------|--|--|
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Hanouna, Sarin, Shapiro ^a | kraje G7: USA, Japonia, Niemcy, Francja, Włochy, UK, Kanada | 1986–2000 | 9566 transakcji | USA (25,88%) Japonia (11,35%) Niemcy (19,47%) Francja (0,00%) UK (21,42%) Włochy (3,26%) Kanada (18,77%) |
| Factset Mergerstat/BVR Control Premium Study ^b | Ponad 20 krajów | 1998–2011 | W kwietniu 2011 baza zawierała ponad 7500 transakcji | W czwartym kwartale 2010 premia wyniosła 38,74% (33,7%) i została obliczona na podstawie 177 transakcji |

¹² M.P. Baker, X. Pan, J.A. Wurgler: *op.cit.*

¹³ P.E. Hanouna, A. Sarin, A.C. Shapiro: *op.cit.*

¹⁴ S. Betton, E.B. Eckbo, K.S. Thorburn: *op.cit.*

¹⁵ J. Madura, T. Ngo: *Clustered Synergies in the Takeover Market*, „Journal of Financial Research” 2008, 31, 4, s. 333–356.

¹⁶ K. Nathan, T. O’Keefe: *op.cit.*

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|--|--------|-----------|---|---|
| Baker, Pan, Wurgler ^c | USA | 1984–2007 | 7 498 transakcji | Premia oszacowana na 30 dni przed ogłoszeniem transakcji: 32,54% (29,39%) |
| Betton, Eckbo, Thorburn ^d | USA | 1973–2002 | 10 806 transakcji | – pierwsze wezwanie: 44,5% – ostateczne wezwanie: 46,1% |
| Madura, Ngo ^e | USA | 1990–2005 | 2 940 transakcji | – premia oszacowana na podstawie ceny z 1 dnia przed ogłoszeniem wezwania: 31,88% (27,19%) – premia oszacowana podstawie ceny na 4 tyg. przed ogłoszeniem wezwania: 39,87% (36,17%) – cena z dnia przyjęcia oferty przez akcjonariuszy spółki-celu do ceny na 4 tyg. przed ogłoszeniem wezwania 46,37% (44,16%) |
| Nathan K., O’Keefe ^f | USA | 1963–1985 | 681 transakcji | 1963–1973: 41% 1974–1985: 75% |
| Meeker, Joy ^g | USA | 1964–1975 | zbiór A: 563 transakcji zbiór B: 37 par transakcji | zbiór A: 52% zbiór B: 72% |
| Massari, Monge, Zanetti ^h | Włochy | 1993–2003 | 10 transakcji | 18,02% (13,00%) |
| Hagendorff, Hernando, Nieto, Wall ⁱ | Europa | 1997–2007 | 236 transakcji | próg kontroli 10%: 122,6% próg kontroli 20%: 122,6% próg kontroli 30%: 125,7% próg kontroli 40%: 123,1% próg kontroli 50%: 122,6% ^j |
| Piecek ^k | Polska | 1998–2000 | 169 wezwań | – premia w dniu ogłoszenia wezwania: 105,13% (102,74%) – premia na 5 dni przed ^l : 110, 97% (105,77%) – premia na 20 dni przed: 118, 27% (111,44%) – premia na 30 dni przed: 123,71% (116,44%) – premia na 40 dni przed: 128,30% (131,07%) – premia na 60 dni przed: 134,02% (139,11%) – premia na 80 dni przed: 136,50% (136,16%) |
| Piecek ^m | Polska | 1998–2003 | 200 wezwań | – premia w dniu ogłoszenia wezwania: 9,49% (4,74%) – premia na 5 dni przed ⁿ : 11,73% (7,16%) – premia na 20 dni przed: 14,51% (9,26%) – premia na 30 dni przed: 17,33% (11,80%) |

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|-----------------------------------|--------|-----------|-------------------------------|--|
| Michalewski, Palica ^a | Polska | 2000–2004 | 186 wezwań | Premia wobec kursu w dniu ogłoszenia wezwania: 10,10% (4,55%) Premia wobec kursu na 4 tygodnie przed ogłoszeniem wezwania: 16,22% (8,05%) |
| Buszko ^b | Polska | 1996–2002 | 21 wezwań w sektorze bankowym | Premia wobec kursu w dniu ogłoszenia wezwania: od -27,22% do 37,50% Premia wobec kursu na 4 tygodnie przed ogłoszeniem wezwania: od -22,62% do 43,22% |
| Lewandowski, Strysik ^c | Polska | 1998–2000 | 63 wezwania | 1998: – premia w dniu ogłoszenia wezwania: 107,46% (102,74%) – premia na 4 tyg. przed ^d : 117,78% (125,25%) 1999: – premia w dniu ogłoszenia wezwania: 104,99% (105,77%) – premia na 4 tyg. przed ^d : 113,04% (114,90%) 2000: – premia w dniu ogłoszenia wezwania: 105,00% (107,50%) – premia na 4 tyg. przed ^d : 112,04% (111,31%) |
| Nogalski, Szymański ^e | Polska | 1999–2003 | 171 wezwań | 7,70% (5,67%) |

^a P.E. Hanouna, A.C. Sarin, A.C. Shapiro: *op.cit.*

^b *Mergerstat Control Premium Study 4th Quarter 2010*, FactSet Mergerstat, LLC, 2011.

^c M.P. Baker, X. Pan, J.A. Wurgler: *op.cit.*

^d S. Betton, E.B. Eckbo, K.S. Thorburn: *op.cit.*

^e J. Madura, T. Ngo: *op.cit.*

^f K. Nathan, T. O'Keefe: *op.cit.*

^g L. Meeker, O. Joy: *op.cit.*

^h M. Massari, V. Monge, L. Zanetti: *op.cit.*

ⁱ J. Hagendorff, I. Hernando, M. Nieto, L. Wall: *op.cit.*

^j Przedstawione premie z tytułu kontroli nie mogą być porównywane z pozostałymi, ze względu na odmienną formułę.

^k G. Piecek: *Analiza wysokości premii za kontrolę na polskim rynku kapitałowym*, [w:] *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 99, 2003, s. 465–473.

^l Przed ogłoszeniem wezwania.

^m G. Piecek: *op.cit.*

ⁿ Przed ogłoszeniem wezwania.

^o M. Michalewski, Z. Palica: *Premia akwizycyjna na polskim rynku kapitałowym w latach 2000–2004*, [w:] *Zarządzanie finansami: Inwestycje i wycena przedsiębiorstw*, red. D. Zarzecki, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2006, s. 410–421.

^p M. Buszko: *Premia akwizycyjna w Polsce na przykładzie fuzji i przejęć banków komercyjnych notowanych na GPW w Warszawie*, Prace Naukowe AE we Wrocławiu nr 974, 2003, s. 109–121.

^r M. Lewandowski, M. Kamiński, N. Kulpa, W. Olechowski, R. Rybacki, J. Strysik, M. Steindel: *Fuzje i przejęcia na tle tendencji światowych*, WIG-Press, Warszawa 2001, s. 131.

^s Przed ogłoszeniem wezwania.

^t Przed ogłoszeniem wezwania.

^u Przed ogłoszeniem wezwania.

^w B. Nogalski, M. Szymański: *Akcjonariusze spółek wobec wezwania do sprzedaży akcji*, „Przegląd Organizacji” 9/2004, s. 17–20.

Źródło: opracowanie własne.

Madura i Ngo¹⁷, podsumowując wyniki swoich badań, sformułowali bardzo ciekawe wnioski dotyczące rynku amerykańskiego:

- na poziom premii ma bardzo duży wpływ wartość premii wypłacanych w innych transakcjach fuzji i przejęć przeprowadzonych w niedalekiej przeszłości w sektorze, w którym działa dana spółka oraz sfinansowanych za pomocą tej samej metody, zdecydowanie mniejsze znacznie ma premia historyczna oszacowana dla całej gospodarki,
- związek pomiędzy premią z tytułu kontroli a indeksem synergii¹⁸ jest najsilniejszy w przypadku wyboru 3-miesięcznego okna obserwacji (badacze analizowali zarówno premie, jak i indeksy obliczone na podstawie cen rynkowych odnotowanych na 3, 6 i 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania).

Podsumowanie

W kontekście wyceny przedsiębiorstw, korzystając z wartości premii z tytułu kontroli oszacowanej na podstawie ceny transakcyjnej i rynkowej w transakcjach przejęć przeprowadzanych w drodze publicznych wezwań do sprzedaży akcji, należy pamiętać o tym, że premia realizowana w takich sytuacjach przez sprzedającego w wielu przypadkach wynika przede wszystkim z oczekiwanych efektów synergii, których pojawienia się oczekuje nabywca. Stąd stosowanie jej jako benchmarku w sytuacjach, gdy przejmowana jest kontrola finansowa i spółka będzie dalej funkcjonowała jako samodzielny podmiot, być może lepiej zarządzany (powodem przejęcia może być właśnie przekonanie o tym, że spółka jest nieefektywnie zarządzana), niemniej jednak samodzielny może doprowadzić do zawyżenia wartości, bowiem korzyści z tytułu synergii nie pojawią się. Dodatkowo premia z tytułu kontroli realizowana w przejęciach jest natury rzeczy zawyżona bowiem liczona jest na podstawie podmiotów, które zostały wyselekcjonowane i uznane za najbardziej atrakcyjne w sektorze. Dane transakcyjne mogą również zaburzać czynniki nie mające nic wspólnego z korzyściami z tytułu kontroli finansowej czy też strategicznej, a związane z następującymi zjawiskami:

- korzyściami podatkowymi, których potencjalnym beneficjentem może być jedynie przejmujący (buyer specific synergies),

¹⁷ J. Madura, T. Ngo: *op.cit.*

¹⁸ Indeks synergii to średnia premia obliczona na podstawie zawartych w przeszłości transakcji przejęć.

- złą wyceną waloru przez rynek a tym samym jego niedowartościowaniem lub prze-
wartościowaniem,
- przeciekami informacji na temat planowanego przejęcia (wówczas cena obserwo-
wana na rynku rośnie a w konsekwencji wartość premii jest zaniżona),
- problemem agencji – innymi słowy ambicją i pychą menedżerów, zastępujących
cel w postaci maksymalizacji wartości firmy dążeniem do zarządzania jak naj-
większymi podmiotami (co zazwyczaj prowadzi do przepłacania za przejmowane
przedsiębiorstwa),
- ustawowymi wymogami wymuszającymi konieczność ogłaszania wezwań do
sprzedaży akcji,
- umiejętnościami negocjacyjnymi jednej ze stron lub chęcią zawarcia transakcji za
wszelką cenę.

Rozwiązaniem przynajmniej części analizowanych w pracy problemów byłoby stwo-
rzenie procedury selekcji transakcji do bazy adekwatnej do celu badań.

Innymi słowy, analizie powinny być poddawane jedynie te transakcje, w przypadku
których dochodzi do transferu kontroli w spółce. Kolejną modyfikacją standardowego po-
dejścia mogłaby być propozycja szacowania premii z tytułu kontroli na podstawie różnicy
ceny zaproponowanej w wezwaniu oraz ceny, którą podmiot zainteresowany przejęciem
kontroli jest zmuszony zaproponować w związku z wymogami narzucanym przez ustawo-
dawcę.

Literatura

Baker M.P., Pan X., Wurgler J.A.: *A Reference Point Theory of Mergers and Acquisi-
tions*, NBER Working Paper Series, Vol. w15551, 2009, <http://ssrn.com/abstract=1518744>.

Betton S., Eckbo E.B., Thorburn K.S.: *Merger negotiations and the toehold puzzle*,
„Journal of Financial Economics” 2009, Vol. 91, Issue 2.

Buszko M.: *Premia akwizycyjna w Polsce na przykładzie fuzji i przejęć banków komercyjnych noto-
wanych na GPW w Warszawie*, Prace Naukowe AE we Wrocławiu nr 974, 2003.

Hagendorff J., Hernando I., Nieto M., Wall L.: *What Do Premiums Paid for Bank M&As Reflect? The
Case of the European Union*, Working Paper Series (Federal Reserve Bank of Atlanta), 5, 2010.

Hanouna P.E., Sarin A., Shapiro A.C.: *Value of Corporate Control: Some International Evidence*,
USC Finance & Business Econ. Working Paper No. 01-4, 2001, <http://ssrn.com/abstract=286787>
or doi:10.2139/ssrn.286787.

Jensen M.C., Meckling W.H.: *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Owner-
ship Structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, Vol. 3, Issue 4.

Lewandowski M., Kamiński M., Kulpa N., Olechowski W., Rybacki R., Stryśnik J., Steindel M.: *Fuzje
i przejęcia na tle tendencji światowych*, WIG-Press, Warszawa 2001.

Madura J., Ngo T.: *Clustered Synergies in the Takeover Market*, „Journal of Financial Research”
2008, 31, 4.

- 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, Vol. 10.
- Meeker L., Joy O.: *Price Premiums for Controlling Shares of Closely Held Bank Stock*, „Journal of Business” 1980, 53, 3.
- Mergerstat Control Premium Study 4th Quarter 2010*, FactSet Mergerstat, LLC, 2011.
- Michalewski M., Palica Z.: *Premia akwizycyjna na polskim rynku kapitałowym w latach 2000–2004*, [w:] *Zarządzanie finansami: Inwestycje i wycena przedsiębiorstw*, red. D. Zarzecki, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2006.
- Nathan K., O’Keefe T.: *The Rise in Takeover Premiums: An Exploratory Study*, „Journal of Financial Economics” 1989, 23, 1.
- Nogalski B., Szymański M.: *Akcjonariusze spółek wobec wezwania do sprzedaży akcji*, „Przegląd Organizacji” 2004, nr 9.
- Piecek G.: *Analiza wysokości premii za kontrolę na polskim rynku kapitałowym*, [w:] *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 991, Wrocław 2003.

dr Katarzyna Byrka-Kita
Uniwersytet Szczeciński

Streszczenie

W artykule zaprezentowano klasyfikację podejść do pomiaru premii z tytułu kontroli, którą stworzono na podstawie analizy przeprowadzonych nad tym zagadnieniem badań. Następnie szczegółowo zaprezentowano podejście polegające na szacowaniu premii na podstawie różnicy pomiędzy ceną zaproponowaną w wezwaniu oraz ceną rynkową danego waloru przed lub po ogłoszeniu wezwania.

CONTROL PREMIUM MEASUREMENT ON THE BASIS OF THE PRICE DIFFERENCES BETWEEN MARKET PRICE AND PRICE OFFERED IN CALLS FOR THE SALES OF SHARES IN VOLUNTARY TENDER OFFERS

Summary

The main purpose of the paper is to present classification of the approaches to the control premium measurement, which was elaborated on the basis of the extensive literature review. Then the methodology based on differences between market price and price offered in calls for the sales of shares in voluntary tender offers was discussed in a greater detail. The paper can be regarded as an introduction to a broader discussion and analysis of premiums reflecting degree of control.