

Michał Kałdoński, Jacek Mizerka

Akademia Ekonomiczna w Poznaniu

IDENTYFIKACJA I WYCENA PRYWATNYCH KORZYŚCI Z KONTROLI

1. Wstęp

Prywatne korzyści płynące z kontroli nad zasobami przedsiębiorstwa stanowią jedno z podstawowych zagadnień, którym zajmują się współcześni badacze finansów przedsiębiorstwa. Znajduje to swoje odzwierciedlenie w literaturze przedmiotu. Szczególnie w publikacjach poświęconych ochronie inwestorów i jej znaczeniu dla rozwoju rynków finansowych główny nacisk kładziony jest na wartość prywatnych korzyści, które odnosi strona kontrolująca przedsiębiorstwo.

Trudności z identyfikacją i pomiarem wartości prywatnych korzyści z kontroli wynikają z natury zjawiska. Kompletny katalog przejawów prywatnych korzyści z kontroli jak dotąd nie został sporządzony. W konsekwencji możliwy jest tylko pośredni pomiar tych korzyści. Najbardziej aktualne badania z tego zakresu wskazują, że prywatne korzyści z kontroli stanowią średnio 14% wartości kapitału własnego [Dyck, Zingales 2004, s. 537-600].

Jednym z możliwych sposobów pośredniego szacowania wartości prywatnych korzyści z kontroli jest wycena wartości możliwości zmiany struktury własności przedsiębiorstwa. Decyzja o wyborze struktury własności jest wynikiem uwzględnienia wielu, często przeciwstawnie oddziałujących czynników. Ostatecznym kryterium wyboru jest jednak wartość firmy. Maksymalizowanie wartości firmy utożsamia się bowiem z maksymalizowaniem bogactwa właściciela.

2. Pojęcie i pomiar prywatnych korzyści z kontroli

Przez pojęcie prywatnych korzyści z kontroli w literaturze przedmiotu bardzo często rozumie się „psychologiczną” wartość, jaką udziałowcy przypisują posiadaniu władzy. Pogląd taki prezentują między innymi Aghion i Bolton oraz Harris i Raviv [Anion, Bolton 1992, s. 473-494; Harris, Raviv 1998, s. 203-235]. Innym, bardziej namacalnym źródłem pochodzenia prywatnych korzyści z kontroli są

świadczenia dodatkowe (*perquisites*). Według Jensena i Mecklinga [1976, s. 305-360] menedżer posiadający udziały w przedsiębiorstwie może czerpać dwojakiego rodzaju korzyści. Pierwszy rodzaj korzyści, których rozmiar jest wprost proporcjonalny do posiadanych udziałów, wynika ze wzrostu wartości przedsiębiorstwa i ma postać dywidend lub zysków kapitałowych. Drugi ich rodzaj to różnego rodzaju świadczenia dodatkowe (luksusowe biura, samochody służbowe, atrakcyjny personel, prestiż i szacunek wśród pracowników itp.), które przynależne są wyłącznie menedżerowi.

Wykorzystanie zasobów przedsiębiorstwa w celu osiągnięcia świadczeń dodatkowych jest znacznie bardziej wymiernym aniżeli prowadzenie przedsiębiorstwa na „sвій sposób” sposobem realizacji prywatnych korzyści z kontroli. Nie oznacza to jednak, że jest ono sposobem najbardziej istotnym. Wywłaszczanie udziałowców mniejszościowych (*tunneling*) przez stronę kontrolującą przedsiębiorstwo może się odbywać na znacznie większą skalę i w znacznie bardziej wyrafinowany sposób [Johnson i in. 2000, s. 22-27]. Zdaniem Johnsona, La-Porty, Lopeza-de-Silanesa oraz Schleifera można wyróżnić dwie podstawowe formy takich działań. Pierwsza z nich polega na transferze zasobów przedsiębiorstwa poprzez zawieranie transakcji z samym sobą (*self-dealing*). Do tego typu transakcji można zaliczyć zarówno działania z definicji nielegalne, takie jak kradzież czy oszustwo, jak i działania z pozoru legalne. Te ostatnie obejmują kupno lub sprzedaż produktów i aktywów po cenach odbiegających od cen rynkowych, nadmierne w stosunku do obowiązujących na rynku, wynagrodzenia menedżerów, gwarancje spłaty pożyczek czy przejęcie dla własnych celów możliwości inwestycyjnych przedsiębiorstwa. Innym sposobem wywłaszczania udziałowców mniejszościowych są transakcje prowadzące do rozwodnienia roszczeń (*dilution*). Zwiększanie udziału strony kontrolującej odbywa się tutaj za pośrednictwem rozładniania udziałów (*dilutive share issues*), zamrożenia udziałów mniejszościowych (*minority freeze-outs*), zamkniętych emisji akcji (*insider trading*), ukrytych przejęć udziałów (*creeping acquisitions*) czy innych transakcji finansowych prowadzących do dyskryminacji posiadaczy udziałów mniejszościowych.

Psychologiczny aspekt prywatnych korzyści płynących z kontroli jest znacznie trudniejszy do określenia, a co za tym idzie – do skwantyfikowania. Jako przykład takich korzyści Demsetz i Lehn podają udogodnienia (*amenities*) przynależne właścicielom klubów sportowych i mediów w postaci możliwości wywierania wpływu na wyniki zawodów czy na opinię publiczną [Demsetz, Lehn 1985, s. 1155-1177]. Inni autorzy zwracają uwagę na prestiż społeczny, tradycje rodzinne, możliwość promowania krewnych, czyli kwestie związane z szeroko rozumianą reputacją (*reputation*) [Holmen, Högfeldt 2000].

Mając na względzie powyższe rozważania, należy stwierdzić, iż mianem prywatnych korzyści z kontroli można określić każdą sytuację, w której jakakolwiek wartość, bez względu na jej źródło pochodzenia, nie jest dzielona pomiędzy udziałow-

ców w proporcji wynikającej z posiadanych udziałów, lecz jej jedynym beneficjentem jest wyłącznie strona kontrolująca [Dyck, Zingales 2004, s. 537-600]. Jednocześnie należy zauważyć, że prywatne korzyści z kontroli mogą mieć postać zarówno pieniężną (*pecuniary benefits*), jak i niepieniężną (*non-pecuniary benefits*). Różnice między prywatnymi korzyściami z kontroli mogą także dotyczyć stopnia ich zbywalności (*transferability*). Podstawowe rodzaje prywatnych korzyści z kontroli zestawione zostały w tab.1.

Tabela 1. Podstawowe rodzaje prywatnych korzyści z kontroli

Stopień zbywalności/ forma	Korzyści pieniężne	Korzyści niepieniężne
Wysoka zbywalność	I. Transakcje z samym sobą (<i>self-dealing</i>)	III. Udogodnienia (<i>amenities</i>)
Niska zbywalność	II. Rozwładnianie roszczeń (<i>dilution</i>)	IV. Reputacja (<i>reputation</i>)

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Erhardt, Nowak 2001].

Istota prywatnych korzyści z kontroli sprawia, że ich bezpośredni pomiar jest bardzo trudny, o ile w ogóle możliwy. Znajduje to odzwierciedlenie w stosowanych w praktyce metodach pomiaru prywatnych korzyści płynących z kontroli. W literaturze przedmiotu można znaleźć dwie takie metody.

Pierwsza z metod została zaproponowana przez Barclaya i Holdernessa [1989, s. 371-395]. Wspomniana metoda za punkt wyjścia przyjmuje założenie, iż w cena udziału płacona przez nabywcę kontrolnego pakietu akcji odpowiada łącznej wartości korzyści, jakie on uzyskuje w postaci określonej części przepływu pieniężnego generowanego przez przedsiębiorstwo oraz prywatnych korzyści z kontroli. Pierwszy rodzaj korzyści łączy się z posiadaniem odpowiedniej liczby udziałów w przedsiębiorstwie, drugi zaś wynika z zajmowanej pozycji. Z kolei rynkowa cena udziałów po przejęciu kontroli odpowiada udziałowi posiadacza pakietu mniejszościowego w przepływie pieniężnym generowanym przez przedsiębiorstwo pod rządami nowych menedżerów. Różnica pomiędzy ceną udziału w transakcji prowadzącej do objęcia pakietu kontrolnego a ceną rynkową odnotowaną po ogłoszeniu transakcji sprzedaży pakietu określa wartość prywatnych korzyści z kontroli.

Podstawę drugiego sposobu szacowania wartości prywatnych korzyści z kontroli stanowi zróżnicowanie akcji według kryterium liczby praw głosu. Według Rydqvista, Zingalesa oraz Nenovej wartość prywatnych korzyści płynących z kontroli odpowiada różnicy między cenami udziałów z różnymi prawami głosu [Rydqvist 1987; Zingales 1994, s. 125-148; Zingales 1995, s. 1047-1073; Nenova 2000].

W literaturze zwraca się uwagę na niedoskonałość obu scharakteryzowanych wyżej metod, szacunki wartości prywatnych korzyści płynące z kontroli z wykorzystaniem tych metod nie uwzględniają niestety niepieniężnych korzyści z kontroli [Dyck, Zingales 2004].

Warto podkreślić, że prywatne korzyści płynące z kontroli, z natury rzeczy, są trudne do zidentyfikowania i kwantyfikacji. W przeciwnym przypadku możliwość dochodzenia swoich praw na drodze sądowej przez udziałowców mniejszościowych oznaczałaby utratę prywatnego charakteru tych korzyści.

3. Prawo do zmiany struktury własności jako przejaw prywatnych korzyści z kontroli

Spółka prywatna i spółka publiczna to dwie podstawowe formy struktury własności przedsiębiorstwa. Wybór struktury własności jest wynikiem kompromisu pomiędzy określonymi korzyściami i kosztami [Pagano, Panetta, Zingales 1998, s. 27-64]. Korzyści płynące z funkcjonowania w formie spółki publicznej stanowią koszty prowadzenia działalności jako spółka prywatna i odpowiednio odwrotnie.

Problematyka wyboru struktury własności przedsiębiorstwa znajduje szerokie odzwierciedlenie w literaturze przedmiotu. Wśród najważniejszych korzyści płynących z funkcjonowania w formie spółki publicznej wymienia się: korzyści z dywersyfikacji ryzyka, płynności udziałów czy monitoringu menedżerów. Koszty działania w formie spółki publicznej to: wszelkie koszty wynikające z rozdzielenia własności i kontroli, koszty sprawozdawczości i audytu oraz koszty utraty przewagi konkurencyjnej wskutek wypełniania obowiązków informacyjnych. Do najważniejszych opracowań omawiających te kwestie zaliczyć należy prace takich autorów, jak: Leland i Pyle [1977, s. 371-387], Holmström i Tirole [1993, s. 678-709], Bolton i Von Thadden [1998, s. 1-26], Amihud i Mendelson [1998, s. 5-15] oraz Chemmanour i Fulghieri [1999, s. 249-280]. Tylko w nielicznych publikacjach uwzględnia się jednak możliwość zmiany decyzji i odsunięcia jej w czasie. Przykładem może tu być model wyboru zaproponowany przez S. Benninge, M. Helmantela i O. Sariga [2005, s. 115-132]. W tym modelu rozważa się przypadek przedsiębiorcy, który rozpatruje możliwość wprowadzenia spółki na giełdę. Przyjmuje się przy tym, że w każdym momencie istnieje możliwość odwrócenia podjętej wcześniej decyzji. W celu skoncentrowania się wyłącznie na wyborze struktury własności w modelu pomija się problem zróżnicowania inwestycji. Kryterium wyboru struktury własności jest wartość firmy wyznaczana na podstawie przepływów pieniężnych. Kształtowanie się przepływów pieniężnych odzwierciedlone zostało z wykorzystaniem drzewa dwumianowego. Pomiedzy wielkością przepływu dla spółki prywatnej i dla spółki publicznej występuje stała różnica: PB/r ($PB > 0$), która odzwierciedla zaktualizowaną wartość prywatnych korzyści z kontroli (*private benefits of control*). Prywatne korzyści z kontroli obejmują zarówno wartość prawa kontroli, jak i oszczędności na kosztach agencji wynikających z rozdzielenia własności i kontroli. Innymi słowy, PB obejmuje swoim zakresem każdą różnicę między przepływem pieniężnym generowanym przez spółkę publiczną i prywatną. Jeżeli przyjmiemy, że przepływ pieniężny CF_0 jest przepływem pieniężnym w okresie 0, a jego wysokość nie zależy od

tęgo, czy spółka jest publiczna czy prywatna, to w dowolnym momencie t i stanie rzeczywistości s przepływ $CF_0 u^s d^{t-s}$ określa strumień korzyści, gdy spółka jest publiczna, a przepływ: $CF_0 u^s d^{t-s} + PB$ określa korzyści dla spółki prywatnej. Współczynnik u jest współczynnikiem wzrostu przepływu pieniężnego, a d współczynnikiem spadku tego przepływu ($u > 1 > d$). Wycena wartości firmy jest dokonywana z wykorzystaniem koncepcji cen stanów (cen Arrowa-Debreu). W modelu dwumianowym występują dwie takie ceny: cena przy założeniu wzrostu przepływu i cena przy założeniu jego spadku. Wysokość tych cen jest uzależniona od tego, czy spółka jest prywatna czy też publiczna. Zmienne q_u i p_u oznaczają ceny przy założeniu, że następuje wzrost przepływu pieniężnego odpowiednio: w spółce publicznej lub w spółce prywatnej, q_d i p_d zaś oznaczają ceny przy założeniu spadku przepływu pieniężnego, odpowiednio w spółce publicznej i spółce prywatnej. Ponieważ zarówno przedsiębiorca ponoszący nakłady na spółkę prywatną, jak i inwestor inwestujący w spółkę publiczną mogą także inwestować w papiery pozbawione ryzyka, spełnione jest równanie:

$$p_u + p_d = q_u + q_d = \frac{1}{1 + r_f}. \quad (1)$$

W celu uwzględnienia niezupełnej dywersyfikacji portfela przedsiębiorcy, która sprawia, iż czuje on większą awersję do ryzyka specyficznego związanego z funkcjonowaniem jego firmy, w modelu założono, że: $p_u < q_u$ i $p_d > q_d$. Inwestorzy o dobrze zdywersyfikowanych portfelach, czyli inwestorzy inwestujący w spółki publiczne, będą wyżej wyceniać niepewne przepływy pieniężne. Dlatego można oczekiwać, że wartość spółki publicznej będzie wyższa od wartości spółki prywatnej.

Wartości spółki prywatnej i publicznej szacowane są za pomocą następujących formuł:

$$V^{Privat}(CF) = p_u \cdot [u \cdot CF + PB + V(uCF)] + p_d \cdot [d \cdot CF + PB + V(dCF)], \quad (2)$$

$$V^{Public}(CF) = q_u \cdot [u \cdot CF + V(uCF)] + q_d \cdot [d \cdot CF + V(dCF)], \quad (3)$$

gdzie: $V^{Public}(CF)$ – wartość spółki publicznej,
 $V^{Privat}(CF)$ – wartość spółki prywatnej.

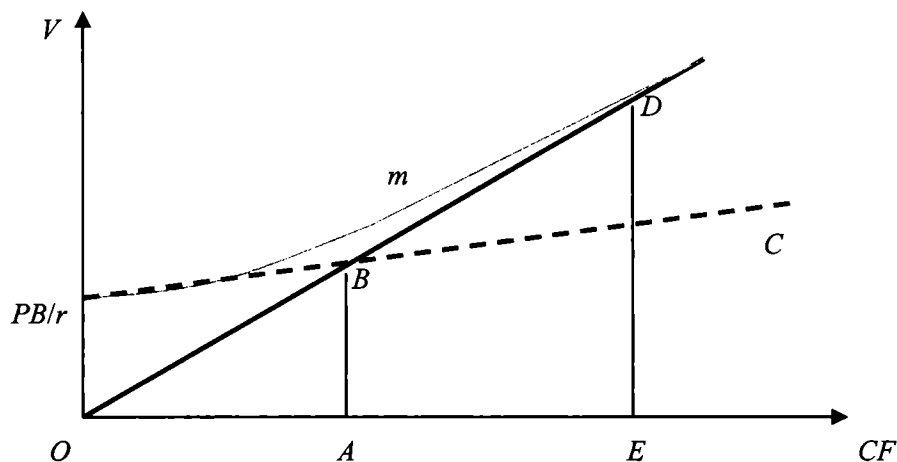
Ogólna funkcja opisująca wartość firmy $V(CF)$ przyjmuje następującą postać:

$$V(CF) = \max[V^{Public}(CF), V^{Privat}(CF)]. \quad (4)$$

Kształtowanie się wartości funkcji (4) obrazuje rys. 1.

Można zauważyć, że wykres opisujący kształtowanie się wartości firmy jako funkcji przepływu pieniężnego przypomina wykres wartości opcji kupna wystawio-

nej na ten przepływ¹. Półprosta PB/r C odzwierciedla kształtowanie się wartości spółki prywatnej. Kształtowanie się wartości spółki prywatnej w przedziale $<PB/r; \infty)$ opiera się na założeniu, że minimalny poziom korzyści, jaki może osiągnąć właściciel spółki prywatnej, odpowiada wartości prywatnych korzyści z kontroli. Półprosta OD opisuje kształtowanie się wartości spółki publicznej. Przy poziomie przepływu OA struktura własności jest nieistotna. Nie oznacza to jednak, że w tym momencie należy dokonać zmiany struktury własności. Trzeba się bowiem liczyć z taką możliwością wzrostu bądź spadku przepływu pieniężnego, który podjętą wcześniej decyzję uczyniłby nieopłacalną. Wobec tego faktu znaczenia nabiera możliwość odłożenia decyzji o zmianie struktury własności. Przepływ pieniężny w wysokości OE jest już na tyle wysoki, że gdy firma działa jako spółka prywatna, nie warto dalej odkładać decyzji o zmianie struktury własności na spółkę publiczną. W punkcie E wartość spółki publicznej zrównuje się z wartością firmy, przy szacowaniu której uwzględniono możliwość zmiany struktury własności (punkt D). W języku używanym w analizie opcji finansowych sytuacja taka oznacza, że wartość całkowita opcji zrównuje się z jej wartością wewnętrzną. Kształt krzywej m odzwierciedla wpływ możliwości zmiany struktury własności na wartość firmy.



Rys. 1. Wartość firmy jako funkcja przepływu pieniężnego

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Benninga, Helmantel, Sarig 2005, s. 115-132].

Prawo do zmiany struktury własności ma określoną wartość. Uprawnienia do decydowania o strukturze własności przysługują wyłącznie tym udziałowcom, któ-

¹ Wartość firmy zobrazowana na rys. 1 może być alternatywnie przedstawiona jako suma wartości spółki publicznej oraz wartości opcji sprzedaży odzwierciedlającej możliwość odzyskania prywatnych korzyści z kontroli.

rzy sprawują kontrolę nad przedsiębiorstwem. Wydaje się, że w świetle przyjętej wcześniej definicji prawo do zmiany struktury własności można uznać za przejaw niepieniężnych prywatnych korzyści płynących z kontroli.

4. Model wyceny wartości prawa do zmiany struktury własności

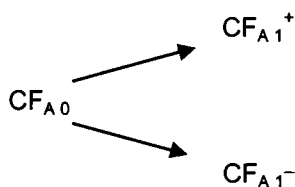
W proponowanym przez nas modelu wyceny prywatnych korzyści płynących z kontroli nawiązujemy do modelu Benningi, Helmantela i Sariga (model BHS). Inaczej niż w modelu BHS wyceniamy jednak wartość firmy. Każdej ze struktur własności przypisujemy scenariusz dotyczący kształtowania się przepływu pieniężnego. W przypadku spółki publicznej jest to scenariusz A, spółki prywatnej zaś scenariusz B. Różnica pomiędzy wspomnianymi scenariuszami dotyczy poziomu oraz zmienności σ przepływu pieniężnego uzyskiwanego przez właściciela. Możliwość dywersyfikacji ryzyka specyficznego przez posiadacza udziałów w spółce publicznej sprawia, że zmienność przepływów pieniężnych przez niego uzyskiwanych jest niższa aniżeli zmienność przepływów uzyskiwanych przez właściciela spółki prywatnej. Wyższy poziom przepływu pieniężnego uzyskiwanego przez udziałowca spółki prywatnej odzwierciedla prywatne korzyści z kontroli w danym okresie.

Posługując się modelem dwumianowym i zakładając, że horyzont decyzyjny wynosi jeden okres, kształtowanie się przepływu pieniężnego uzyskiwanego przez właściciela w zależności od struktury własności można przedstawić za pomocą rys. 2.

Scenariusz A

Okres 0

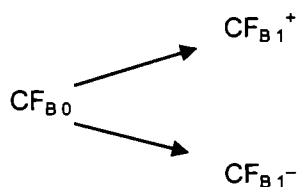
Okres 1



Scenariusz B

Okres 0

Okres 1



Rys. 2. Kształtowanie się wartości przepływu pieniężnego uzyskiwanego przez właściciela w zależności od struktury własności

Źródło: opracowanie własne.

Kolejna różnica pomiędzy naszą propozycją a modelem BHS dotyczy uwzględnienia kosztów transakcyjnych związanych ze zmianą struktury własności. Koszty transakcyjne związane z wprowadzeniem lub wycofaniem spółki z giełdy wyrażamy kwotowo i traktujemy jako stałe. Przyjmujemy, że koszty związane z wycofaniem spółki z giełdy są niższe aniżeli koszty zmiany w odwrotnym kierunku.

Przedstawiony opis sytuacji decyzyjnej pozwala na dostrzeżenie analogii między tą sytuacją a sytuacją posiadacza opcji. Opcję zmiany struktury własności można zatem zakwalifikować do opcji przełączania (*switch options*). Występowanie kosztów przełączenia sprawia, że opcja staje się opcją złożoną [Kulatilaka, Trigeorgis 2001, s. 179-196]. Dzieje się tak, gdyż obecna decyzja o zmianie struktury własności, bądź jej brak, wpływa na strukturę, w jakiej firma będzie działać w przyszłych okresach. W konsekwencji wpływa także na przyszłe koszty zmiany struktury własności (cenę wykonania przyszłych opcji), a co za tym idzie – na zbiór przyszłych decyzji o zmianie struktury. W przypadku opcji zmiany struktury własności mamy zatem do czynienia z występowaniem opcji zagnieżdżonych (*nested options*). Z tego wynika, że instrumentami bazowymi są wartości firmy w poszczególnych scenariuszach². Ceną wykonania opcji w danym węźle jest wartość firmy w odpowiednim węźle, w scenariuszu alternatywnym, pomniejszona o koszty przełączenia z danej struktury na strukturę alternatywną.

Wyceny wartości firmy przy uwzględnieniu opcji zmiany struktury własności dokonuje się symultanicznie, raz zakładając, że firma działa jako spółka publiczna (scenariusz A), drugi raz zakładając, że funkcjonuje jako spółka prywatna (scenariusz B). Procedura wyceny ma charakter rekurencyjny. Rozpoczyna się ją, wychodząc od możliwych wartości firmy w ostatnim momencie, w którym może nastąpić zmiana struktury własności, tzn. wykonanie opcji. W tym momencie wartość firmy odpowiada większej z dwóch wartości: wartości firmy w danym scenariuszu i wartości firmy w scenariuszu alternatywnym, pomniejszonej o nakłady związane ze zmianą struktury. Wartość firmy w stanie s w momencie $t-1$ może zostać ustalona na podstawie wartości firmy w stanie $s+1$ i $s-1$ w momencie t . Stan $s+1$ oznacza, że wartość firmy wzrosła w porównaniu z jego wartością w stanie s , stan $s-1$ zaś oznacza, że wartość firmy zmalała w porównaniu z wartością w stanie s . Wzór określający wartość firmy w stanie s , w momencie $t-1$, przy założeniu działania w danej strukturze m ($m = A$, albo $m = B$): $V_{t-1}^s(m)$, przedstawia się następująco [Kulatilaka, Trigeorgis 2001]:

$$V_{t-1}^s(m) = \max_i \left\{ CF_{t-1}^s(i) + \frac{[q \cdot V_t^{s+1}(i) + (1-q) \cdot V_t^{s-1}(i)]}{e^{r_f}} - I(m \rightarrow i) \right\}, \quad (5)$$

przy czym prawdopodobieństwa arbitrażowe q i $1 - q$ dane są wzorami:

$$q = \frac{e^{r_f} - d}{u - d}, \quad (6)$$

² Przez pojęcie wartości firmy rozumiemy odpowiednio zdefiniowaną sumę wartości zaktualizowanych dochodów uzyskiwanych przez właściciela w każdym z węzłów drzewa.

$$1 - q = \frac{u - e^{r_f}}{u - d}, \quad (7)$$

- gdzie:
- $CF_{t-1}^s(i)$ – przepływ uzyskiwany przez właściciela w przypadku prowadzenia działalności w formie spółki i w stanie s w momencie $t-1$,
 - $V_t^{s+1}(i), V_t^{s-1}$ – wartości firmy w momencie t , przy założeniu, że w porównaniu ze stanem s nastąpił odpowiednio wzrost (spadek) jej wartości,
 - $I(m \rightarrow i)$ – koszty zmiany formy spółki; przy czym, jeżeli $m = i$, to $I(m \rightarrow i) = 0$,
 - r_f – stopa oprocentowania papierów wartościowych pozbawionych ryzyka,
 - u, d – wskaźniki odpowiednio: wzrostu, spadku wartości firmy.

Iteracyjny proces wyceny opcji rozpoczyna się od ostatniego momentu (N), w którym można wykonać opcję. W tym momencie formuła wyceny przybiera następującą postać:

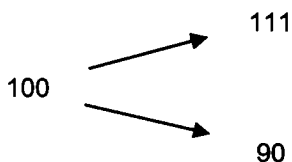
$$V_N^s(m) = \max_i \{ CF_N^s(i) - I(m \rightarrow i) \}. \quad (8)$$

Rozważmy przypadek inwestora zastanawiającego się nad wyborem struktury własności dla przedsięwzięcia, które chce zrealizować. Załóżmy, że w grę wchodzi tylko dwa scenariusze rozwoju wydarzeń, które jednocześnie determinują wybór struktury własności. Przyjmujemy dodatkowo założenie, że horyzont podejmowania decyzji wynosi jeden okres. Kształtowanie się wartości przepływów pieniężnych, według obu scenariuszy, przedstawia rys. 3.

Scenariusz A

Okres 0

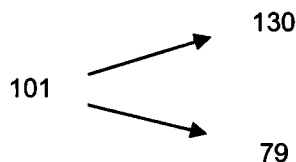
Okres 1



Scenariusz B

Okres 0

Okres 1

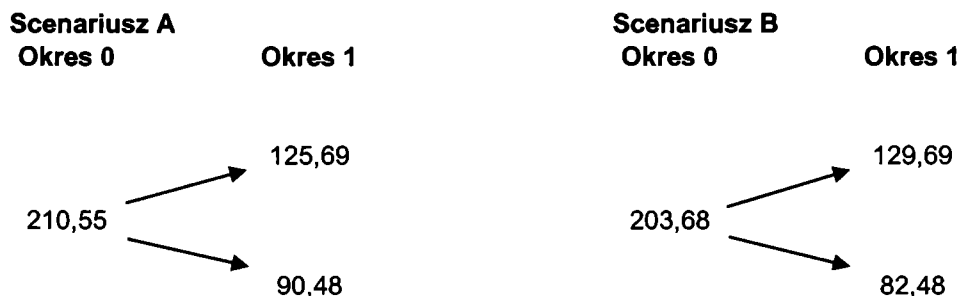


Rys. 3. Kształtowanie się wartości przepływów pieniężnych w zależności od struktury własności

Źródło: opracowanie własne.

Ustalono, że wycofanie spółki z giełdy pociąga za sobą koszt w wysokości 4, a wprowadzenie spółki prywatnej na giełdę kosztuje 8.

Rysunek 4 przedstawia kształtowanie się wartości firmy przy założeniu możliwości zmiany struktury własności. Wartości firmy oszacowane zostały na podstawie wzorów: (5)-(8).



Rys. 4. Kształtowanie się wartości firmy w zależności od struktury własności

Źródło: opracowanie własne.

Należy dodać, że wartości spółki publicznej i prywatnej oszacowane na podstawie zdyskontowanych oczekiwanych przepływów pieniężnych, a więc bez uwzględnienia możliwości zmiany formy spółki, wynoszą odpowiednio: 200 i 202. Formuła szacowania wartości spółki publicznej i prywatnej z uwzględnieniem możliwości „przełączania” z jednej formy spółki na drugą, czyli zmianą struktury własności, przedstawia się następująco:

dla spółki publicznej:

$$V_0(A) = PV(A) + I(A \rightarrow B), \quad (9)$$

dla spółki prywatnej:

$$V_0(B) = PV(B) + I(B \rightarrow A), \quad (10)$$

przy czym:

$$V(F) = \max[V_0(A); V_0(B)],$$

- gdzie: $V_0(A), V_0(B)$ – obecna wartość spółki odpowiednio: publicznej i prywatnej, umożliwia-
jąca zmianę formy spółki z publicznej na prywatną i z prywatnej na
publiczną,
 $PV(A), PV(B)$ – obecne wartości spółki odpowiednio: publicznej i prywatnej bez możli-
wości zmiany formy spółki,
 $I(A \rightarrow B), I(B \rightarrow A)$ – wartość prawa do zmiany formy spółki (*flexibility*) odpowiednio: z pu-
blicznej na prywatną, przy założeniu, że spółka funkcjonuje jako spółka
publiczna, oraz z prywatnej na publiczną, przy założeniu, że spółka
funkcjonuje jako spółka prywatna.

W konsekwencji można ustalić wartość prawa do zmiany struktury własności przy założeniu, że wybrana została optymalna, ze względu na wartość firmy, struk-

tura własności. Wartość możliwości zmiany spółki publicznej na prywatną, $F(A \rightarrow B)$ dana jest wówczas wzorem:

$$F(A \rightarrow B) = V(F) - PV(A), \quad (12)$$

a wartość możliwości zmiany spółki prywatnej na publiczną: $F(B \rightarrow A)$, oszacować można na podstawie formuły:

$$F(B \rightarrow A) = V(F) - PV(B), \quad (13)$$

W odniesieniu do rozważanego przykładu: $V_0(A) = 210,5$, $V_0(B) = 203,7$, dlatego $V(F) = \max [V_0(A); V_0(B)] = 210,5$. W konsekwencji, zgodnie ze wzorem (12), możliwość zmiany struktury własności ze spółki publicznej na spółkę prywatną jest warta: $210,5 - 200,0 = 10,5$, podczas gdy możliwość zmiany struktury własności ze spółki prywatnej na publiczną (wzór (13)) jest warta: $210,5 - 202,0 = 8,5$. W świetle przyjętej przez nas definicji prawa kontroli kwota 10,5 może być traktowana jako wartość prawa kontroli polegającego na możliwości zmiany struktury własności z formy spółki publicznej na formę spółki prywatnej. Z kolei kwota 8,5 może być traktowana jako wartość prawa kontroli polegającego na możliwości zmiany struktury własności z formy spółki prywatnej na formę spółki publicznej.

5. Podsumowanie

Prawo do zmiany struktury własności może być uznane za przejaw prywatnych korzyści płynących z kontroli. Ponieważ decyzja o zmianie struktury własności nie jest decyzją nieodwracalną, wybór struktury własności nie wynika z prostego porównania korzyści i kosztów. Do wyceny prawa do zmiany struktury własności może być wykorzystany model wyceny opcji kupna albo sprzedaży, tak jak to proponują Benninga, Helmantel i Sarig. Konieczność uwzględnienia kosztów transakcyjnych związanych ze zmianą struktury własności sprawia, że opcja nabiera charakteru opcji złożonej. Wygodnym sposobem wyceny tej opcji wydaje się być model opcji przełączania.

Należy podkreślić, że wartość prywatnych korzyści z kontroli postrzeganych jako prawo do zmiany struktury własności może znacznie przewyższać wartość tych korzyści oszacowanych na podstawie różnicy w oczekiwanych przepływach pieniężnych. Mając na względzie to, że stosowane dotychczas metody wyceny prywatnych korzyści z kontroli uwzględniają wyłącznie korzyści o charakterze pieniężnym, może się okazać, że wszelkie „dotychczasowe szacunki wartości tych korzyści są zaniżone.

Literatura

- Aghion P., Bolton P., *An Incomplete Contract Approach to Financial*, „Review of Economic Studies” 1992, no. 59.
- Amihud Y., Mendelson H., *Liquidity and Asset Prices: Financial Management Implications*, „Financial Management” 1998, no. 17.
- Barclay M., Holderness C., *Private Benefit of Control of Public Corporations*, „Journal of Financial Economics” 1989, no. 25.
- Benninga S., Helmantel M., Sarig O., *The Timing of Initial Public Offerings*, „Journal of Financial Economics” 2005, no. 75.
- Bolton P., Thadden von E.L., *Blocks, Liquidity and Corporate Control*, „Journal of Finance” 1998, no. 53.
- Chemmanour T., Fulghieri P., *A Theory of the Going Public Decision*, „Review of Financial Studies” 1999, no. 12.
- Demsetz H., Lehn K., *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences*, „Journal of Political Economy” 1985, no. 93.
- Dyck A., Zingales L., *Private Benefits of Control: An International Comparison*, „Journal of Finance” 2004, no. 59.
- Erhardt O., Nowak E., *Private Benefits and Minority Shareholder Expropriation – Empirical Evidence from IPOs of German Family-Owned Firm*, „CFS Working Paper” 2001, no. 10.
- Harris M., Raviv A., *Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules*, „Journal of Financial Economics” 1998, no. 20.
- Holmen M., Högfeldt P., *A Law and Finance Analysis of Initial Public Offerings*, „Stockholm School of Economics Working Paper” 2000.
- Holmström B., Tirole J., *Market Liquidity and Performance Monitoring*, „Journal of Political Economy” 1993, no. 101.
- Jensen M.C., Meckling W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, no. 3.
- Johnson S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., *Tunneling*, „American Economic Review”, 2000, no. 90.
- Kulatilaka N., Trigeorgis L., *The General Flexibility to Switch: Real Options Revisited*, [w:] *Real Options and Investment under Uncertainty*, red. E.S. Schwartz, L. Trigeorgis, MIT Press, Cambridge 2001.
- Leland H., Pyle D., *Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation*, „Journal of Finance” 1977, no. 31.
- Nenova T., *The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross-country Analysis*, „NBER Working Paper” 2000.
- Pagano M., Panetta F., Zingales L., *Why Do Companies Go Public*, „Journal of Finance” 1998, no. 53.
- Rydqvist K., *Empirical Investigation of the Voting Premium*, „Northwestern University Working Paper” 1987, no. 35.
- Zingales L., *The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience*, „Review of Financial Studies” 1994, no. 7.
- Zingales L., *What Determines the Value of Corporate Votes*, „Quarterly Journal of Economics” 1995, no. 110.

IDENTIFICATION AND VALUATION OF PRIVATE BENEFITS OF CONTROL

Summary

The paper concerns the problem of valuation of private benefits of control. By the private benefits of control we mean every situation in which some value, whatever the source, is not shared among the shareholders in proportion of the shares owned, but it is enjoyed exclusively by the party in control. The problem of valuation of private benefits of control we treat as the problem of valuation of possibility of choice of an ownership structure. We confront the concentrated structure of ownership (private company) with dispersed (public company). For the purpose of valuing private benefits of control, we use the model of valuing an option to switch proposed by Kulatilaka and Trigeorgis.