

*DARIUSZ ZAWADKA*

*PAWEŁ ŁĄGWA*

## **PREMIE I DYSKONTA W WYCENIE PRZEDSIĘBIORSTW. ZASTOSOWANIE TEORII W PRAKTYCE**

### **Wprowadzenie**

Niniejszy artykuł porusza problematykę korekt stosowanych w wycenach przedsiębiorstw z tytułu płynności oraz kontroli. W literaturze przedmiotu bardzo często można spotkać opracowania, których celem jest odpowiedź na pytanie o wartość przedmiotowych korekt. Stosunkowo mało uwagi poświęca się jednak zagadnieniu, na którym etapie wyceny korekta powinna być zastosowana i od jakiej wartości powinna być wyznaczana. Celem autorów jest znalezienie odpowiedzi na pytanie, jak w praktyce powinny być zastosowane wspomniane korekty w wycenach przedsiębiorstw sporządzanych metodą dochodową lub porównawczą. Poprzez rozważania jak wpływałyby korekty zastosowane na różnych etapach na ostateczną wycenę, analizowano prawidłowość i rzetelność poszczególnych metod.

W artykule wskazano istotę występowania premii i dyskonta oraz dokonano analizy ich zastosowania w metodach dochodowych i porównawczych. Ustosunkowano się także w zakresie przedmiotu wielkości bazowej korekt. Tym samym artykuł wpisuje się w temat systematyzacji i standaryzacji metodologii wyceny.

### **Istota premii za kontrolę oraz dyskonta za brak płynności**

Korekty wartości związane z premią za kontrolę oraz płynnością wycenianego aktywa mają swoje zastosowanie w wycenie porównawczej oraz dochodowej. Przyczyną tego jest odniesienie w obu metodach do rynku publicznego, na którym wyceniane są płynne mniejszościowe pakiety akcji niezapewniające kontroli nad przedsiębiorstwem. W wycenie dochodowej znajduje to swoje odzwierciedlenie w koszcie kapitału (współczynnik beta, premia za ryzyko rynkowe), natomiast w wycenie porównawczej poprzez zastosowanie kapitalizacji giełdowej, bądź pojedynczej, ceny akcji wykorzystanych do obliczenia mnożników spółek porównywalnych.

Praktyka dysponuje szeregiem badań dotyczących szacowania wysokości premii za kontrolę i dyskonta z tytułu braku płynności. W celu oszacowania odpowiedniej wartości korekty można posłużyć się bazami danych, które gromadzą informacje pochodzące z mię-

dzynarodowych rynków fuzji i przejęć. Na przykład *FactSet Mergerstat®/BVR Control Premium Study* zapewnia dostęp do badań i analiz poświęconych zagadnieniu premii za kontrolę. Z kolei z *Liquistat™* można uzyskać informacje odnośnie poziomów dyskonta z tytułu braku płynności. Wartości średnie i przeciętne dyskonta z tytułu braku płynności zostały również określone w przeprowadzonych badaniach przez niezależne instytucje i ekspertów (SEC Institutional Investor Study, Gelman Study, Moroney Study, Maher Study czy Trout Study). Źródło danych dla wartości premii i dyskonta może stanowić również literatura. W książce pod redakcją Marka Panfila i Andrzeja Szablewskiego<sup>1</sup> przedstawiono zbiór poziomów premii za kontrolę i dyskonta z tytułu braku płynności, które wystąpiły w zagranicznych opracowaniach.

Wątpliwości poza wysokością korekty może budzić (i jak pokazuje praktyka budzi) także moment ich zastosowania. Problem ten dotyczy głównie metod, które wartość kapitałów własnych określają przez odjęcie od wartości firmy (EV) długu netto rozumianego jako różnicę pomiędzy zobowiązaniami odsetkowymi i gotówką. Istotność opisywanego problemu podkreślana jest także w aktualnych artykułach naukowych<sup>2</sup>.

Kwestią sporną może być także ustalenie, czy aktywa nieoperacyjne powinny zostać objęte korektą dyskonta z tytułu braku płynności? Kluczowym zagadnieniem do odpowiedzi na to pytanie wydaje się być sposób wyceny wspomnianych aktywów. W przypadku, gdy wycenione aktywa wykazywane są w wartościach godziwych, bezpodstawną jest potrzeba ich korygowania.

Tabela 1

## Aktywa nieoperacyjne w wycenie porównawczej

Wyszczególnienie	Uwagi
Gotówka	Brak korekty
Udzielone pożyczki	Jeżeli wycenione wg rynkowej stopy dyskonta (dla pożyczek na rynku prywatnym) nie stosuje się dyskonta
Obligacje	Jeżeli w wartości godziwej brak korekty
Udziały i akcje	Jeżeli wycenione w wartości godziwej ich wycena uwzględnia już (jeżeli zasadne) dyskonto z tytułu braku płynności
Nieruchomości	W wycenach wartości godziwej niekorygowane z takiego tytułu
Inne	Brak korekty w przypadku wyceny w wartości godziwej

Źródło: opracowanie własne.

<sup>1</sup> M. Panfil, A. Szablewski: *Wycena Przedsiębiorstwa – Od teorii do praktyki*, Poltext, Warszawa 2011.

<sup>2</sup> D. Zarzecki: *O kluczowych wyzwaniach wyceny przedsiębiorstw, wycenie zobowiązań warunkowych i wycenie aktywów nieoperacyjnych*, [w:] *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, red. B. Bernaś, A. Kopiński, Prace naukowe UE nr 158, Wrocław 2011, s. 517.

## Aplikacja korekt w wycenach dochodowych

Wśród elementów najsilniej wpływających na wartość kapitałów własnych w metodach dochodowych można wymienić wysokość przepływów pieniężnych, stopę dyskontową, czy stopę wzrostu w okresie rezydualnym. Znaczącym etapem procesu wyceny jest również zastosowanie odpowiednich korekt, których wpływ na ostateczną wartość przedsiębiorstwa może być niezwykle istotny. Szczególnie złożonym zagadnieniem często występującym w praktyce są korekty z tytułu przejścia kontroli i braku płynności. Problematycznym aspektem jest moment ujęcia w wycenie premii za kontrolę i dyskonta z tytułu braku płynności.

W przypadku korekty z tytułu sprawowania kontroli, najrzetelniejszym podejściem wydaje się być wyrażenie posiadania mocy decyzyjnej w przedsiębiorstwie (bądź jej braku) w wartości przepływów pieniężnych. Takie podejście znajduje swoje odzwierciedlenie w literaturze przedmiotu<sup>3</sup>. Gdy wycena bazuje na przepływach, w których uwzględniono posiadanie kontroli, a otrzymany rezultat odnosi się do wartości pakietu większościowego, korygowanie wyniku wyceny z tytułu premii za kontrolę jest bezzasadne. Oznacza to, że efektywne wykorzystywanie zasobów podmiotu gospodarczego<sup>4</sup> będzie przekładało się na wyższe poziomy przepływów pieniężnych w poszczególnych okresach szczegółowej prognozy. Z kolei kiedy pożądanym wynikiem byłaby wartość pakietu mniejszościowego, należałoby zastosować dyskonto z tytułu braku kontroli. Kolejną możliwością, a zarazem najczęściej stosowaną metodą, jest korygowanie wyniku wyceny o określoną wartość procentową. Zagadnienie odpowiednich poziomów obu korekt jest coraz częściej poruszaną tematyką, jednakże wciąż istnieje znaczące zróżnicowanie w wynikach przeprowadzanych badań – wahania pomiędzy określanymi premiami i dyskontami są uzależnione od wielu czynników (w praktyce nie istnieje uniwersalny poziom premii i dyskonta).

Trudność w określeniu procentowej wartości premii za kontrolę czy dyskonta z tytułu braku płynności nie jest jedynym problematycznym aspektem. Jak pokazuje praktyka, istotną wątpliwość stanowi również kolejność implementacji korekt wartości kapitałów własnych.

W wycenie opartej na przepływach FCFE sytuacja wydaje się być klarowna, ponieważ zmiana wartości zadłużenia przedsiębiorstwa w okresie prognozy jest uwzględniona w przepływach pieniężnych. W związku z tym wynik wyceny nie podlega modyfikacji z tytułu posiadanych zobowiązań odsetkowych. Poniżej zaprezentowano kolejność poszczególnych etapów w wycenie dochodowej FCFE wraz z krótkim opisem.

<sup>3</sup> A. Damodaran: *Damodaran on Valuation*, Wiley Finance, New Jersey 2006, s. 480.

<sup>4</sup> Sprawne kierowanie zasobami jest znacząco utrudnione w przypadku braku kontroli.

Tabela 2

## Etapy wyznaczania wartości kapitałów własnych metodą FCFE

Wyszczególnienie	Opis
Wynik wyceny	Suma zdyskontowanych przepływów pieniężnych FCFE oraz wartości rezydualnej
Premia za kontrolę i dyskonto z tytułu braku płynności	Korekta wyniku wyceny o odpowiednią wartość procentową
Gotówka	Dodanie stanu środków pieniężnych z dnia wyceny do wyznaczonej wartości przedsiębiorstwa
Aktywa nieoperacyjne	Zwiększenie wartości przedsiębiorstwa o wartość godziwą nieruchomości, posiadanych akcji i udziałów w pozostałych podmiotach, udzielone pożyczki.

Źródło: opracowanie własne.

W przypadku zastosowania metody dochodowej, w której podstawą wyceny są zdyskontowane przepływy FCFE, sytuacja wydaje się być bardziej złożona. W przepływach nie jest uwzględniana zmiana wartości zadłużenia w okresie szczegółowej prognozy, przez co otrzymany wynik wyceny korygowany jest o stan długu netto z dnia wyceny. W praktyce najczęściej stosowanym podejściem jest korygowanie wartości przedsiębiorstwa w pierwszej kolejności o dług netto. Następnie stosuje się premię za kontrolę, bądź dyskonto z tytułu braku płynności (lub obie korekty jednocześnie), a w ostatnim kroku wyceniający powiększają wartość przedsiębiorstwa o aktywa nieoperacyjne spółki.

Należy poddać rozważeniu, czy racjonalne jest odejmowanie długu netto przed skorygowaniem wartości z tytułu premii za kontrolę i dyskonta za brak płynności we wszystkich przypadkach? Zgodnie z zaprezentowanym rozumowaniem wyceniający koryguje o premię lub dyskonto najpłynniejszą formę aktywów (gotówkę) oraz wartość zobowiązań finansowych. Taka sytuacja ma miejsce, gdy przedsiębiorstwo charakteryzuje się ujemnym długiem netto. Problem ten dotyczy głównie przedsiębiorstw z sektora MŚP, charakteryzujących się konserwatywnym podejściem do finansowania działalności.

Zróżnicowanie momentu stosowania poszczególnych korekt kapitałów własnych wpływa na ostateczny wynik wyceny w zależności od wykorzystanego podejścia. Gdy dług netto jest dodatni (wartość zobowiązań odsetkowych przewyższa stan gotówki), większa wartość kapitałów własnych zostałaby osiągnięta w przypadku, kiedy pierwszą korektę stanowiłaby premia za kontrolę.

Z kolei kiedy stan środków pieniężnych przedsiębiorstwa przewyższa na dzień wyceny wartość zobowiązań odsetkowych (dług netto jest ujemny), wartość kapitałów własnych byłaby wyższa, jeżeli suma zdyskontowanych przepływów pieniężnych i wartości rezydualnej (FCFE i RV) w pierwszej kolejności zostałaby skorygowana o wartość długu netto.

Odwrotna sytuacja pojawia się, kiedy obok długu netto stosowaną korektą jest dyskonto z tytułu braku płynności. Jeżeli na moment wyceny zobowiązania odsetkowe prze-

wyższą stan gotówki, wynik wyceny będzie wyższy w wariacie, w którym pierwszą korektę stanowi dyskonto z tytułu braku płynności. Analogicznie, kiedy dług netto jest ujemny, pomniejszenie sumy zdyskontowanych przepływów pieniężnych i wartości rezydualnej o dyskonto za brak płynności przed korektą z tytułu długu netto skutkuje osiągnięciem wyższej wartości wycenianych kapitałów własnych.

Zdaniem autorów, w sytuacji, w której dług netto jest dodatni, należałoby w pierwszej kolejności skorygować wartość kapitałów własnych o dług netto, a następnie odpowiednio zmodyfikować wartość kapitałów własnych o premię za kontrolę bądź dyskonto z tytułu braku płynności.

Z kolei korygowanie nadwyżki gotówki nad zobowiązaniami odsetkowymi (w sytuacji kiedy pierwszą korektę stanowi pomniejszenie kapitałów własnych o dług netto) z tytułu premii za kontrolę bądź dyskonta za brak płynności według autorów nie jest właściwym podejściem. W skrajnym przypadku, gdy przedsiębiorstwo nie jest zadłużone i jednocześnie posiada środki pieniężne, korygując wartość pomniejszoną o dług netto wyceniający dokonuje korekty także samej gotówki. Wycenianie środków pieniężnych z uwzględnieniem premii (np. 120% wartości gotówki) bądź dyskonta (np. 80% wartości gotówki) wydaje się być irracjonalne.

Wobec powyższego należałoby rozważyć modyfikację formuły obliczania wartości kapitałów własnych poprzez zmianę definicji długu netto. Zatem rekomendowaną definicją długu netto mogłoby być stwierdzenie, iż dług netto stanowi zobowiązania odsetkowe pomniejszone o stan środków pieniężnych nieprzekraczających wartości długu brutto. W ten sposób wyeliminowana zostaje sytuacja, w której dług netto byłby ujemny, a pozostała część środków pieniężnych traktowana jest jako aktywa nieoperacyjne, które powiększają wartość kapitałów własnych w ostatnim kroku wyceny. Taka zmiana definicji powoduje, że powszechnie stosowana formuła dostosowana będzie także do teoretycznie skrajnych przypadków, które, jak pokazuje praktyka, są relatywnie często spotykane.

Tabela 3

Rekomendowane warianty stosowania korekt

Wyszczególnienie	I korekta	II korekta
Dodatni dług netto	Dług netto	Premia za kontrolę/dyskonto z tytułu braku płynności
Ujemny dług netto wariant I	Premia za kontrolę/dyskonto z tytułu braku płynności	Dług netto
Ujemny dług netto wariant II	Różnica długu i gotówki nieprzekraczającej wartości długu*	Premia za kontrolę/dyskonto z tytułu braku płynności

\* Pozostała część gotówki (wartość przekraczająca zobowiązania odsetkowe) zostaje uwzględniona w aktywach nieoperacyjnych powiększających wynik wyceny.

Źródło: opracowanie własne.

Istotność i wpływ na wartość kapitałów własnych aspektu kolejności stosowania korekt szczególnie uwidacznia się w wycenach, w których stan gotówki przedsiębiorstwa znacząco przewyższa sumę zdyskontowanych przepływów pieniężnych i wartości rezydualnej. W takich przypadkach, kiedy drugą korektą jest premia za kontrolę lub dyskonto z tytułu braku płynności, wynik wyceny zniekształcony jest poprzez zawyżanie bądź zaniżanie wartości gotówki.

Z przedstawionych rozważań wynika, iż kolejność stosowania korekt istotnie wpływa na ostateczną wartość wycenianego przedsiębiorstwa. Nieuzasadnione i nieracjonalne wydaje się być powiększanie o premię lub pomniejszanie o dyskonto wartości długu netto w przypadku, kiedy wartość gotówki przewyższa zobowiązania odsetkowe.

### Premie i dyskonta w wycenie porównawczej

Premie z tytułu przejęcia kontroli i dyskonto z tytułu braku płynności w wycenie porównawczej występują z uwagi na fakt, iż wyceny te często opierają się na porównaniu z rynkiem publicznym, który uznawany jest za płynny oraz nieuwzględniający w wycenie pojedynczych transakcji kontroli nad przedsiębiorstwem. Nie zawsze jednak obie korekty będą miały zastosowanie w przeprowadzanych wycenach.

W przypadku wyceny podmiotu niepublicznego w oparciu o porównanie do transakcji na rynku prywatnym, a także w przypadku wyceny spółki publicznej na bazie mnożników obliczonych dla spółek publicznych, nie stosuje się korekt związanych z dyskontem z tytułu braku płynności. Potrzeba ta zachodzi w momencie wyceny przedsiębiorstwa prywatnego przy wykorzystaniu danych finansowych i wycen spółek publicznych. Korekta także będzie musiała być zastosowana w przypadku wyceny spółki publicznej w oparciu o transakcje na rynku prywatnym, z tym wyjątkiem, że w takim przypadku korekta ta powiększy wartość wycenianego przedsiębiorstwa.

Tabela 4

Stosowanie dyskonta z tytułu braku płynności w wycenie porównawczej

		Spółki porównywalne	
		na rynku prywatnym	na rynku publicznym
Wyceniana spółka	z rynku prywatnego	Nie istnieje potrzeba zastosowania dyskonta z tytułu braku płynności ( <i>lack of marketability</i> )	Istnieje konieczność uwzględnienia niższej płynności wycenianych aktywów względem aktywów porównywalnych
	z rynku publicznego	Istnieje konieczność uwzględnienia wyższej płynności wycenianych aktywów względem aktywów porównywalnych	Nie istnieje potrzeba zastosowania dyskonta za brak płynności ( <i>lack of marketability</i> )

Źródło: opracowanie własne.

Najpopularniejszą metodą uwzględnienia korekty z tytułu różnej płynności wycenianego aktywa i aktywów porównywalnych jest analiza historycznych statystyk. W praktyce mogą one być zmodyfikowane o subiektywną ocenę wyceniającego, uwzględniającą czynniki wpływające na płynność udziałowych papierów wartościowych w przedsiębiorstwie.

Warto w tym miejscu podjąć także temat, na którym etapie wyceny porównawczej należy uwzględnić dyskonto z tytułu braku płynności. Rozważania te przeprowadzono w podziale na dwie grupy, zgodnie z istniejącym podziałem mnożników – opartych o kapitały własne (P) i opartych o wartość firmy (EV).

W przypadku mnożników opartych o kapitały własne przedsiębiorstwa, dyskonto zostanie uwzględnione po obliczeniu iloczynu mnożnika spółek porównywalnych i wielkości bazowej wycenianego przedsiębiorstwa. W przypadku mnożników EV należy rozważyć, czy dyskontem powinno zostać objęta cała wartość firmy (EV), czy tylko wartość kapitałów własnych (P). Zdaniem autorów gotówka, jak i wartość zobowiązań odsetkowych w wartości godziwej nie powinny być korygowane o dyskonto z tytułu braku płynności. Gdyby tak było, w skrajnym przypadku wyceniający mógłby korygować przedsiębiorstwo, którego głównym składnikiem majątku jest gotówka będąca najbardziej płynnym aktywem, w związku z czym korygowanie tej pozycji byłoby bezzasadne. Pozycja środków pieniężnych nie jest także korygowana w wycenach metodą likwidacyjną, np. zgodnie z formułą Wilcoxa<sup>5</sup>. Podobnie jak w przypadku metody dochodowej dla wycen opartych o mnożniki EV, należałoby przyjąć, iż dług netto nie może przyjmować wartości ujemnych, a ewentualna nadwyżka środków pieniężnych traktowana jest jako aktywa nieoperacyjne. Takie podejście pozwala stosować bez ograniczeń formułę, w której od EV odejmowany jest dług netto (tylko w wartościach nieujemnych), następnie stosowane są korekty, a w ostatnim etapie uwzględnione są wartości aktywów nieoperacyjnych.

W przypadku wycen porównawczych częstą korektą wartości jest premia z tytułu przejścia kontroli nad wycenianym aktywem. Wyceniający musi określić zgodnie z wcześniejszymi rozważaniami, czy przedmiotowa kontrolnego wycena dotyczy pakietu kontrolnego oraz czy zastosowane do porównania ceny uwzględniają premię płaconą za kontrolę, czy też dotyczą wartości pakietu mniejszościowego.

Podobnie, jak dla dyskonta z tytułu braku płynności, tak i w przypadku premii z tytułu kontroli ewentualne korekty będą konieczne, gdy porównujemy ze sobą aktywa różniące się, w tym przypadku, poziomem kontroli.

---

<sup>5</sup> J.G. Siegel, J.K. Shim, S.W. Hartman: *Przewodnik po finansach: 201 narzędzi podejmowania decyzji dla menedżerów*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1995, s. 470.

Tabela 5

## Stosowanie premii za kontrolę w wycenie porównawczej

		Transakcje na spółkach porównywalnych	
		pakiet mniejszościowy	pakiet kontrolny
Wyceniana spółka	pakiet mniej-szościowy	Brak premii za kontrolę (control premium)	Konieczność zastosowania dyskonta z tytułu nieposiadania kontroli. (minority discount)
	pakiet kontrolny	Istnieje konieczność zastosowania premii za kontrolę (control premium)	Brak korekty z tytułu premii za kontrolę (control premium). Premia uwzględniona w mnożnikach spółek porównywalnych

Źródło: opracowanie własne.

Zarówno dla korekty z tytułu płynności, tak i w tym przypadku rodzi się pytanie, kiedy i jakie składowe wpływające na ostateczną wartość powinny być korygowane. Zakładając racjonalność działania inwestorów należałoby uznać, że tak, jak przy zastosowaniu dyskonta z tytułu braku płynności, tak i w przypadku premii za kontrolę, korygowana powinna być tylko wartość kapitałów własnych (P). Logiczne wydaje się, że inwestorzy nie będą płacić za gotówkę więcej, aniżeli wynosi jej wartość.

### Występowanie korekt łącznie

Kolejnym spornym zagadnieniem w zakresie wyceny przedsiębiorstw może być wartość bazowa, od której należy naliczać premię i dyskonto w przypadku występowania obu korekt w wycenie kapitałów własnych. W praktyce i literaturze<sup>6</sup> najczęściej stosuje się technikę, w której pierwszą korektę stanowi premia za kontrolę. Następnie od skorygowanej wartości odejmuje się dyskonto z tytułu braku płynności. Podejście takie uwzględnia założenie, że poziom płynności uzależniony jest od poziomu kontroli. Jednakże korygowanie wartości kapitałów własnych, zarówno z tytułu premii za kontrolę, jak i dyskonta za brak płynności, może występować równocześnie (korekty wyniku wyceny dokonywane są od tej samej wartości).

Wybór wartości bazowej dla zastosowania premii za kontrolę i dyskonta z tytułu braku płynności posiada istotny wpływ na ostateczną wartość kapitałów własnych. Można zauważyć, iż w ujęciu względnym różnica ta może być niezwykle istotna. Brak systematyzacji w zakresie przedstawionego aspektu dokonywania korekt powoduje znaczące odchylenia w przeprowadzanych wycenach.

<sup>6</sup> M. Gregory: *Discount for Lack of Marketability – Job Aid for IRS Valuation Professionals*, wrzesień 2009 r.

## Podsumowanie

Celem niniejszego artykułu było udzielenie odpowiedzi na pytanie, w jakim momencie sporządzania wyceny należy uwzględnić korekty dotyczące płynności oraz kontroli wycenianego przedsiębiorstwa.

Z przeprowadzonych rozważań wynika, iż zastosowanie korekt w wycenach przedsiębiorstw nie powinno wpływać na wycenione w wartościach godziwych części składowe, takie jak aktywa nieoperacyjne, gotówka oraz zadłużenie (wycenione w wartościach rynkowych). Kwestia ta powinna determinować moment zastosowania korekt w wycenie przedsiębiorstw zarówno sporządzanych metodą dochodową, jak i metodą porównawczą.

Przedstawione rozważania wskazują, że nie tylko wysokość korekt w ujęciu procentowym, ale także moment ich zastosowania oraz wartość bazowa do ich obliczenia, mogą mieć istotny wpływ na kształtowanie ostatecznej wartości kapitałów własnych wycenianego przedsiębiorstwa.

## Literatura

- Damodaran A.: *Damodaran on Valuation*, Wiley Finance, New Jersey 2006.
- Gregory M.: *Discount for Lack of Marketability – Job Aid for IRS Valuation Professionals*, wrzesień 2009 r.
- Panfil M., Szablewski A.: *Wycena Przedsiębiorstwa – Od teorii do praktyki*, Poltext, Warszawa 2011.
- Siegel J.G., Shim J.K., Hartman S.W.: *Przewodnik po finansach: 201 narzędzi podejmowania decyzji dla menedżerów*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1995.
- Zarzecki D.: *O kluczowych wyzwaniach wyceny przedsiębiorstw, wycenie zobowiązań warunkowych i wycenie aktywów nieoperacyjnych*, [w:] *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, red. B. Bernaś, A. Kopiński, Prace naukowe UE nr 158, Wrocław 2011.

*mgr Dariusz Zawadka*  
*mgr Paweł Łągwa*  
*Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu*

## Streszczenie

W niniejszym artykule opisano istotę premii za kontrolę i dyskonta z tytułu braku płynności oraz dokonano analizy ich zastosowania w wycenach przeprowadzanych metodą dochodową i porównawczą. Autorzy podjęli rozważania na temat wpływu zastosowania korekt na różnych etapach przeprowadzanych wycen przedsiębiorstw. Przeanalizowano zasadność oraz rzetelność poszczególnych metodologii, a także określono wpływ zastosowanego podejścia na ostateczny wynik wyceny. Ustosunkowano się również w zakresie przedmiotu wielkości bazowej korekt oraz wskazano prze-

słanki budzące wątpliwości i wymagające systematyzacji i standaryzacji w zakresie stosowanych metodologii wycen przedsiębiorstw.

**PREMIUMS AND DISCOUNTS IN BUSINESS VALUATION.  
PRACTICAL APPLICATION OF THEORY**

**Summary**

This article describes the essence of control premium and lack of marketability discount. The authors analyze the application of premium and discount in business valuation carried out by the income and comparables methods. An objective of the elaboration is also to determine the influence of various stages of the equity's adjustments on the final valuation result. The authors also comment on the appropriate value of equity adjustments and identify questionable premises. The emphasis is put on the requirement of systematization and standardization of the applicable methodologies for business valuation.