

## Dyskonto z tytułu ryzyka utraty kluczowej osoby w biznesie – prawda czy mit\*

Katarzyna Byrka-Kita\*\*

**Streszczenie:** *Cel* – Podstawowym celem niniejszego artykułu jest przedstawienie dyskonta z tytułu ryzyka utraty kluczowej osoby w biznesie na tle szerszej klasyfikacji premii i dyskont, prezentacja metod jego pomiaru oraz krytyczna analiza dotychczas przeprowadzonych w tym zakresie badań.

*Metodologia badania* – W artykule przeprowadzono analizę i krytykę piśmiennictwa w wariacie klasycznym, czyli opracowano tzw. stan badań (*critical literature review*).

*Wynik* – Dyskonto z tytułu ryzyka utraty kluczowej osoby w biznesie nie było przedmiotem studiów literaturowych w polskim piśmiennictwie. W zakresie badań empirycznych znajdujemy tylko jedno dotyczące polskiego rynku kapitałowego (Gurgul, Majdosz 2007).

*Oryginalność/wartość* – Artykuł ma charakter kognitywny. Zawarte w nim rozważania wyrażają poglądy autorki na omawiane zagadnienie, wypracowane w wyniku przeprowadzonych studiów nad literaturą tematu. Mogą w konsekwencji stanowić przyczynek do dalszych studiów literaturowych oraz empirycznych.

**Słowa kluczowe:** wycena, korekty wartości bazowej, dyskonto, osoba kluczowa

### Wprowadzenie

W wycenie przedsiębiorstw ograniczenie się tylko do badania zdolności aktywów do generowania korzyści ekonomicznych (bez względu na to, czy wykorzystuje się podejście dochodowe czy majątkowe) nie zawsze daje odpowiedź na pytanie, ile kupujący powinien zapłacić za te aktywa. Dla wyceny ważne, oprócz czynników czysto ekonomicznych, są także okoliczności, w których do niej dochodzi. Przez wspomniane czynniki należy rozumieć między innymi okoliczności i ryzyka nieuwzględnione w wycenie wariantu bazowego. Wartość bazowa (podstawa wyceny) to pierwotna wartość oszacowana w raporcie z wyceny, która stanowi punkt wyjścia do przeprowadzania korekt w postaci premii czy też dyskont służących do odzwierciedlenia okoliczności, w których dochodzi do wyceny (Byrka-Kita 2013, s. 7). Jedną z takich okoliczności może być właśnie rezygnacja, a nawet śmierć osoby kluczowej w biznesie.

Definicje „kluczowej osoby w biznesie” pojawiające się w literaturze z zakresu zarządzania zasobami ludzkimi są bardzo ogólne. Przeważnie jest to ramowy wykaz niezbędnych

---

\* Badanie finansowane ze środków NCN: *Wartość rynkowa i wyniki finansowe przedsiębiorstwa a sukcesja stanowiska prezesa*, nr umowy: 2014/15/B/HS4/04355, kierownik: dr hab. Katarzyna Byrka-Kita prof. US.

\*\* dr hab. Katarzyna Byrka-Kita prof. US, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego, e-mail: k.byrka-kita@wneiz.pl.

cech, jakimi powinien charakteryzować się kandydat na przywódcę. Jednak problematyka związana z przywództwem jest znacznie bardziej złożona niż zbiór cech. Posiadanie pożądanego dla przywódcy zestawu cech nie wystarczy, żeby być skutecznym liderem (Mrówka 2010, s. 30). Za osobę kluczową w teorii zarządzania uważa się osobę odpowiedzialną za tworzenie i realizację strategii firmy, jej strukturę i osiągnięte wyniki – i zazwyczaj jest nią prezes zarządu (CEO) spółki. Badacze często podkreślają znaczenie przywództwa jako ważnego składnika porządku korporacyjnego, który ma zasadniczy wpływ na poziom generowanych zysków (Davidson i in. 2006). W spółkach publicznych rotacje osoby kluczowej mogą dawać rezultat w postaci nagłej zmiany wyceny spółki. Uzasadnienia tego zjawiska należy upatrywać w korekcie postrzegania możliwości rozwoju firmy przez inwestorów giełdowych. Jeśli w przypadku dużych, notowanych podmiotów mamy do czynienia ze spadkiem wyceny, to tym bardziej to uzależnienie jest widoczne w przypadku małych spółek, których struktura organizacyjna jest zdecydowanie słabiej rozbudowana, a prezes jednocześnie odpowiada za (Pratt 2009, s. 261):

- relacje z dostawcami,
- relacje z klientami,
- tworzenie więzi z pracownikami,
- wizję marketingową i możliwość jej wdrożenia,
- innowacyjność produktową i technologiczną,
- pozyskiwanie źródeł finansowania.

Z punktu widzenia wyceny warto przytoczyć definicję sformułowaną przez Internal Revenue Service (Pierce, Englebrecht 2011): „Kluczowa osoba to jednostka, której wkład w kreowanie wartości organizacji jest tak znaczący, że istnieje pewność, iż w przypadku jej utraty, przyszłe dochody podmiotu znacząco zmniejszą się”.

Reasumując, podstawowym celem niniejszego artykułu jest przedstawienie dyskonta z tytułu ryzyka utraty kluczowej osoby w biznesie na tle szerszej klasyfikacji premii i dyskont, prezentacja metod jego pomiaru oraz krytyczna analiza dotychczas przeprowadzonych w tym zakresie badań.

## **1. Klasyfikacja premii i dyskont**

Aplikacja dyskonta i premii polega na zwiększeniu (bądź zmniejszeniu) wartości – osiągniętej w efekcie sporządzenia konwencjonalnej wyceny (na przykład metodą DCF) – o określoną wartość (stosuje się zarówno korekty kwotowe, jak i procentowe). Dyskonta i premie nie wpływają na „bazową” wartość przedsiębiorstwa, niemniej jednak determinują ostateczny wynik wyceny. Innymi słowy, służą one do korygowania wartości o wpływ czynników ryzyka, które nie zostały uwzględnione w wycenie biznesu jako całości (stuprocentowego udziału) lub odnoszą się tylko i wyłącznie do określonego udziału. Wspomniane czynniki ryzyka mogą dotyczyć całego podmiotu lub też odnosić się do danego udziałowca/

właściciela. To właśnie na podstawie tego kryterium S.P. Pratt (2009, s. 2) dzieli dyskonta i premie na dwa podstawowe rodzaje:

- odzwierciedlające cechy struktury własnościowej (*discounts and premium reflecting characteristics of ownership*),
- odnoszące się do biznesu jako całości (*entity-level discounts*).

Zdaniem R.F. Reilly'ego (2005) korekty wynikające z poziomu wartości<sup>1</sup> – tożsame z pierwszą z wymienianych przez S.P. Pratta kategorią – są rutynowo przeprowadzane w przypadku wielu analiz, uwzględnienie bowiem poziomu wartości stanowi standardową procedurę analityczną w przypadku wyceny całej spółki lub udziału w kapitale własnym. Przyczyną tego stanu rzeczy jest fakt, iż różne podejścia (dochodowe, majątkowe, rynkowe) dają rezultat w postaci innego poziomu wartości. Stąd też owe korekty mają systematyczny charakter i mogą dotyczyć firm działających we wszystkich sektorach gospodarki, niezależnie od wielkości oraz profilu działalności.

Aplikacja premii i dyskont związanych ze strukturą własności następuje po korekcie wartości z tytułu dyskont i premii odnoszących się do biznesu jako całości. Dyskonta i premie związane z biznesem jako całością dotyczą całego przedsiębiorstwa, a nie tylko części jego kapitału. Jednocześnie nie mają one uniwersalnego charakteru i – w przeciwieństwie do pierwszej z omówionych kategorii – nie powinny i nie mogą być stosowane w odniesieniu do każdego podmiotu. Ich aplikacja jest uzależniona od specyfiki przedmiotu wyceny.

Zastosowanie korekt niesystematycznych powinno być rozważane przy każdej wycenie, jednak w praktyce ma ono miejsce znacznie rzadziej niż w przypadku premii i dyskont o charakterze systematycznym. S.P. Pratt wymienia następujące dyskonta niesystematyczne (w jego pracach noszą one nazwę dyskont i premii, które odnoszą się do biznesu jako całości):

- dyskonto z tytułu zobowiązań wobec kapitału (*trapped-in capital gains*),
- dyskonto z tytułu utraty osoby kluczowej dla biznesu (*key person discount*),
- dyskonto z tytułu występującego bądź potencjalnego zagrożenia środowiskowego (*environmental discount*),
- dyskonto z tytułu niejednorodnych aktywów (*portfolio, conglomerate, nonhomogeneous assets discount*),
- dyskonto z tytułu koncentracji kontrahentów (*concentration of customer or supplier base discount*).

Klasyfikacja R.F. Reilly'ego jest z kolei znacznie bardziej rozbudowana i pozwala grupować dyskonta adekwatnie do źródła i przyczyny ich powstawania:

- a) korekty systematyczne (już omówione);

---

<sup>1</sup> Rozszerzoną wersję poziomów wartości prezentują Z.Ch. Mercer, T.W. Harms (2008). *Business valuation, an integrated theory*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, s. 71. Tradycyjnie wyróżniane są następujące poziomy wartości: wartość pakietu kontrolnego w spółce publicznej, wartość udziałów mniejszościowych podlegających obrotowi na zorganizowanym rynku, wartość udziałów mniejszościowych niepodlegających obrotowi na zorganizowanym rynku.

b) korekty niesystematyczne:

- wynikające z cech charakterystycznych spółki,
- wynikające z cech charakterystycznych (danego pakietu) akcji,
- wynikające z ograniczeń zawartych w umowach,
- wielopoziomowe.

Reilly dyskonto z tytułu utraty osoby kluczowej dla biznesu (*key person discount*) zalicza do grupy korekt wynikających z cech charakterystycznych spółki i definiuje w następujący sposób: występuje ono wówczas, gdy generowana przez firmę wartość dodana zależy od jednej osoby (członka zarządu, menedżera) i jej odejście uniemożliwiłoby funkcjonowanie przedsiębiorstwa na dotychczasowym poziomie.

Podział zaproponowany przez C.A. Jacobsona (2008) nawiązuje do klasyfikacji R.F. Reilly'ego; wyróżnia się w nim:

- korekty wynikające z cech charakterystycznych podatnika (spółki),
- korekty wynikające z cech charakterystycznych danego rodzaju mienia,
- korekty wynikające z ograniczeń zawartych w umowach,
- wielopoziomowe korekty.

Należy zauważyć, że C.A. Jacobson pomija korekty wynikające z cech charakterystycznych akcji, w to miejsce proponując kategorię korekt właściwych dla danego rodzaju mienia (lub grupy aktywów)<sup>2</sup>.

Aplikacja wymienionych wyżej korekt wartości bazowej jest w wielu przypadkach konieczna, jednak nawet w takiej gospodarce jak amerykańska, prawo nie reguluje zasad ich stosowania, co więcej – nie istnieje żaden zbiór ogólnie przyjętych zasad, co wynika z faktu, że każda sytuacja jest inna. W wypadku korekt o charakterze niesystematycznym pojawia się uzasadniona wątpliwość, czy powinny być one traktowane jako kolejna kategoria dyskont, czy raczej należy je uwzględnić w raporcie z wyceny jako ryzyko, na które jest narażony inwestor.

Dyskonto z tytułu utraty osoby kluczowej dla biznesu (*key person discount*), które dotyczy przede wszystkim niewielkich podmiotów<sup>3</sup>, może w przypadku podejścia dochodowego zostać uwzględnione w wycenie domyślnie lub bezpośrednio. W pierwszym przypadku oznacza to sytuację, w której analityk już na etapie sporządzania projekcji finansowych uwzględnia w przepływach potencjalnie utracone korzyści wynikające z rezygnacji z pracy zarządzającego oraz koszty rekrutacji, szkolenia oraz utrzymania nowego menedżera. W przypadku podejścia bezpośredniego – najpierw jest określana wartość bazowa przy założeniu braku zmian personalnych, a następnie otrzymana wartość jest korygowana o określoną wartość (stosuje się zarówno korekty kwotowe, jak i procentowe).

<sup>2</sup> Zaliczanych przez Reilly'ego do korekt wynikających z cech charakterystycznych spółki.

<sup>3</sup> Dotyczy to również podmiotów tak dużych jak Apple Inc. 24 sierpnia 2011 r. Steve Jobs, dyrektor zarządzający firmy Apple, zrezygnował ze stanowiska. W ciągu zaledwie kilku godzin wartość firmy spadła o 5% (z 376,18 dolarów do 355,99 dolarów za akcję, co daje kwotę ponad 17 mld dol.). Można postawić tezę, że taki spadek wynikał z wyceny przez rynek wyjątkowych zdolności i zasług Jobsa, nie tylko jako dyrektora generalnego, ale promotora nowych produktów i usług.

## **2. Metody pomiaru**

Niezależnie od kategorii premii czy też dyskonta brakuje jednej, powszechnie akceptowanej metodologii pomiaru ich wartości. W literaturze przedmiotu przytaczanych jest wiele podejść – skrupulatna analiza ich założeń oraz zawartości pozwala na następującą ich klasyfikację:

1. Podejście porównawcze polegające na porównywaniu historycznych cen transakcyjnych akcji wycenianego podmiotu w sytuacji, gdy wartość wycenianej spółki lub pakietu jej akcji/udziałów jest wyeksponowana na określony czynnik ryzyka oraz w warunkach, gdy nie ma on wpływu na wartość wycenianej spółki. Na przykład, jeśli w przeszłości zrealizowano transakcje w momentach, gdy funkcje prezesa sprawowały dwie różne osoby, to porównanie cen prowadzi do określenia wartości dyskonta z tytułu ryzyka utraty osoby kluczowej (w sytuacji gdy odchodzi osoba, której wkład w kreowanie wartości organizacji jest tak znaczący, że dochody podmiotu znacząco zmniejszą się).
2. Podejście porównawcze opierające się na analizie danych dotyczących wybranej kategorii strumienia dochodu wycenianego podmiotu w sytuacji, gdy przepływy pieniężne są narażone na działanie określonego czynnika ryzyka oraz w warunkach, gdy nie ma on wpływu. Analityk identyfikuje różnice w przychodach, wydatkach oraz w nakładach inwestycyjnych, które pojawiają się w przypadku zidentyfikowania potrzeby zastosowania określonego dyskonta lub premii; następnie opracowuje projekcję przepływów dla dwóch wariantów – z uwzględnieniem dyskonta/premii oraz przy założeniu, iż analizowany czynnik ryzyka nie ma wpływu na wartość biznesu. Różnica stanowi szacunek wartości dyskonta lub premii. Na przykład, jeśli pojawia się ryzyko utraty kluczowej dla biznesu osoby, wówczas należy oszacować wartość przepływów przy założeniu niezmiennych warunków prowadzenia działalności, a następnie zaprognozować przepływy skorygowane o utracone korzyści wynikające z umiejętności, którymi dysponuje osoba kluczowa dla biznesu (mogą to być, przykładowo, kontakty z dostawcami, związki z klientami, lojalność pracowników, wyjątkowa wizja marketingowa, intuicja oraz zdolności, innowacyjne podejście do technologii, nadzwyczajne umiejętności zarządzania i przywództwa, a także możliwość zaciągania długów lub pozyskiwania nowych inwestorów).
3. Podejście oparte na analizie orzecznictwa sądowego dotyczącego podobnych przypadków – typowe dla rynku amerykańskiego. Sądy w USA, zarówno stanowe, jak i federalne, bardzo często rozstrzygają w sprawach, w których przedmiotem sporu jest między innymi wycena (jednocześnie dostęp do informacji na temat wyroków jest stosunkowo łatwy). Nawet jednak w warunkach amerykańskich jest to jedynie wskazówka dla innych wycen (na podstawie analizy wyroków można określić, jakie przedziały wartości są akceptowane przez sądy) ze względu na to, że przedmiot, data wyceny, poszukiwany rodzaj wartości, sposób wykorzystania raportu oraz

regulacje określające procedury, zgodnie z którymi powinno nastąpić oszacowanie wartości przedsiębiorstwa, są zawsze specyficzne dla danego przypadku i okoliczności. W konsekwencji można szacować dyskonto na podstawie wydanych wyroków sądowych jedynie w przypadkach, gdy zarówno przedmiot wyceny, jak i pozostałe okoliczności są identyczne.

4. Podejście, w którego ramach premia (lub dyskonto) jest szacowane na podstawie transakcji dotyczących spółek publicznych – polega ono na analizie średnich różnic cen lub wartości mnożników transakcyjnych w dwóch sytuacjach – w przypadku, gdy cena rynkowa powinna uwzględniać premię lub dyskonto, oraz w sytuacji, gdy nie mają one wpływu na cenę.

### 3. Przegląd literatury

Analiza badań empirycznych pozwoliła podzielić badania na 2 nurty – jeden nurt dotyczy *sensu stricte* wyceny – w tym przypadku badacze tacy jak Lerch, Larson i Wright oraz Bolten, Wang porównywali różnice w cenach akcji następujące w konsekwencji zmian na stanowisku prezesa. Lerch, Larson i Wright analizowali zjawisko niespodziewanej śmierci CEO, natomiast Bolten i Wang badali rotacje zachodzące w składzie zarządu, ale tylko te, które następowały w konsekwencji przymusowych rezygnacji. Warto tu podkreślić, że autorzy zajmujący się tą problematyką podkreślają, że nie każde odejście będzie miało destrukcyjny wpływ na wartość, będą i takie rezygnacje, na które inwestorzy reagują pozytywnie. W przypadku tego nurtu badań średnie dyskonto wahało się w granicach 5–37%.

**Tabela 1**

Zestawienie wyników badań z zakresu *sensu stricte* wyceny

| Autorzy<br>(rok publikacji)                                    | Okres poddany<br>analizie | Liczba<br>obserwacji | Zakres<br>dyskonta (%) | Średnie<br>dyskonto (%) |
|--|---------------------------|----------------------|------------------------|-------------------------|
| Lerch I (1991)   | 1977                      | 13                   | 26–45                  | 36,6                    |
| Lerch II (1997)  | 1988–1989                 | 29                   | 0–29,2                 | 12,9                    |
| Larson, Wright I (1996)  | 1991–1995                 | 30                   | 0,8–55,7               | 8,3                     |
| Larson, Wright II (2001)                                       | 1991–1999                 | 50                   | 0,8–12,81              | 5,1                     |
| Bolten, Wang – kapitalizacja niższa<br>niż 280 mln. USD (1997) | 1996                      | 27                   | 0–27                   | 8,6                     |
| Bolten, Wang – mniej niż sześciu<br>dyrektorów (1997)          | 1996                      | 20                   | 0–23                   | 9,4                     |

Źródło: opracowanie własne na podstawie Lerch (1991, 1997); Larson, Wright (1996, 2001); Bolten, Wang (1997).

W drugim nurcie analiz powszechnie stosowaną metodą oceny reakcji akcjonariuszy jest analiza zdarzenia. Należy tutaj dodać, że ze względu na okoliczności zmiany osoby zarządzającej analiza oceny rynkowej tego typu zdarzeń dotyczyła oddzielnie powołania na stanowisko, rezygnacji, zwolnienia, odejścia na emeryturę czy też śmierć.

Ostatnie z wymienionych zdarzeń – śmierć – ze względu na swój charakter najdokładniej obrazuje reakcję akcjonariuszy na utratę osoby kluczowej i już w latach 80. XX wieku było przedmiotem studiów empirycznych. Jednym z nich były badania przeprowadzone przez Worrella i in. (1986), w których autorzy przyjęli hipotezę, że śmierć kluczowego członka zarządu wiąże się z utratą wartości dla akcjonariuszy. Anormalna stopa zwrotu w oknie zdarzenia  $(-90, 0)$  była ujemna dla całej badanej populacji na poziomie  $-0,61\%$ , a dodatnia po zdarzeniu w przedziale  $(0, +30)$  z wartością  $1,56\%$ . Negatywna reakcja na śmierć dyrektora generalnego świadczy o tym, że z punktu widzenia akcjonariuszy ma on znaczący wpływ na wartość spółki. Na rynku amerykańskim reakcję na odejście w wyniku śmierci członka zarządu analizowali również Nguyen i Nielsen (2010), którzy zaobserwowali, że w wyniku nagłej śmierci niezależnego dyrektora następuje spadek cen akcji. Miernik CAR w czterodniowym oknie  $(-1, +2)$ , wyniósł około  $-1\%$ .

Innym podejmowanym tematem badawczym była rezygnacja członka zarządu. W badaniach przeprowadzonych przez Furtado i Rozeffa (1987) zaobserwowano wzrost cen akcji w ciągu dwóch dni po ogłoszeniu przez radę dyrektorów informacji o przymusowej rezygnacji top menedżera. Z kolei spadek cen akcji, w odpowiedzi na rezygnację (nie tylko wymuszoną) osoby zajmującej wysokie stanowisko wśród kadry zarządzającej, znajdujemy w długim, kilkumiesięcznym okresie w wynikach badań Warnera i in. (1988). Jednocześnie w tych samych badaniach w oknie  $(-1, 0)$  zauważono nieznaczny wzrost dodatkowych stóp zwrotu. Zaobserwowana sprzeczność najprawdopodobniej stanowi konsekwencję negatywnej oceny wyników firmy w postaci kursu akcji w przeszłości. Autorzy, chcąc zbadać reakcję inwestorów na różnego rodzaju dymisje, podejmują temat identyfikacji powodów rezygnacji i wskazują na fakt, że sukcesje bardzo rzadko są opisywane w prasie jako konsekwencja zwolnień, stąd identyfikacja rzeczywistych powodów zmian na najwyższych stanowiskach jest utrudniona.

Elisaid, Wang i Davidson (2011) w swoich badaniach skoncentrowali się na zbadaniu dotychczas niepodejmowanego kontekstu zjawiska sukcesji, a mianowicie na analizie reakcji rynkowej (m.in.) na powołanie zewnętrznych sukcesorów, a którzy posiadają doświadczenie na stanowisku CEO nabyte w innych podmiotach. Autorzy chcieli odpowiedzieć na pytanie, czy na tego typu sukcesję inwestorzy reagują inaczej niż na powołania na stanowisko prezesa osób, które nie pełniły dotychczas takiej funkcji. W rezultacie przeprowadzonych analiz udało się im dowiedzieć, że rynek reaguje pozytywnie na powołanie na stanowisko CEO menedżera pochodzącego spoza organizacji i dysponującego doświadczeniem na tego typu stanowisku. Dodatkowo zauważono, że firmy, które zatrudniały byłych prezesów charakteryzowały się wyższymi wskaźnikami zadłużenia i miały większe szanse na zagrożenie bankructwem w okresie poprzedzającym sukcesję. Co więcej, ich wyniki nie poprawiały się znacząco po zmianie na stanowisku CEO.

Z kolei wyniki badań Ishak i Latif (2012) przeprowadzonych na wschodzącym rynku malezyjskim dowodzą istnienia pozytywnej i istotnej statystycznie reakcji inwestorów na

zmianę prezesa w oknie  $(-5, 0)$ . Wynik otrzymany przez tych badaczy wskazuje na prawdopodobieństwo wycieku informacji na temat planowanej sukcesji.

Wśród licznych przykładów oceny rynkowej powołania na stanowisko prezesa znajdujemy tylko jedno dotyczące polskiego rynku kapitałowego. Gurgul i Majdosz (2007) analizowali wpływ rezygnacji prezesa na ceny rynkowe spółek notowanych na GPW SA. W badaniach przeprowadzono analizę zdarzenia w krótkim oknie obserwacji od  $-5$  do  $+5$  dni. Rezultaty uzyskane przed zdarzeniem w dniach  $t = -4, -2$  oraz  $-1$  jak również w dniu  $t = +4$  były dodatnie. W pozostałych dniach średnie dzienne dodatkowe stopy zwrotu były negatywne na poziomie  $-1,006\%$  w  $t = 0$  oraz  $-1,068\%$  w  $t = +3$ . Niemniej jednak, sumując wyniki uzyskane przez autorów w całym oknie obserwacji, otrzymamy wartość zagregowaną CAAR na poziomie  $-1,698\%$ , co wskazuje na fakt, że średnio akcjonariusze negatywnie ocenili rezygnację członka zarządu ze stanowiska.

Jak wskazują wyniki przytoczonych analiz, inwestorzy nie reagowali w sposób jednorodny, a w konsekwencji wyniki przytoczonych analiz są niekiedy sprzeczne. Nie ma jednak wątpliwości co do faktu, że zmiany na stanowisku prezesa mają wpływ na wyniki i strategię firmy, a co za tym idzie, bogactwo akcjonariuszy. Gurgul i Majdosz wskazują, że prawdopodobną przyczyną zaobserwowanych pozytywnych reakcji w przedziale przed zdarzeniem jest traktowanie rezygnacji ze stanowiska jako próby rozwiązania problemów w firmie. Po informacji akcjonariusze mniejszościowi reagują negatywnie postrzegając rezygnację jako utratę kapitału ludzkiego.

## Uwagi końcowe

Autorzy badań z tego zakresu podkreślają istotny problem dotyczący samej techniki badania. Fundamentalną kwestią jest zakwalifikowanie danej zmiany na stanowisku prezesa do określonego zbioru zdarzeń. Inny wpływ na wartość spółki będą miały rezygnacje menadżerów nieskutecznych bądź niekompetentnych, a inny wpływ na wycenę spółki będą miały zwolnienia czy rezygnacje CEO takich osobowości, jak Steve Jobs. Wyniki przytoczonych badań dotyczyły spółek publicznych, w przypadku których struktura organizacyjna jest zazwyczaj rozbudowana. W takich podmiotach odchodzącego prezesa mogą zastąpić inni członkowie zarządu. Natomiast uzależnienie struktury organizacyjnej, a co za tym idzie, wyników od pojedynczej osoby w spółkach małych, niepublicznych jest znacznie większe. Stąd też dyskonta, które były zasądzone w rozprawach prowadzonych na rynku amerykańskim i dotyczyły spółek niepublicznych, były wyższe niż  $1,25\%$  i wahały się od  $9,1$  do ponad  $25\%$ .

Analiza literatury dowodzi, że istnieją przesłanki aby sądzić, że osoba kluczowa w niektórych przypadkach może mieć olbrzymi wpływ na wartość biznesu, a jej utrata daje rezultat w postaci obniżenia wartości spółki. Niestety w warunkach polskich, z wyjątkiem Gurgula i Majdosza (2007), tego typu badań jak dotąd nie przeprowadzono. Kluczowym etapem tego typu analiz empirycznych byłoby opracowanie procedury selekcji doboru



**Tabela 2**

Dyskonta, które były zasądzone w rozprawach prowadzonych na rynku amerykańskim

| Proces           | Dyskonto (%) |
|------------------|--------------|
| Sprawa Huntsman  | 12,1–9,1     |
| Sprawa Yeager    | 10,0         |
| Sprawa Feldmar   | 25,0         |
| Sprawa Rodriquez | 27,4         |
| Sprawa Mitchell  | 10,0         |
| Sprawa Furman    | 10,0         |

Źródło: opracowanie własne na podstawie Pierce, Englebrecht (2011).

odpowiednich zdarzeń do próby. Następną kwestią, wcale nie łatwą, byłby wybór odpowiedniego okna zdarzenia oraz eliminacja tych sytuacji, w których na moment rotacji na stanowisku prezesa nakładałyby się inne zdarzenia, takie jak na przykład upublicznienie informacji na temat wypłaty dywidendy. Następnie należałoby się zastanowić, w ramach jakich standardów wartości powinno ono być uwzględniane i jak w ramach poszczególnych podejść do wyceny powinno być ono aplikowane.

## Literatura

- Bolten S.E., Wang Y. (1997). The impact of management depth on valuation. *Business Valuation Review*, September.
- Byrka-Kita K. (2013). *Dylematy szacowania premii z tytułu kontroli w wycenie przedsiębiorstw*. Warszawa: CeDeWu.
- Davidson III W.N., Tong S., Worrel D.L., Rowe W. (2006). Ignoring rules of succession: How the board reacts to CEO illness announcements. *Journal of Business Strategies*, 23, 93–117.
- Furtado E.P., Rozeff M.S. (1987). The wealth effects of company initiated management changes. *Journal of Financial Economics*, 18 (1), 147–160.
- Gurgul H., Majdosz P. (2007). Stock price and resignation of members of the board: The case of the Warsaw Stock Exchange. *Managing Global Transitions*, 5 (2), 179–192.
- Ishak R., Latif R.A. (2012). CEO Succession and Shareholders Wealth in Malaysian Public Listed Companies. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 65, 173–179.
- Jacobson C.A. (2008). *Unit valuation discount and premium adjustment*. Pobrano z: [http://willametteinsights.com/08/summer\\_2008\\_3.pdf](http://willametteinsights.com/08/summer_2008_3.pdf).
- Larson J.A., Wright J.P. (2001). Key person discount in small firms: Evidence from the 1990's? *Business Valuation Review*, September.
- Larson J.A., Wright J.P. (1996). Key person discount in small firms: Fact or Fiction? *Business Valuation Review*, March.
- Lerch M.A. (1991). Quantitative measures of minority interest discounts. *Business Valuation Review*, October.
- Lerch M.A. (1997). Yet another discount for lack of marketability study. *Business Valuation Review*, June.
- Mrówka R. (2010). *Przywództwo w organizacjach. Analiza najlepszych praktyk*. Warszawa: Wolters Kluwer Polska.
- Nguyen B.D., Nielsen K.M. (2010). The Value of independent directors: Evidence from sudden deaths. *Journal of Financial Economics*, 98 (3), 550–67. Pobrano z: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.07.004>.
- Pierce K.J., Englebrecht T.D. (2011). Key Person Adjustments for Closely Held Corporations. *The CPA Journal*, July.
- Pratt S.P. (2009). *Business valuation – discounts and premiums*. Second Edition. New York: John Wiley & Sons.
- Reilly R.F. (2005). *Valuation adjustments in financial adviser transactional analysis*. Pobrano z: [www.BVResources.com](http://www.BVResources.com).

- Warner J.B., Watts R.L., Wruck K.H. (1988). Stock prices and top management changes. *Journal of Financial Economics*, 20, 461–492.
- Worrell D.L., Davidson W.N., Chandy P.R., Garrison S.L. (1986). Management turnover through deaths of key executives: Effects on investor wealth. *Academy of Management Journal*, 29 (4), 674–694.

#### KEY PERSON DISCOUNT – TRUE OR MYTH

**Abstract:** *Purpose* – The main purpose of this article is to present key person discount against a background of wide premiums and discounts classification, investigate methods of this discount measurement, and critical analysis of the empirical research conducted so far.

*Design/methodology/approach* – There was conducted critical literature review.

*Findings* – Key person discount has not been addressed in Polish literature so far. As far as empirical analysis is concerned there was only one study conducted by Gurgul and Majdosz (2007).

*Originality/value* – Article has a cognitive character. It presents the author's point of view on this subject, based on the literature review. Consequently, the paper can contribute to more advanced and critical discussion on further theoretical and empirical studies.

**Keywords:** valuation, base value amendments, discount, key person

#### Cytowanie

- Byrka-Kita K. (2016). Dyskonto z tytułu ryzyka utraty kluczowej osoby w biznesie – prawda czy mit. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4 (82/2), 337–346. DOI: 10.18276/frfu.2016.4.82/2-29.