

**Dariusz Zarzecki**<sup>1</sup>

Uniwersytet Szczeciński

## DYSKONTO Z TYTUŁU BRAKU PŁYNNOŚCI W WYCENIE PRZEDSIĘBIORSTW

### Streszczenie

W artykule przedstawiono istotę i wyjaśniono powody zastosowania dyskonta z tytułu braku płynności. Wskazano na znaczenie prawidłowego ujęcia tego dyskonta w wycenie przedsiębiorstw oraz zasygnalizowano najnowsze wyzwania w tym zakresie.

**Słowa kluczowe:** wycena przedsiębiorstw, dyskonto z tytułu braku płynności.

### Wprowadzenie

W niniejszym artykule przedstawiono istotę oraz wybrane problemy związane z zastosowaniem dyskonta z tytułu braku płynności. Podstawowa różnica pomiędzy udziałami płynnymi a niepłynnymi sprowadza się do tego, że wartość tych pierwszych jest większa. Możliwość upłynnienia akcji w wybranym przez inwestora czasie poprzez rynek publiczny jest istotną, pozytywną charakterystyką danej spółki i wpływa na wyższą wycenę kapitału własnego w porównaniu do analogicznych firm nienotowanych. Celem opracowania jest wyjaśnienie powodów zastosowania dyskonta z tytułu braku płynności, wskazanie na znaczenie prawidłowego ujęcia tego dyskonta w wycenie przedsiębiorstw oraz zasygnalizowanie najnowszych wyzwań w tym zakresie

---

<sup>1</sup> Adres e-mail: [dariusz.zarzecki@zarzecki.pl](mailto:dariusz.zarzecki@zarzecki.pl).

## 1. Podstawowe premie i rodzaje dyskonta w wycenie przedsiębiorstw

W wycenie przedsiębiorstw stosowane są tzw. współczynniki korygujące (*valuation adjustments*). Mogą one przybierać formę dyskonta i premii. *Valuation adjustments* mogą być i są stosowane w wycenach dokonywanych za pomocą wszystkich trzech podejść, tj. dochodowego, porównawczego i majątkowego. Dyskonta i premie w wycenie przedsiębiorstw mają za zadanie wprowadzać korektę oszacowanej wartości bazowej w sytuacji, gdy wyceniany podmiot charakteryzuje się specyficznymi właściwościami lub – jeśli stosujemy podejście porównawcze – właściwościami odmiennymi w stosunku do podmiotu (grupy podmiotów) stanowiącego punkt odniesienia. Korekty odzwierciedlają różnice pomiędzy wymienionymi podmiotami wynikające np. z odmiennego ryzyka, specyfiki biznesu, struktury właścicielskiej, pozycji kontrolnej, wymagalności zobowiązań, ograniczonej zbywalności, stopnia płynności rynkowej itp.<sup>2</sup>

Ponieważ dyskonto zmniejsza ostateczną wartość wycenianego podmiotu, to jednocześnie powoduje wzrost oczekiwanej stopy zwrotu w relacji z oczekiwaniami odnoszonymi się do podmiotu porównywalnego. Odwrotna zależność występuje w przypadku premii. Prawidłowe zastosowanie dyskont i premii sprawia, że różnice w wartościach podmiotu wycenianego i porównywalnego odzwierciedlają różnice w wymaganych stopach zwrotu, których oczekiwałby inwestor na skutek odmiennego ryzyka obu inwestycji oraz przewidywanej stopy wzrostu. Dyskonta i premie symbolizują relatywne ryzyko oraz względny potencjał wzrostu.

Najczęściej stosowane korekty wartości w wycenie przedsiębiorstw są następujące<sup>3</sup>:

- premia z tytułu kontroli – *control premium*,
- dyskonto z tytułu braku kontroli (z tytułu udziałów mniejszościowych) – *lack of control (minority) discount*,
- dyskonto z tytułu braku płynności (z tytułu niepłynności) – *discount for lack of marketability (illiquidity)*,
- dyskonto spółki prywatnej – *private company discount*,
- dyskonto od wartości aktywów netto – *discount from net asset value*,
- dyskonto z tytułu ryzyka utraty kluczowej osoby w firmie – *key person discount*,

<sup>2</sup> Zob. M. Czerwiński, *Metodyka szacowania dyskont z tytułu ograniczonej zbywalności i braku płynności udziałowych papierów wartościowych*, XIII Ogólnopolskie Seminarium Doktorskie Rachunkowości i Finansów, Sopot 2013, s. 15.

<sup>3</sup> G.R. Trugman, *Understanding Business Valuation. A Practical Guide to Valuing Small and Medium Sized Businesses*, Fourth Edition, AICPA, New York 2012, s. 501.

- dyskonto z tytułu przyszłych podatków od zysków kapitałowych – *embedded capital gains discount*<sup>4</sup>,
- dyskonto z tytułu transakcji blokowych – *blockage discount*,
- dyskonto z tytułu niejednorodnych aktywów w portfolio – *discount for nonhomogenous assets (portfolio) discount*,
- dyskonto z tytułu braku prawa do głosowania – *nonvoting stock discount*.

S.P. Pratt dzieli korekty na dwa podstawowe rodzaje<sup>5</sup>:

- a) odnoszące się do biznesu jako całości (*entity-level discounts and premiums*);
- b) odnoszące się do wartości względem struktury własnościowej (*shareholder-level discounts and premiums*).

W ramach pierwszej kategorii, gdzie poszczególne rodzaje dyskonta wynikają ze specyficznych cech przedsiębiorstwa jako organizacji, natomiast pomijane są względy i atrybuty akcjonariuszy, wyróżnia się: dyskonto z tytułu przyszłych podatków od zysków kapitałowych, dyskonto z tytułu ryzyka utraty kluczowej osoby w firmie, dyskonto z tytułu już znanych bądź potencjalnych dodatkowych opłat środowiskowych, dyskonto z tytułu niejednorodnych aktywów, dyskonto z tytułu koncentracji kontrahentów, dyskonto z tytułu transakcji blokowych oraz dyskonto z tytułu ryzyka wynikającego z toczącego się postępowania sądowego.

Druga grupa korekt, które odnoszą się bezpośrednio do struktury własnościowej i nazywane są korektami systematycznymi, to:

- a) premia z tytułu kontroli/dyskonto z tytułu wyceny udziałów mniejszościowych (*lack of control discount*);
- b) dyskonto z tytułu braku płynności (*lack of marketability discount/illiquidity discount*).

Przedmiotem rozważań w niniejszym artykule będą wymienione wyżej korekty wynikające z braku płynności. Główny nacisk położono na stronę teoretyczną i uzasadnienie zastosowania tych korekt<sup>6</sup>.

## 2. Uzasadnienie stosowania dyskonta z tytułu braku płynności

Cena aktywa jest określona przez wartość przepływów pieniężnych możliwych do otrzymania z tytułu posiadania tego aktywa. Powyższa definicja zakłada,

<sup>4</sup> Ibidem, s. 525–528 oraz *Tax Court Recognizes Full Valuation Discount for Capital Gains*, [www.hempstead-co.com/tax-court-recognizes-full-valuation-discount-for-capital-gains](http://www.hempstead-co.com/tax-court-recognizes-full-valuation-discount-for-capital-gains) (20.09.2013).

<sup>5</sup> S.P. Pratt, *Business Valuation Discounts and Premiums*, John Wiley & Sons, New Jersey 2009, s. 2.

<sup>6</sup> Zagadnienie to jest przedmiotem projektu badawczego prowadzonego przez Katedrę Inwestycji i Wyceny Przedsiębiorstw. Projekt nr N N113 367840 pt. *Dyskonto z tytułu braku płynności rynkowej w wycenie przedsiębiorstw* zostanie ukończony w 2014 r.

że nie ma żadnych ograniczeń w dokonywaniu transakcji<sup>7</sup>. W praktyce istnieją bariery, które wpływają na zdolność do natychmiastowego zbycia aktywa z zachowaniem wartości sprawiedliwej (godziwej – *fair value*). Podstawową barierą jest płynność rynkowa jako miara zdolności do kupna bądź sprzedaży danego aktywa w dowolnym momencie.

Dyskonto z tytułu braku płynności rynkowej nie jest związane z płynnością finansową przedsiębiorstwa, tzn. nie jest to korekta *in minus* wartości przedsiębiorstwa na skutek jego problemów z regulowaniem bieżących zobowiązań. Jak piszą S.P. Pratt i R.J. Grabowski, płynność rozumiana jest tu jako możliwość właścicieli do zamiany posiadanych akcji/udziałów na gotówkę (1) w krótkim czasie i (2) bez znaczącej straty na kapitale<sup>8</sup>. A.W. Reinemann dodaje ponadto, że płynność to koncentracja na znalezieniu kupca<sup>9</sup>.

Wielkość płynności w odniesieniu do wyceny przedsiębiorstw to wartość mówiąca o tym, jak szybko można sprzedać udziały w firmie bez ponoszenia istotnych kosztów transakcji lub znaczącego obniżania ceny<sup>10</sup>. Jedną z definicji dyskonta z tytułu braku płynności (*discount for lack of marketability*) stwierdza, że występuje ono wówczas, gdy cena sprzedaży składnika aktywów jest niższa od jego wartości z powodu braku popytu. Cena zawartej w takich warunkach transakcji jest ceną uwzględniającą dyskonto z tytułu braku płynności<sup>11</sup>.

Powszechnie można spotkać się z poglądem, że dyskonto z tytułu braku płynności symbolizuje różnicę w wartości dwóch analogicznych udziałowych papierów wartościowych, z których jeden reprezentuje spółkę publiczną, a drugi niepubliczną. W rezultacie na skutek zastosowania dyskonta z tytułu braku płynności można dokonać wyceny akcji i udziałów w przedsiębiorstwach niepublicznych na podstawie cen akcji spółek giełdowych.

Skala płynności danego składnika aktywów zależy przede wszystkim od istnienia rynku jako płaszczyzny wymiany informacji handlowej oraz zawierania transakcji. Dla udziałów i akcji przedsiębiorstw rynkiem są regulowane systemy obrotu papierami wartościowymi (takie jak GPW). Pozostałe kluczowe czynniki wpływające na poziom płynności to:

- kondycja finansowo-ekonomiczna (determinująca popyt),
- forma prawna udziałów (akcje zwykłe, uprzywilejowane),

<sup>7</sup> M. Bajaj, D.J. Denis, S.P. Ferris, A. Sarin, *Firm Valuation and Marketability Discounts*, „The Journal of Corporate Law”, Fall 2001.

<sup>8</sup> S.P. Pratt, R.J. Grabowski, *Cost of Capital: Applications and Examples*, Wiley & Sons, Hoboken 2010, s. 742.

<sup>9</sup> A.W. Reinemann, *Lack of Marketability*, „Trusts & Estates” 2008, February, s. 28.

<sup>10</sup> Ibidem.

<sup>11</sup> R. Sansing, *Economic Foundations of Valuation Discounts*, „JATA” 1999, vol. 21.

– *free float* (ilość udziałów w rozproszonej strukturze właścicielskiej).

Można wyobrazić sobie sytuację, w której wycenia się dwie bliźniacze spółki (wynik bazowej wyceny jest identyczny), z tym że jedna z nich jest notowana na giełdzie, a druga nie. Czy potencjalny inwestor będzie skłonny zapłacić tę samą cenę za obie? Korzyść w postaci możliwości (opcji) szybkiego upłynnienia (zbycia, uzyskania ekwiwalentu pieniężnego) ma istotny udział w wartości dla potencjalnego inwestora. Oczywiście, nie należy stawiać znaku równości pomiędzy obecnością spółki na giełdzie papierów wartościowych a możliwością szybkiego upłynnienia jej udziałów. Analogicznie nie powinno się utożsamiać spółek niepublicznych z absolutnym brakiem szans na zakup/sprzedaż ich udziałów.

Prawie każdy składnik aktywów można sprzedać bez względu na płynność (a właściwie na jej brak lub ograniczenie). Gdy popyt jest mały, podstawowym warunkiem dokonania transakcji jest odpowiednie obniżenie ceny przez sprzedającego. Prowadzi to do wniosku, że brak lub ograniczoną płynność w przypadku kupna/sprzedaży przedsiębiorstwa należy utożsamiać z kosztem (dyskontem).

Wpływ płynności rynkowej na szacowaną z perspektywy konkretnego inwestora wartość jest wciąż jednym z najbardziej dyskutowanych i kontrowersyjnych zagadnień w dziedzinie wyceny przedsiębiorstw. W praktyce często rozróżnia się szczegółowe pojęcia związane z płynnością w kontekście wyceny, np. *discount for lack of marketability* (DLOM) oraz *illiquidity discount* (DLOL)<sup>12</sup>. Różnicę można wytłumaczyć tak, że pojęcie *marketability* (zbywalność) odnosi się przede wszystkim do ograniczenia możliwości sprzedaży, tj. np. w przypadku udziałów w spółkach niepublicznych (brak aktywnego rynku implikuje konieczność „poszukiwania” strony zainteresowanej kupnem, co wiąże się z czasem oraz ponoszeniem kosztów przez sprzedającego)<sup>13</sup> lub sytuacji, gdy występują prawne ograniczenia w zbyciu udziałów (specyficzne zapisy statutu albo umowy spółki itp.). Płynność (*liquidity*) odnosi się do czasu, w jakim udziały mogą być zamienione w gotówkę (dotyczy przede wszystkim spółek publicznych, które cechuje niski poziom wolumenu handlu giełdowego)<sup>14</sup>.

Poza wspomnianymi korektami DLOM oraz DLOL w literaturze występuje również termin „premia za płynność” (*liquidity Premium – LP*) oraz tzw. premia za brak płynności (*illiquidity premium*). W rzeczywistości oba terminy dotyczą

<sup>12</sup> Brak jest powszechnie przyjętego tłumaczenia tych terminów. Propozycje w tym zakresie zgłosił M. Czerwiński, *Metodyka szacowania...*, s. 16.

<sup>13</sup> A. Abbot, *A Quantitative Measure of Discount for Lack of Liquidity*, „Business Valuation Review” 2007, Spring, s. 1.

<sup>14</sup> Jako standard dla większości zorganizowanych rynków kapitałowych można przyjąć, że akcje mogą zostać „zamienione” na gotówkę w ciągu trzech dni roboczych – transakcje, które nie mogą być wykonane w tak krótkim czasie, są obciążone problemem płynności.

tego samego zjawiska, natomiast różni je sposób jego ujęcia. Premia za płynność wyraża relatywnie wyższą wartość waloru z uwagi na jego większy wolumen obrotu oraz niższą cenę kupna/sprzedaży. Z kolei premia za brak płynności reprezentuje dodatkowy składnik kosztu kapitału przy ewentualnej wycenie danego waloru cechującego się zmniejszonym wolumenem obrotu. Jest to w rzeczywistości dyskonto z tytułu braku płynności, a słowo „premia” odnosi się do wyższej oczekiwanej stopy zwrotu, jakiej zgodnie z przedstawioną logiką ma prawo oczekiwać każdy racjonalny inwestor lokujący swoje środki w niepłynne akcje/udziały.

John Hibbert wskazuje, że bardziej zasadne jest posługiwanie się pojęciem premii za płynność (LP) zgodnie z ideą, że określenie „premia” powinno być związane z realną nadwyżką płaconą za dane aktywo<sup>15</sup>. Dodatkowo autor ten prezentuje w formie graficznej przegląd badań prowadzonych w celu kwantyfikacji LP. Dotychczasowe wyniki wskazują, że zjawisko to na rynku akcyjnym w porównaniu z rynkami skarbowych i korporacyjnych papierów dłużnych cechuje największa wartość. Przykładowo A.C. Silva i G.A. Chávez zaobserwowali, że w krajach Ameryki Łacińskiej premia za płynność wynosi średnio 8%<sup>16</sup>. Pozostali autorzy, których wskazywał Hibbert, prezentowali swoje wyniki w punktach bazowych, co jest pewnym standardem, jeżeli chodzi o analogiczne badania nad zjawiskiem płynności na rynku instrumentów dłużnych, i pozwala na porównywalność wyników.

Zestawiając jednak definicje DLOM, DLOL oraz LP, można zauważyć, że granice w ich postrzeganiu oraz interpretacji są bardzo nieostre, ale z drugiej strony zasadne z punktu widzenia rosnącego skomplikowania okoliczności, w których przeprowadzana jest wycena akcji, udziałów lub całych przedsiębiorstw. Bez wątpliwości klasyczne rozumienie dyskonta z tytułu braku płynności jako przejścia z wartości udziałów w spółce publicznej na niepubliczną jest dziś niewystarczające, natomiast właściwe umiejscowienie DLOM, DLOL oraz LP na „mapie” wyceny stanowi duże wyzwanie. Jedną z propozycji stanowi poniższy schemat (rysunek 1).

Zjawisko premii za płynność w odniesieniu do wyceny przedsiębiorstw wciąż stanowi rzadkie zjawisko, dlatego też w dalszej części zostanie pominięte. Nie ulega wątpliwości, że LP jest uwzględniana w koszcie kapitału, który dla spółek o najwyższej płynności jest zwykle niższy niż dla analogicznych spółek

<sup>15</sup> J. Hibbert, *Liquidity Premium: Myth or Reality?*, [www.barrhibb.com/documents/downloads/LP\\_MythOrReality.pdf](http://www.barrhibb.com/documents/downloads/LP_MythOrReality.pdf), s. 1 (20.09.2013).

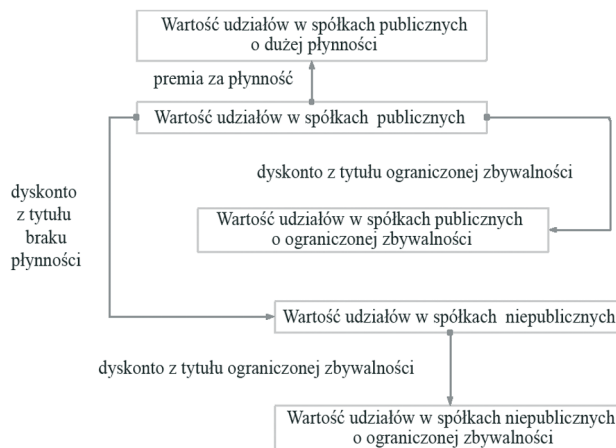
<sup>16</sup> J. Hibbert, A. Kirchner, G. Kretzschmar, R. Li, A. McNeil, *Liquidity Premium Literature Review of Theoretical and Empirical Evidence*, Version 1.1, September 2009, s. 22.

o mniejszych obrotach akcjami. Natomiast dyskonto z tytułu braku płynności na rysunku 1 zostało potraktowane klasycznie jako *private equity discount*, czyli korekta in minus w wartości wynikająca z faktu, że udziały nie są przedmiotem obrotu na zorganizowanym rynku.

Bez względu na wskazane różnice pomiędzy DLOM a DLOL oba zagadnienia ostatecznie dotyczą tego samego problemu – czasu i kosztów niezbędnych do konwersji papierów wartościowych w gotówkę. W literaturze przedmiotu DLOM i DLOL często występują naprzemiennie<sup>17</sup>. Na potrzeby niniejszego artykułu rozważania o wpływie zbywalności i płynności na wycenę przedsiębiorstw dla uproszczenia zostały potraktowane wspólnie jako „dyskonto z tytułu braku płynności rynkowej” (dalej: „DLOM”).

Uznaje się, że DLOM może być najistotniejszym (w największym stopniu wpływającym na wartość) pojedynczym parametrem stosowanym w praktyce wyceny<sup>18</sup>.

Rysunek 1. Propozycja postrzegania DLOM i DLOL i LP z punktu widzenia wyceny udziałów w spółkach publicznych i niepublicznych



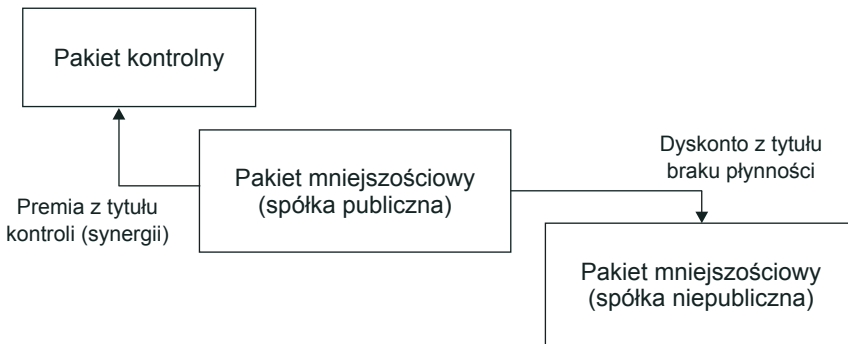
Źródło: M. Czerwiński, *Dyskonto z tytułu braku płynności rynkowej w wycenie przedsiębiorstw. Raport cząstkowy (niepublikowany)*, Projekt nr N N113 367840, Szczecin 2013.

<sup>17</sup> S. Pratt, *Business Valuation Discounts...*, s. 7.

<sup>18</sup> R.F. Reilly, R.P. Schweihs, *The Handbook of Advanced Business Valuation*, McGraw-Hill, New York 2000, s. 83.

Problem uwzględnienia braku lub ograniczonej płynności w wycenie przedsiębiorstw dotyczy przede wszystkim wyceny pakietów mniejszościowych w spółkach niepublicznych<sup>19</sup>. Zakłada się, że dla wyceny całego przedsiębiorstwa nie stosuje się dyskonta z tytułu braku płynności rynkowej przede wszystkim dlatego, że większościowy właściciel decyduje o dywidendach (przepływach pieniężnych) oraz o ewentualnym upublicznieniu spółki. Ponadto, praktyka wskazuje na to, że sprzedaż kontrolnego pakietu spółki niepublicznej na rynku prywatnym jest z wielu względów bardziej prawdopodobna niż sprzedaż pakietu mniejszościowego. Poniżej przedstawiono tzw. tradycyjny schemat poziomów wartości<sup>20</sup>.

Rysunek 2. Tradycyjne ujęcie poziomów wartości (*levels of value*)



Źródło: opracowanie własne.

Obecnie Z.Ch. Mercer proponuje patrzeć na wycenę z perspektywy czterech, a nie trzech poziomów wartości, wyróżniając: 1) wartość z tytułu kontroli strategicznej; 2) wartość z tytułu kontroli finansowej; 3) wartość płynnych udziałów mniejszościowych (podlegających obrotowi na zorganizowanym rynku) oraz 4) wartość niepłynnych udziałów mniejszościowych (niepodlegających obrotowi na zorganizowanym rynku)<sup>21</sup>.

Wysokość każdej premii i dyskonta jest zindywidualizowana dla danego przedsiębiorstwa, ustalana w danym czasie i w odniesieniu do konkretnego

<sup>19</sup> S. Pratt, *Business Valuation Discounts...*, s. 86.

<sup>20</sup> E. Robak, *Liquidity and Levels of Value: A New Theoretical Framework*, BVR's Guide to Discounts for Lack of Marketability, „Business Valuation Resources” 2009, s. 2–3.

<sup>21</sup> <http://mercercapital.com/media/levels-of-value/> (18.09.2013).



pakietu akcji. Potwierdzają to badania empiryczne dyskonta z tytułu braku kontroli i płynności. Dowodzą one, że w odniesieniu do różnych spółek rozbieżności w poziomie tych dyskont są na poziomie od kilku do nawet kilkuset procent. W praktyce uniemożliwia to bezpośrednie posługiwanie się tymi uśrednionymi wynikami w konkretnej wycenie.

Próby pomiaru wielkości DLOM odbywały się przede wszystkim w ramach dwóch grup badań empirycznych: *pre-IPO studies* oraz *restricted stock studies*<sup>22</sup>. W zależności od stosowanej metodologii oraz przyjętego okresu wspomniane badania empiryczne prezentują bardzo rozbieżne wyniki. Istnieje także szereg modeli teoretycznych, które również stanowią propozycję rozwiązania problemu szacowania DLOM (w tym modele oparte na wycenie opcji czy modyfikacjach przepływów pieniężnych)<sup>23</sup>, jednak do tej pory brak jest jednoznacznego i powszechnie akceptowanego algorytmu szacowania wysokości DLOM. Zgodność większości teoretyków sprowadza się właściwie do stwierdzenia o „dużym znaczeniu DLOM w procesie wyceny przedsiębiorstw”<sup>24</sup>.

## Podsumowanie

Dyskonto z tytułu braku płynności odnosi się do już ustalonej wartości. W przypadku potrzeby wystąpienia takiej korekty następuje odpowiednia redukcja wartości. W polskiej praktyce często nie wyróżniano udziałów kontrolnych i mniejszościowych, szacując jedną niedookreśloną wartość wycenianego podmiotu. Mając na względzie istotne różnice w prawach właścicieli udziałów kontrolnych i mniejszościowych oraz niewątpliwie niższą atrakcyjność (a więc i wartość) spółek nienotowanych, można stwierdzić, że nie jest to sytuacja właściwa. Wycena powinna uwzględniać jakościowe różnice w udziałach, mają one bowiem duży wpływ na ich rzeczywistą wartość.

Zagadnienia dotyczące premii za płynność i dyskonta z tytułu braku płynności należą do bardzo ważnych i szczególnie kontrowersyjnych. Ważnych – z uwagi na potencjalną skalę wpływu na ostateczny wynik wyceny. Kontrowersyjnych – ze względu na brak zgodności co do samych podstaw stosowania poszczególnych korekt, jak i wielu rozbieżnych wyników badań, odmiennych metod i istotnego

<sup>22</sup> B. Sziklay, *Discounts and Premiums: Discount for Lack of Marketability*, BVR's Guide to Discounts for Lack of Marketability, „Business Valuation Resources” 2008, s. 1–13.

<sup>23</sup> T.R. Lance, *The Use of Theoretical Models to Estimate the Discount for Lack of Marketability*, BVR's Guide to Discounts for Lack of Marketability, „Business Valuation Resources” 2009, s. 3–38.

<sup>24</sup> S. Pratt, *Discounts for Lack of Marketability: Documentation, Critique, and Defense*, BVR's Guide to Discounts for Lack of Marketability, „Business Valuation Resources” 2008, s. 11.

znaczenia w dużej mierze subiektywnych założeń i wyborów. Nic więc dziwnego, że omówione w tym artykule problemy należą do „gorących tematów” w badaniach, publicystyce i dyskusjach prowadzonych m.in. w trakcie corocznych konferencji Advanced Business Valuation organizowanych przez American Society of Appraisers<sup>25</sup>. Również w Polsce premie i dyskonta w wycenie przedsiębiorstw są coraz częściej przedmiotem zainteresowania naukowców, analityków i praktyków – szczególnie w świetle rosnącej lawinowo liczby spraw spornych wiążących się z potrzebą oszacowania wartości biznesu, z którymi sądy i powoływani przez nie biegli nie zawsze są w stanie sobie poradzić.

## Literatura

- Abbot A., *A Quantitative Measure of Discount for Lack of Liquidity*, „Business Valuation Review” 2007, Spring.
- Angrist E., Curtis III H., Kerrigan D., *Regression Analysis and Discounts for Lack of Marketability*, „Business Valuation Review” 2011, vol. 30, no. 1.
- Aschwald K.F., *Restricted Stock Discounts Decline as Result of 1-Year Holding Period-Studies after 1990 “No Longer Relevant” for Lack of Marketability Discounts*, „Shannon Pratt’s Business Valuation Update” 2000, vol. 6, no. 5.
- Bajaj M., Denis D.J., Ferris S.P., Sarin A., *Firm Valuation and Marketability Discounts*, „The Journal of Corporate Law”, Fall 2001.
- Mercer Ch.Z., *A Primer on the Quantitative Marketability Discount Model*, „The CPA Journal” 2003, July.
- Comment R., *Business Valuation, DLOM and Daubert: The Issue of Redundancy*, „Business Valuation Review” 2011, January.
- Cornell B., *Corporate Valuation. Tools for Effective Appraisal and Decision Making*, McGraw-Hill, Chicago 1993.
- Czerwiński M., *Dyskonto z tytułu braku płynności rynkowej w wycenie przedsiębiorstw. Raport cząstkowy (niepublikowany)*, Projekt nr N N113 367840, Szczecin 2013.
- Czerwiński M., *Metodyka szacowania dyskont z tytułu ograniczonej zbywalności i braku płynności udziałowych papierów wartościowych*, XIII Ogólnopolskie Seminarium Doktorskie Rachunkowości i Finansów, Sopot 2013.

<sup>25</sup> Wśród najnowszych publikacji z omawianej problematyki można wymienić: E. Angrist, H. Curtis III, D. Kerrigan, *Regression Analysis and Discounts for Lack of Marketability*, „Business Valuation Review” 2011, vol. 30, no. 1, s. 36–48; A. Stumpf, R. Martinez, Ch. Stallman, *The Stout Risius Ross Restricted Stock Study: A Recent Examination of Private Placement Transactions from September 2005 through May 2010*, „Business Valuation Review” 2011, vol. 30, no. 1, s. 7–19; J.D. Finnerty, *An Average-Strike Put Option Model of the Marketability Discount*, „The Journal of Derivatives”, April 19, 2012, s. 53–69; W. Harris, *Trugman Valuation Associates (TVA) Restricted Stock Study – Un Update*, „Business Valuation Review” 2011, vol. 30, no. 4, s. 132–139; *Restricted Stock Studies That Back Up the DLOM*, „Business Valuation Review” 2013, vol. 19, no. 11, s. 1, 7–10.

- Discount for Lack of Marketability, Job Aid for IRS Valuation Professionals*, Engineering/Valuation Professionals DLOM Team, 25 September 2009.
- Discounts Involved in Purchases of Common Stock (1966–1969)*, Institutional Investor Study Report of the Securities and Exchange Commission, H.R. Do. no. 92–64, Part 5, 92<sup>nd</sup> Congress, 1<sup>st</sup> Session, 1971.
- Dohmeyer B., Butler P., Burkert R., *The Implied Private Company Pricing Line 2.0*.  $K_0 = (FCFF_1 / P) + g$ , „Business Valuation Update” 2013, vol. 19, no. 9.
- Dohmeyer B., Butler P., *The Implied Private Company Pricing Line: Empirically Observing the Cost of Capital  $COC = FCFF/P + G$* , „Business Valuation Review” 2012, vol. 31, no. 1.
- Emory J.D., Dengel III F.R., Emory Jr J.D., *Discounts for Lack of Marketability, Emory Pre-IPO Discount Studies 1980–2000*, www.emoryco.com.
- Finnerty J.D., *An Average-Strike Put Option Model of the Marketability Discount*, „The Journal of Derivatives”, April 19, 2012.
- Gelman M., *An Economist Financial Analyst’s Approach to Valuing Stock of a Closely Held Company*, „Journal of Taxation” 1972, June.
- Hall L.S., Polacek T.C., *Strategies for Obtaining the Largest Valuation Discounts*, „Estate Planning” 1994, January/February.
- Harris W., *Trugman Valuation Associates (TVA) Restricted Stock Study – Un Update*, „Business Valuation Review” 2011, vol. 30, no. 4.
- Hawkins G.B., Paschall M.A., *Marketability Discounts – The Mandelbaum Case Raises Key Issues*, „Fair Value” 1996, Spring Issue, Bannister Financial Inc.
- Hibbert J., Kirchner A., Kretzschmar G., Li R., McNeil A., *Liquidity Premium Literature Review of Theoretical and Empirical Evidence*, Version 1.1, September 2009.
- Hibbert J., *Liquidity premium: myth or reality?*, www.barrhibb.com/documents/downloads/LP\_MythOrReality.pdf.
- <http://mercercapital.com/media/levels-of-value>.
- Johnson B.A., *Quantitative Support for Discounts for Lack of Marketability*, „Business Valuation Review” 1999, December.
- Johnson B.A., *Restricted Stock Discounts, 1991–1995*, „Shannon Pratt’s Business Valuation Update” 1999, vol. 5, no. 3.
- Kołodziejczyk M., Lasota J., Piechota P., *Dyskonto z tytułu braku płynności w wycenie spółek notowanych na GPW*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego 2013, nr 761, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 60.
- Lance T.R., *The Use of Theoretical Models to Estimate the Discount for Lack of Marketability*, BVR’s Guide to Discounts for Lack of Marketability, „Business Valuation Resources” 2009.
- Maher M.J., *Discounts for Lack-of-marketability for Closely Held Business Interests*, „Taxes” 1976, September.
- Mandelbaum v. Commissioner, T.C. Memo 1995-255, 69 T.C.M. (CCH) 2852 (1995), aff’d, 91 F.3d 124 (3d Cir. 1996).

- Mercer Z.Ch., Harms T.W., *Business Valuation, an Integrated Theory*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey 2008.
- Mergerstat Control Premium Study 1<sup>st</sup> Quarter 2011*, FactSet Mergerstat, LLC, 2011.
- Moroney R.E., *Most Courts Overvalue Closely Held Stocks*, „Taxes” 1993, March.
- Oliver R.P., Meyers R.H., *Discounts Seen in Private Placements of Restricted Stock: The Management Planning, Inc., Long-Term Study (1980–1996)*, w: *The Handbook of Advanced Business Valuations*, red. R.F. Reilly, R.P. Schweihs, McGraw-Hill, New York 2000.
- Pittock W.F., Stryker Ch.H., *Revenue Ruling 77–287 Revisited*, SRC Quarterly Reports, Spring 1983.
- Pratt S., *Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, Dow Jones–Irwin, Homewood, 1989.
- Pratt S., *Discounts for Lack of Marketability: Documentation, Critique, and Defense*, BVR’s Guide to Discounts for Lack of Marketability, „Business Valuation Resources” 2008.
- Pratt S.P., Grabowski R.J., *Cost of Capital: Applications and Examples*, Wiley & Sons, Hoboken 2010.
- Pratt S.P., *Business Valuation Discounts and Premiums*, John Wiley & Sons, New York 2001.
- Pratt S.P., *Business Valuation Discounts and Premiums*, John Wiley & Sons, New Jersey 2009.
- Reilly R.F., Schweihs R.P., *The Handbook of Advanced Business Valuation*, McGraw-Hill, New York 2000.
- Reinemann A.W., *Lack of Marketability*, „Trusts & Estates” 2008, February.
- Restricted Stock Studies That Back Up the DLOM*, „Business Valuation Review” 2013, vol. 19, no. 11.
- Robak E., *Liquidity and Levels of Value: A New Theoretical Framework*, BVR’s Guide to Discounts for Lack of Marketability, „Business Valuation Resources” 2009.
- Sansing R., *Economic Foundations of Valuation Discounts*, „JATA” 1999, vol. 21.
- Seaman R.M., *Latest LEAPS Study Sheds Light on Company Size and DLOM’s*, „Business Valuation Update” 2013, vol. 19, no. 9.
- Silber W.L., *Discounts on Restricted Stock: The Impact of Illiquidity on Stock Prices*, „Financial Analysts Journal” 1991, July–August.
- Stumpf A., Martinez R., Stallman Ch., *The Stout Risius Ross Restricted Stock Study: A Recent Examination of Private Placement Transactions from September 2005 through May 2010*, „Business Valuation Review” 2011, vol. 30, no. 1.
- Sziklay B., *Discounts and Premiums: Discount for Lack of Marketability*, BVR’s Guide to Discounts for Lack of Marketability, „Business Valuation Resources” 2008.
- Trout R., *Minimum Marketability Discounts*, „Business Valuation Review” 2003, September.
- Trout R.R., *Estimation of the Discount Associated with the Transfer of Restricted Securities*, „Taxes” 1997, June.

Trugman G.R., *Understanding Business Valuation. A Practical Guide to Valuing Small and Medium Sized Businesses*, Fourth Edition, AICPA, New York 2012.

Willamette Management Associates study (niepublikowane).

Zarzecki D., *Współczesne wyzwania wyceny przedsiębiorstw*, Zarzecki, Lasota i Wspólnicy, Szczecin 2013.

## THE DISCOUNT FOR LACK OF MARKETABILITY IN BUSINESS APPRAISAL

### Abstract

In this paper the most important issues related to application of the discount for lack of marketability (DLOM) were discussed. Importance of a proper application of this discount in the business valuation, and the newest challenges in the field were presented and discussed.

**Keywords:** business valuation, discount for lack of marketability.

**JEL Code:** G32

*Translated by Dariusz Zarzecki*