

**Jacek Welc**

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

---

## PROSTA METODA SZACOWANIA DYSKONTA Z TYTUŁU PŁYNNOCI W WYCENIE PRZEDSIĘBIORSTW PRYWATNYCH

---

**Streszczenie:** Ryzyko płynności związane jest z aktywami, których obrót następuje na rynkach charakteryzujących się trudnością zbycia aktywów po oczekiwanych cenach. Ryzyko to wiąże się z koniecznością akceptowania cen niższych niż ceny podobnych aktywów notowanych na płynnych rynkach. Konieczność uwzględnienia ryzyka płynności stanowi istotny aspekt wyceny spółek. Z powodu trudności z kwantyfikacją większość analityków wykorzystuje „reguły kciuka”, stosując dyskonto z tytułu płynności na arbitralnie przyjętym poziomie. Może to skutkować zmniejszeniem dokładności wyceny. W artykule zaproponowano prostą metodę kwantyfikacji ryzyka płynności dla polskich spółek niepublicznych. Zaproponowane podejście bazuje na zależności między spreadem w ofertach kupna i sprzedaży akcji spółek a wskaźnikami płynności obrotu.

**Słowa kluczowe:** giełda papierów wartościowych, wycena spółek, dyskonto z tytułu płynności.

### 1. Wstęp

Zasady wyceny rynkowych wartości aktywów określają, iż na ich wartość wpływa nie tylko oczekiwany dochód z tytułu inwestycji, ale również ryzyko z nią związane. Jeden z istotnych elementów ryzyka stanowi ryzyko związane z płynnością inwestycji. Ryzyko płynności występuje w przypadku instrumentów finansowych o niewielkim rynku, które stosunkowo trudno jest sprzedać po spodziewanej cenie [Jajuga, Jajuga 2000, s. 100]. W praktyce ryzyko to wiąże się z koniecznością akceptacji niższej ceny sprzedaży aktywów na niepłynnym rynku w porównaniu z ceną, jaką mogłaby być uzyskana przy sprzedaży tego samego aktywów na płynnym rynku. Różnice w cenach aktywów na rynku płynnym oraz niepłynnym są szczególnie wyraźne w przypadku instrumentów finansowych. Transakcje dotyczące akcji oraz obligacji, które nie są notowane na żadnym płynnym rynku papierów wartościowych, odbywają się zazwyczaj po cenach niższych od cen transakcji instrumentów podobnych pod względem oczekiwanego dochodu oraz ryzyka (wszystkich rodzajów ryzyka innych niż ryzyko płynności), notowanych na płynnych rynkach [Kumah, Damgaard, Elkjaer 2009, s. 52-54]. Możliwość szybkiego zbycia akcji spółki notowanej na

rynku regulowanym o dużym przeciętnym wolumenie obrotu jest zazwyczaj większa niż możliwość zbycia akcji spółki niepublicznej.

Konieczność uwzględnienia ryzyka płynności stanowi istotny element wyceny rynkowej wartości akcji oraz udziałów spółek niepublicznych [Pratt 2002, s. 165]. Wyceny te są bowiem sporządzane na podstawie wielu parametrów pochodzących z rynku kapitałowego, takich jak mnożniki wyceny czy współczynniki beta [Verinmen 2005]. Sprawia to, iż wyceny rynkowych wartości spółek niepublicznych opierają się w znacznej mierze na danych spółek publicznych, co w świetle różnic poziomu ryzyka związanego z płynnością może prowadzić do zawyżenia wycen spółek niepublicznych. W związku z tym często stosowanym podejściem jest korekta wyceny spółki niepublicznej, uzyskanej na podstawie danych z płynnego rynku kapitałowego, o tzw. dyskonto z tytułu braku płynności. Pomimo jednak dużego wpływu przyjętego dyskonta na wycenę oraz bardzo dużego zróżnicowania badań empirycznych dotyczących tego dyskonta, analitycy często przyjmują je na apriorycznym poziomie, zmniejszając wycenioną wartość np. o 20%. W opinii autora takie nadmiernie uproszczone podejście jest nieuzasadnione, bowiem może znacznie obniżać dokładność wyceny.

W artykule zostaną przedstawione wybrane wyniki badań empirycznych dotyczących dyskonta z tytułu płynności wraz z metodami jego estymacji, a następnie zaproponowana zostanie prosta metoda szacowania tego dyskonta na rynku polskim na podstawie danych spółek notowanych na giełdzie warszawskiej.

## 2. Dyskonto z tytułu płynności w świetle badań empirycznych

Przeprowadzone (głównie w USA) badania empiryczne generalnie potwierdzają występowanie dodatnich różnic w cenach akcji spółek charakteryzujących się wysoką płynnością w stosunku do akcji spółek o ograniczonej płynności, przy czym różnica ta wykazuje tendencję do zmniejszania się, prawdopodobnie w konsekwencji postępującej liberalizacji obrotu instrumentami udziałowymi [Pratt 2001, s. 81]. Jednak oszacowane wielkości tego dyskonta wykazują duże zróżnicowanie. Większość badań przeprowadzonych przed 1992 r. wskazuje na dyskonto w przedziale pomiędzy 33% oraz 50%, natomiast badania późniejsze wskazują na dyskonto w przedziale pomiędzy 13% oraz 35% [DePamphilis 2010, s. 389-392]. Jednak niektóre badania, szczególnie bazujące na danych spółek publicznych, wskazują na dyskonto z tytułu płynności na znacznie niższym, jednocyfrowym poziomie [Feldman 2009], podczas gdy inne wskazują na dyskonto wynoszące ponad 45% [Emory 1995]. Jeszcze inne badania w ogóle negują istnienie dyskonta z tytułu płynności, stwierdzając, iż znajduje się ono na statystycznie nieistotnym poziomie [Anderson, Long 2008]. Wśród przyczyn tak wysokiej rozbieżności szacunków wymienia się wysoką niestabilność czasową tego dyskonta, wynikającą ze zmian regulacji prawnych (dotyczących np. ochrony akcjonariuszy mniejszościowych) oraz zmian koniunktury na rynkach kapitałowych. Ponadto na zróżnicowanie dyskonta pomiędzy poszczególnymi papierami

wartościowymi wpływ ma również zróżnicowanie cech emitentów tych papierów, np. wielkości oraz rentowności spółek [Bruner, Palacios 2004], jak również cech prawnych emitowanych papierów, np. długości okresu ograniczenia ich zbywalności [Maynes, Pandes 2009].

Wydaje się, iż znaczny wpływ na duże zróżnicowanie szacunków dyskonta z tytułu płynności wywierają również istotne różnice w przyjętej w poszczególnych badaniach metodologii jego estymacji. W badaniach tych dyskonta z tytułu płynności są szacowane na podstawie trzech głównych grup metod, takich jak: metody oparte na analizie cen transakcyjnych pakietów pozbawionych zbywalności, metody oparte na analizie cen transakcyjnych akcji spółek prywatnych w okresie przed ich upublicznieniem oraz metody oparte na analizie transakcji akcyjnych na rynkach publicznych.

Studia oparte na analizie cen transakcyjnych pakietów pozbawionych zbywalności bazują na porównaniu cen rynkowych dwóch klas akcji tej samej spółki: akcji wprowadzonych do obrotu giełdowego (czyli charakteryzujących się relatywnie wysoką płynnością) oraz akcji, które na mocy różnych przepisów przez pewien okres nie mogą być zbywane [Bajaj i in. 2001]. Wadą tego podejścia jest konieczność oparcia szacunków na niewielkiej liczbie dostępnych informacji (ze względu na sporadyczność transakcji akcjami niewprowadzonymi do obrotu giełdowego). Wiarygodność szacunków obniżają tu ponadto znaczne różnice pomiędzy cechami prawnymi akcji emitowanych przez poszczególne spółki [Finnerty 2002].

Studia cen akcji spółek prywatnych przed ich upublicznieniem oparte są na porównaniu cen, po jakich zawierane są transakcje akcjami tych spółek na rynku publicznym, z cenami tych samych akcji w transakcjach dokonanych jeszcze w okresie przed upublicznieniem spółki. Znaczącą wadą tego podejścia jest konieczność porównywania cen pochodzących z różnych okresów, co znacznie obniża porównywalność danych (ze względu na fakt, iż zmianie mogła ulec zarówno sytuacja finansowa spółki, jak i koniunktura na rynku kapitałowym).

Trzecią grupę metod stanowią metody oparte na analizie transakcji na rynku kapitałowym. W podejściu tym jako obserwowalne na rynku dyskonto z tytułu płynności przyjmuje się różnice pomiędzy ofertowymi cenami kupna i sprzedaży papierów wartościowych (tzw. spread). Spread ten stanowi przychód brokera obsługującego transakcję i służy pokryciu kosztów obsługi transakcji. Ponieważ koszty te mają charakter głównie kosztów stałych, średni spread w przypadku spółek o wysokim wolumenie obrotu jest zazwyczaj znacznie niższy niż w przypadku spółek o niższej płynności obrotu. Badania amerykańskie wskazują, iż średni procentowy spread jest ujemnie skorelowany z cenami akcji, wolumenem obrotu oraz wielkością i rentownością spółek, natomiast dodatnio skorelowany ze zmiennością cen akcji [Damodaran 2005]. Ponieważ na rynku kapitałowym zachodzi silne zróżnicowanie płynności obrotu akcji poszczególnych spółek, a jednocześnie płynność obrotu jest negatywnie skorelowana ze średnim spreadem, wykorzystanie statystycznej zależności między

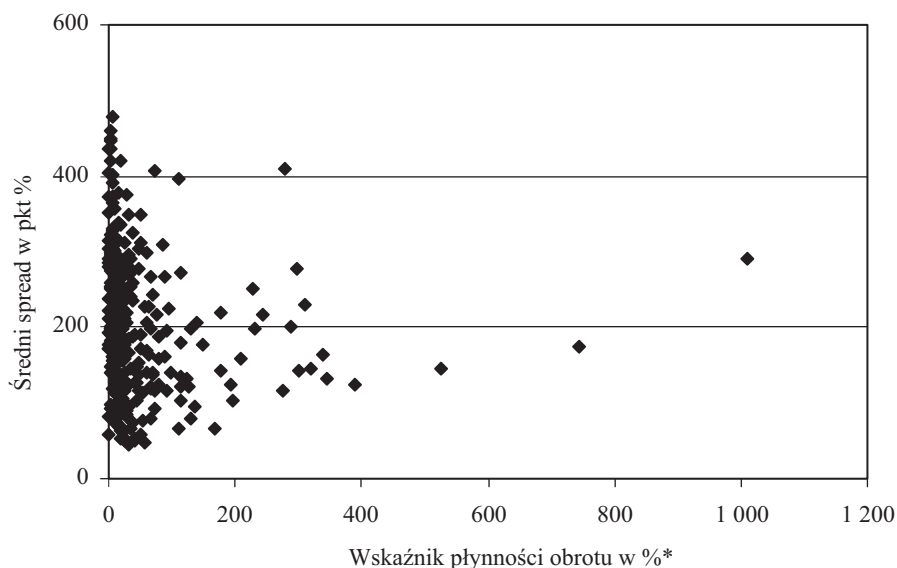
spreadem a miarami płynności obrotu umożliwia oszacowanie dyskonta płynności implikowanego dla spółki o zerowej płynności obrotu.

### **3. Prosta procedura estymacji dyskonta z tytułu płynności na rynku polskim**

Z obserwacji autora wynika, iż w praktyce sporządzania wycen polskich spółek niepublicznych dyskonto z tytułu płynności jest przyjmowane zazwyczaj apriorycznie na poziomie ok. 15-20%. Autorowi nie są jednak znane żadne badania wskazujące na zasadność zastosowania w warunkach polskich właśnie takich poziomów dyskonta. Wydaje się zatem, iż wobec niedostatku badań dla rynku polskiego przyjmowanie przez wyceniających takiego poziomu dyskonta jest oparte na doświadczeniach płynących z innych rynków. Jednak biorąc pod uwagę dużą rozbieżność dostępnych szacunków dyskonta, należy stwierdzić, że przyjmowanie tego parametru na niczym nieuzasadnionym apriorycznym poziomie wydaje się rozwiązaniem dalece niesatysfakcjonującym. W świetle relatywnie niskiej płynności polskiego rynku kapitałowego oraz obowiązujących w Polsce przepisów dotyczących transakcji znacznymi pakietami akcji spółek publicznych stosowanie dyskonta z tytułu płynności na poziomach oszacowanych dla bardziej rozwiniętych rynków może przyczyniać się do zaniżania wycen spółek niepublicznych [Welc 2009, s. 281-288].

Rozwiązaniem może być oszacowanie zasadnego poziomu dyskonta na podstawie jednej z opisanych wcześniej metod. Analiza cen w transakcjach poza obrotem giełdowym nie jest jednak w praktyce wykonalna ze względu na niewielką liczbę takich transakcji. Wynika to z faktu, iż większość akcji polskich spółek publicznych jest dopuszczona do obrotu giełdowego, a jeśli część z tych akcji nie jest dopuszczona, to obrót tymi akcjami praktycznie nie istnieje. Brak danych stanowi również przyczynę uniemożliwiającą estymację dyskonta na podstawie analizy cen transakcyjnych akcji spółek w okresie przed ich upublicznieniem. Możliwe jest natomiast sporządzenie szacunków opartych na analizie zależności pomiędzy spreadem a różnymi miarami płynności obrotu (na bazie danych publikowanych przez Giełdę Papierów Wartościowych).

Rysunek 1 przedstawia zależność między wskaźnikiem płynności obrotu a średnim spreadem akcji spółek notowanych na GPW. W analizie pominięto spółki zagraniczne (ze względu na brak danych) oraz po 3% spółek o najwyższych oraz najniższych wskaźnikach płynności obrotu (w celu usunięcia obserwacji nietypowych). Obserwacja wskazuje, iż pomimo usunięcia potencjalnych obserwacji nietypowych zależność pomiędzy badanymi zmiennymi jest słaba (współczynnik korelacji ma zgodny z oczekiwaniami znak, lecz wynosi zaledwie  $-0,10$ ). Wynika to z faktu, iż na wielkość spreadu wpływa wiele innych czynników, w tym kapitalizacja, sytuacja finansowa oraz zmienność cen akcji spółek. Przyczyną niskiej korelacji może być również występowanie obserwacji nietypowych (pomimo wyeliminowania ob-



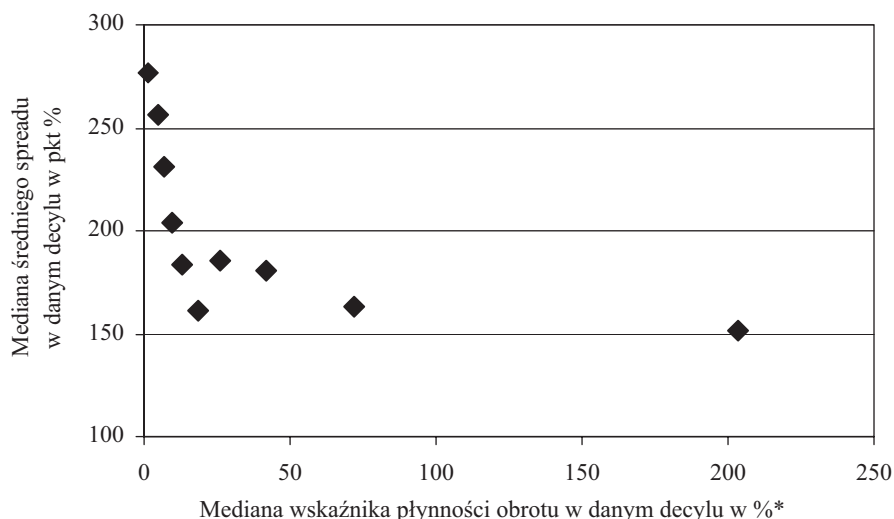
**Rys. 1.** Zależność pomiędzy średnim spreadem a wskaźnikiem płynności obrotu\* akcji spółek notowanych na GPW\*\* w pierwszym półroczu 2009 r.

\* Łączny obrót akcjami danej spółki w pierwszym półroczu 2009 r. (w mln zł)/kapitalizacja spółki na koniec pierwszego półrocza 2009 r. (w mln zł).

\*\* Pominięto spółki zagraniczne oraz po 3% spółek o najwyższych oraz najniższych wskaźnikach płynności obrotu.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Biuletynu Statystycznego GPW.

serwacji o skrajnych wartościach wskaźnika płynności). Narzędziem umożliwiającym uwzględnienie wpływu tych czynników na spread jest model ekonometryczny, jednak jego oszacowanie wymagałoby wykorzystania znacznie większej liczby informacji (jak również przeprowadzenia selekcji tych spośród wskaźników opisujących sytuację finansową spółek, które wykazują najsilniejsze związki z wielkością spreadu) oraz zastosowania bardziej zaawansowanych metod eliminacji obserwacji nietypowych. Znacznie prostszym narzędziem jest analiza zależności na podstawie decyli spółek, utworzonych po ich uszeregowaniu względem kryterium wskaźnika płynności obrotu. Dla każdego utworzonego decyla należy obliczyć przeciętną wartość spreadu oraz przeciętną wartość wskaźnika płynności obrotu. Zastosowanie decyli utworzonych według wartości zmiennej objaśniającej sprawia, iż pozostałe czynniki wpływające na zróżnicowanie zmiennej objaśnianej w znacznym stopniu znoszą się wzajemnie w obrębie poszczególnych decyli. Rysunek 2 przedstawia badaną zależność w dziesięciu decylach spółek, uszeregowanych w ten sposób, iż w pierwszym decylu znalazło się 10% spółek o najwyższej płynności obrotu, natomiast w ostatnim decylu znalazło się 10% spółek o najniższej płynności obrotu.



**Rys. 2.** Zależność pomiędzy średnim *spreadem* a wskaźnikiem płynności obrotu\* w dziesięciu decylach spółek\*\* w pierwszym półroczu 2009 r.

\* Łączny obrót akcjami danej spółki w pierwszym półroczu 2009 r. (w mln zł)/kapitałizacja spółki na koniec pierwszego półrocza 2009 r. (w mln zł).

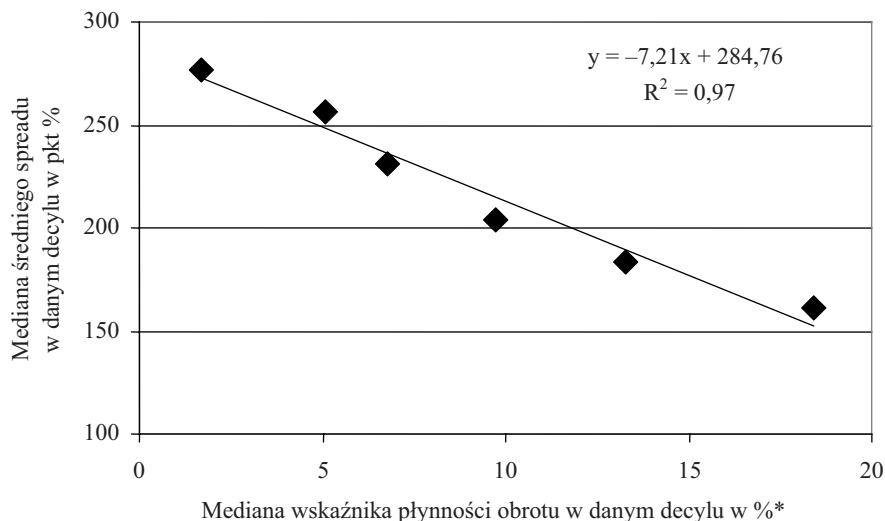
\*\* Spółki podzielono na decyle w ten sposób, iż w pierwszym decylu znalazło się 10% spółek o najwyższej płynności obrotu, w ostatnim decylu znalazło się 10% spółek o najniższej płynności obrotu itd.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Biuletynu Statystycznego GPW.

Podział spółek na decyle sprawił, iż zależność pomiędzy *spreadem* a wskaźnikiem płynności obrotu stała się bardziej dostrzegalna. Współczynnik korelacji pomiędzy medianą średniego *spreadu* a medianą wskaźnika płynności obrotu w dziesięciu decylach wynosi  $-0,59$ . Obserwacja graficzna sugeruje jednak, iż obserwowana zależność może mieć charakter nieliniowy, w związku z czym obliczony współczynnik korelacji liniowej może zanizać rzeczywistą siłę tej zależności. Potwierdza to fakt, iż współczynnik determinacji dla potęgowej funkcji regresji pomiędzy badanymi zmiennymi wynosi  $0,82$ , dla logarytmicznej funkcji regresji wynosi  $0,80$ , dla liniowej zaś funkcji regresji zaledwie  $0,34$ .

Nieliniowy charakter badanej zależności znacznie komplikuje analizę. Wynika to z faktu, iż oszacowanie dyskonta z tytułu płynności dla spółki niepublicznej wymaga przyjęcia założenia, iż jej wskaźnik płynności obrotu przyjmuje wartość zerową. Tymczasem nie jest możliwe podstawienie zerowej wartości zmiennej objaśniającej do potęgowej lub logarytmicznej funkcji regresji w sytuacji, gdy zależność pomiędzy badanymi zmiennymi ma charakter ujemny. Wydaje się jednak, iż pominięcie decyli złożonych ze spółek o najwyższej płynności może ograniczyć nieliniowość badanej zależności. Wzrokowa analiza rys. 2 sugeruje bowiem zasadność podziału

badanej próby na dwa segmenty: segment obejmujący sześć decyli spółek o najniższej płynności obrotu (w której to próbie zależność wydaje się mieć charakter zbliżony do liniowego) oraz segment obejmujący cztery decyle spółek o najwyższej płynności obrotu (w przypadku których spadek średniego spreadu wraz ze wzrostem płynności obrotu wydaje się coraz wolniejszy). Potwierdza to rys. 3 prezentujący zależność przedstawioną na rys. 2, jednak jedynie dla sześciu decyli spółek o najniższej płynności obrotu.



**Rys. 3.** Zależność pomiędzy średnim spreadem a wskaźnikiem płynności obrotu\* w sześciu decylach spółek o najniższej płynności obrotu w pierwszym półroczu 2009 r.

\* Łączny obrót akcjami danej spółki w pierwszym półroczu 2009 r. (w mln zł)/kapitalizacja spółki na koniec pierwszego półroczu 2009 r. (w mln zł)

Źródło: opracowanie własne na podstawie Biuletynu Statystycznego GPW.

Aproksymacja badanej zależności na podstawie spółek tworzących jedynie sześć decyli o najniższej płynności obrotu, przy zastosowaniu liniowej funkcji regresji, skutkuje wysokim stopniem dopasowania oszacowanej regresji do danych rzeczywistych. Oszacowana zależność umożliwia estymację dyskonta z tytułu płynności dla każdej spółki przez podstawienie odpowiedniej wartości zmiennej objaśniającej do oszacowanej funkcji regresji. W przypadku spółki niepublicznej wskaźnik płynności obrotu ma wartość zerową, w związku z czym oszacowane dyskonto równe jest wartości wyrazu wolnego regresji. W badanym przypadku dyskonto to wynosi zaledwie niespełna 3%. Oszacowane według zaprezentowanej metodologii dyskonto z tytułu płynności na polskim rynku kapitałowym znajduje się zatem na relatywnie niskim poziomie (znacznie niższym od większości szacunków uzyskiwanych w badaniach

amerykańskich). Jest to jednak uzasadnione w świetle niskiej ogólnej płynności polskiego rynku kapitałowego (większość spółek notowanych na GPW charakteryzuje się dziennymi obrotami nieprzekraczającymi kilkudziesięciu tysięcy złotych). Relatywnie niska płynność obrotu giełdy warszawskiej (w porównaniu z giełdami amerykańskimi czy brytyjskimi) sprawia, iż różnica pomiędzy płynnością obrotu typowej spółki giełdowej oraz typowej spółki niepublicznej jest na rynku polskim znacznie mniejsza niż w przypadku bardziej dojrzałych rynków kapitałowych (co skutkuje relatywnie niskim szacunkiem dyskonta z tytułu płynności uzasadnionego dla spółki niepublicznej).

#### 4. Wnioski końcowe

Dyskonto z tytułu płynności stanowi istotny parametr wykorzystywany w wycenach spółek prywatnych. W artykule zaprezentowano możliwość zastosowania prostej procedury szacowania tego dyskonta w warunkach polskich. Zaproponowana metodologia bazuje na niewielkim zakresie publicznie dostępnych informacji (publikowanych przez Giełdę Papierów Wartościowych) oraz nie wymaga zastosowania zaawansowanych narzędzi statystycznych. Może być zatem stosowana z łatwością oraz dużą częstotliwością, umożliwiając częstą aktualizację szacunków dyskonta. Podejście to opiera się na analizie związku pomiędzy średnim spreadem w ofertach kupna i sprzedaży akcji a wskaźnikami płynności obrotu tych akcji. Ze względu na potencjalnie duże znaczenie obserwacji nietypowych oraz innych niż płynność obrotu czynników wpływających na średni spread wszystkie analizowane spółki podzielono na dziesięć decyli po uszeregowaniu tych spółek według malejącej wartości wskaźnika płynności obrotu. W decylach tych zbadano zależność regresyjną pomiędzy średnim spreadem a płynnością obrotu akcji. Zastosowana metodologia dała szacunek dyskonta z tytułu płynności (na koniec czerwca 2009 r.), uzasadnionego w wycenie polskich spółek niepublicznych (charakteryzujących się zerową płynnością obrotu), na relatywnie niskim poziomie wynoszącym ok. 3%. Jest to poziom znacznie niższy niż zakładany apriorycznie przez analityków w wycenach spółek prywatnych. Otrzymany niski szacunek dyskonta z tytułu płynności wydaje się jednak zasadny w świetle stosunkowo niskiej ogólnej płynności obrotu na giełdzie warszawskiej (w porównaniu z bardziej dojrzałymi rynkami kapitałowymi). Wydaje się zatem, iż zastosowanie nawet tak prostej procedury estymacji dyskonta z tytułu płynności charakteryzuje się wyższą wiarygodnością niż aprioryczne przyjmowanie na potrzeby wyceny dyskonta na poziomach oszacowanych dla bardziej rozwiniętych i płynnych rynków kapitałowych.



## Literatura

- Anderson A.J., Long M.S., *What Value for Marketability?*, SSRN Working Papers, September 2008.
- Bajaj M., Denis D.J., Ferris S.P., Sarin A., *Firm Value and Marketability Discounts*, SSRN Working Papers, February 2001.
- Bruner R.F., Palacios M., *Valuing Control and Marketability*, Batten Institute Working Papers, May 2004.
- Damodaran A., *Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount*, Stern School of Business Working Papers, July 2005.
- DePamphilis D., *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities*, Elsevier, London 2010.
- Emory J.D., *The value of marketability as illustrated in initial public offerings of common stock*, „Business Valuation Review” vol. 14, no 4, December 1995.
- Feldman S.J., *Revisiting the Liquidity Discount Controversy: Establishing a Plausible Range*, Axiom Valuation Solutions, [http://www.axiomvaluation.com/documents/2004.10.26\\_revisitingtheliquiditydiscount.pdf](http://www.axiomvaluation.com/documents/2004.10.26_revisitingtheliquiditydiscount.pdf), 15.11.2009.
- Finnerty J.D., *The Impact of Transfer Restrictions on Stock Prices*, AFA Meetings Proceedings, Washington 2002.
- Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje. Instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
- Kumah E., Damgaard J., Elkjaer T., *Valuation of Unlisted Direct Investment Equity*, International Monetary Fund Working Papers, Washington, November 2009.
- Maynes E., Pandes J.A., *Private Placements of Equity and Liquidity*, EFA Athens Meetings Paper, September 2009.
- Palepu K.G., Healy P.M., Bernard V.L., *Business Analysis & Valuation Using Financial Statements*, Thomson South-Western, Mason 2004.
- Penman S.H., *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, McGraw-Hill, New York 2007.
- Pratt S.P., *Cost of Capital. Estimation and Applications*, John Wiley & Sons, Hoboken 2002.
- Pratt S.P., *Business Valuation Discounts and Premiums*, John Wiley & Sons, New York 2001.
- Verninmen P. (red.), *Corporate Finance. Theory and Practice*, John Wiley & Sons, Chichester 2005.
- Welc J., *Ocena zasadności stosowania dyskonta z tytułu braku płynności w wycenach polskich spółek niepublicznych*, [w:] *Nauki o finansach*, G. Borys (red.), Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 61, UE, Wrocław 2009.

### THE SIMPLE METHOD OF ESTIMATING THE ILLIQUIDITY DISCOUNT IN PRIVATE COMPANIES' VALUATIONS

**Summary:** Liquidity risk is related to assets traded on markets characterized by difficulties of selling the assets at expected prices. This risk is associated with the necessity of accepting prices lower than prices of similar assets quoted on liquid markets. The necessity of allowing for the liquidity risk constitutes an important aspect of valuing companies. Because of difficulties related to quantifying this risk, most analysts use some “rules of thumb” applying illiquidity discount on some arbitrary level. This can result in a decrease of valuation’ accuracy. The paper proposes simple method of quantifying the illiquidity risk for Polish private companies. The proposed approach is based on the relationship between the bid-ask spread of companies’ stocks and the turnover liquidity ratios.