

**Katarzyna Byrka-Kita**

Uniwersytet Szczeciński

**Jakub Lasota**

Doradztwo Ekonomiczne Dariusz Zarzecki

## **NIEWYJAŚNIONE WĄTKI W WYCENIE PRZEDSIĘBIORSTW – DYSKONTO Z POWODU BRAKU PŁYNNOCI RYNKOWEJ**

### **1. Wstęp**

Wpływ płynności na wartość przedsiębiorstwa stanowi przedmiot sporów pomiędzy zarówno naukowcami, jak i analitykami zajmującymi się wyceną przedsiębiorstw. Dyskonto z tytułu braku płynności rynkowej (*lack of marketability discounts*) związane jest ze zdolnością do upłynnienia aktywa. Skala płynności w kontekście wyceny przedsiębiorstw to wartość mówiąca o tym, jak szybko można sprzedać udziały w firmie bez ponoszenia istotnych kosztów transakcji lub bez znacznego obniżania ceny [Bajaj i in. 2001]. Dyskonto z tytułu płynności występuje wówczas, gdy cena sprzedaży aktywa jest niższa od jego wartości z powodu braku popytu. Cena zawartej w takich warunkach transakcji jest ceną uwzględniającą dyskonto z tytułu braku płynności [Sansing 1999]. Skala płynności determinowana jest następującymi czynnikami:

- kondycją finansowo-ekonomiczną (wpływającą na popyt),
- formą prawną udziałów (akcje zwykłe, uprzywilejowane),
- dopuszczeniem akcji do obrotu,
- rozwodnieniem (liczba akcji w akcjonariacie rozproszonym).

Można wyobrazić sobie sytuację, w której wyceniane są bliźniacze spółki (wynik 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 obydwie? Odpowiedź jest oczywista. Korzyści wynikające z możliwości upłynnienia (zbycia, uzyskania ekwiwalentu pieniężnego) mają 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.

Pionierami w badaniach nad płynnością rynkową, w kontekście wyceny przedsiębiorstw, są eksperci z USA. Przyczyną tego jest fakt, iż niektóre przedsiębiorstwa notowane na New York Stock Exchange posiadają szeregi czasowe danych giełdowych sięgające 100 lat wstecz. Ponadto w gospodarce amerykańskiej od lat gromadzone są dane dotyczące transakcji kupna-sprzedaży udziałów na rynku prywatnym. Praktycznym uzasadnieniem zainteresowania amerykańskich ekspertów do spraw wyceny zagadnieniami dyskonta z tytułu braku płynności jest konieczność rozstrzygnięcia przez sądy gospodarcze w Stanach Zjednoczonych konfliktów dotyczących wartości przedsiębiorstw w sytuacjach sprzeczności interesów różnych grup właścicieli. W amerykańskiej literaturze ekonomicznej, poruszającej temat dyskonta i premii związanej z płynnością, przytaczane są liczne przykłady rozstrzygnięć spraw sądowych, których źródło tkwiło właśnie w problemie braku płynności [Reich 1999]. Empiryczne dowody na istnienie dyskonta z tytułu braku płynności uzyskano dzięki badaniom przeprowadzonym na rynkach rozwiniętych, które podzielić można na trzy kategorie [Kasper 1997]:

1. **Badania nad dyskontem z tytułu płynności przy wycenie akcji uprzywilejowanych** (zastrzeżonych) w USA (*restricted stock studies*) przeprowadzone na transakcjach dotyczących akcji będących w tzw. lockupie (czasowo wykluczonych z obrotu giełdowego).

2. **Badania nad dyskontem z tytułu płynności przy wycenie spółek w warunkach zbliżającej się oferty publicznej w USA** (*pre-ipo studies*) ukazujące zmieniające się w czasie dyskonto z tytułu płynności jako efekt antycypacji zwiększonej płynności.

3. **Badania kosztów oferty publicznej** (*cost of going public*) ukazujące techniczne koszty związane z przeprowadzaniem oferty publicznej jako elementu „ceny za płynność”.

Polska jako jeden z tzw. rynków wschodzących znajduje się na etapie, w którym potrzeba tworzenia szczegółowych baz danych dotyczących zdarzeń gospodarczych, służących zarówno do celów komercyjnych, jak i do badań naukowych, dopiero się rodzi. Również młoda, zrzeszająca ledwie ponad 350 spółek, Giełda Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie, ze względu na swoje rozmiary, wciąż jeszcze nie dostarcza odpowiedniej ilości materiału badawczego. W obecnej chwili próba przeprowadzenia na polskim rynku badań według metodologii analogicznej do tej użytej podczas badań przeprowadzonych w USA w odniesieniu do akcji czasowo wykluczonych z obrotu giełdowego lub pre-IPO wiązałaby się z koniecznością poniesienia znacznych nakładów na pozyskanie danych, a mimo to istniałoby prawdopodobieństwo, że próba stworzona z zakwalifikowanych do badania transakcji byłaby niereprezentatywna.

## 2. Wpływ płynności na wartość giełdową spółek zmieniających rynek notowań na GPW w Warszawie

Ze względu na specyficzną architekturę polskiej giełdy, związaną z równoczesnym funkcjonowaniem dwóch systemów notowań, jednego w ramach rynku podstawowego GPW, drugiego w ramach rynku równoległego GPW (notowania ciągłe oraz notowania z podwójnym fiksingiem), można zaobserwować tzw. transfery spółek pomiędzy rynkami notowań. Dla przedmiotowych spółek transfer taki wiąże się ze zwiększeniem zainteresowania inwestorów, a co za tym idzie, ze zwiększeniem płynności. Rynek podstawowy, na którym notowania kursów prowadzone są w systemie ciągłym, jest bardziej płynny, ponieważ w każdej chwili trwania sesji inwestor może zawrzeć transakcję (rynek jest bardziej dynamiczny). Można zatem założyć, że **przejście danej spółki z rynku notowań z podwójnym fiksingiem (ryнку równoległego) na rynek notowań ciągłych (rynek podstawowy) powinno skutkować premią z tytułu płynności, zwiększającą cenę akcji.**

Za sytuację o zbliżonym charakterze do zmiany rynku notowań w ramach GPW można uznać przejście spółki z CeTO<sup>1</sup> na GPW. CeTO jest znacznie mniejszym rynkiem niż GPW pod względem zarówno liczby notowanych spółek, jak i wielkości obrotów. Mniejsza dostępność informacji oraz brak zintegrowanego systemu informatycznego (tj. WARSET w przypadku GPW), a w konsekwencji ograniczona możliwość składania zleceń przez Internet, powodują, że akcje notowane na CeTO są znacznie mniej płynne niż te notowane na GPW. Biorąc pod uwagę zbliżone skutki obydwu opisanych powyżej przypadków zmiany rynków notowań, można postawić tezę, że **zmiana rynku notowań z CeTO na GPW również skutkować będzie wzrostem wartości akcji spółki (wystąpi premia z tytułu płynności).**

### BADANIE 1

#### Metodologia

Na podstawie Roczników Giełdowych publikowanych przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie stwierdzono, że w latach 1999-2007 11 spółek<sup>2</sup> dokonało transferu z Centralnej Tabeli Ofert na GPW, a 9 zmieniło system notowań w ramach GPW (z mniej płynnego rynku równoległego na rynek podstawowy). Celem niniejszego badania była obserwacja zmian cen akcji oraz wolumenu obrotów spółek w okresie 100 notowań przed zmianą rynku notowań i po niej. Za parametr określający zmianę wartości akcji przyjęto procentową różnicę pomiędzy uśrednionymi cenami zamknięcia ze 100 notowań po zmianie rynku notowań a uśrednionymi

<sup>1</sup> CeTO – Centralna Tabela Ofert. Jest to regulowany rynek pozagiełdowy podlegający nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, na którym prowadzi się obrót papierami wartościowymi (akcjami spółek), instrumentami dłużnymi oraz certyfikatami inwestycyjnymi.

<sup>2</sup> Dla 3 z nich nie udało się uzyskać danych dotyczących notowań z CeTO, dlatego zostały wykluczone z badania.



cenami zamknięcia ze 100 sesji przed zmianą rynku notowań. Wartości obliczono, korzystając zarówno ze średniej arytmetycznej, jak i z mediany. Analogicznie do badania zmian wartości zmierzono zmianę wolumenu obrotów. Parametr określający zmianę wartości obrotów obliczono jako procentową różnicę pomiędzy uśrednionymi wartościami obrotów dziennych ze 100 notowań po zmianie rynku notowań a uśrednionymi wartościami obrotów dziennych ze 100 notowań przed zmianą rynku notowań. Podsumowanie badania dotyczy zarówno spółek, które zmieniały rynek notowań z CeTO na GPW, jak i spółek, które zmieniały rynek notowań w ramach rynków GPW. Wybór 100-sesyjnego horyzontu czasowego uzasadniony jest kompromisem pomiędzy próbą przedstawienia możliwie stabilnej wartości akcji przed zmianą i po zmianie rynku notowań a potrzebą eliminacji czynników o charakterze finansowo-ekonomicznym wpływających na kursy akcji badanych spółek, które w dłuższym horyzoncie mogłyby istotnie oddziaływać na zmianę wartości tychże walorów<sup>3</sup>. Dane dotyczące cen zamknięcia akcji GPW pobrano z bazy danych notowań serwisu [www.parkiet.com](http://www.parkiet.com). Dane dotyczące wolumenu obrotów i cen zamknięcia akcji CeTO pochodzą z oficjalnej strony CeTO ([www.mts-ceto.pl](http://www.mts-ceto.pl)) oraz z bazy danych serwisu [www.stooq.com](http://www.stooq.com)<sup>4</sup>. Wyniki niniejszego badania przedstawia tab. 1.

### Wnioski

Przeciętny wzrost wartości wszystkich badanych spółek po zmianie rynku notowań wyniósł 53-54%, natomiast wzrost wartości wolumenu obrotów ukształtował się na poziomie 1400-1550%. Analizując każdą z grup osobno, zauważono, że przeciętny wzrost wartości rynkowej spółek, które przeszły z CeTO na GPW, wyniósł 48%, a przeciętny wzrost wartości rynkowej spółek, które przeszły z notowań z podwójnym fiksingiem na notowania ciągle w ramach GPW, wyniósł 58%. Z kolei przeciętny wzrost wartości obrotów dla spółek, które zmieniały rynek notowań w ramach GPW, wyniósł 40%, dla spółek zaś, które przeszły z CeTO na GPW – 2807%.

Wyniki potwierdzają postawioną tezę, jednak należy pamiętać, że uzyskane różnice w wartości po zmianie rynku notowań nie powinny być wprost utożsamiane z dyskontami/premiami związanymi z płynnością rynkową. Powodem tego są następujące zjawiska: po pierwsze próba, na której przeprowadzono badanie, z powodu rozmiarów polskiego rynku jest bardzo mała, a otrzymane wyniki cechują się znacznym rozrzutem i brakiem spójności (np. spółka SIMPLE w porównaniu ze spółką ORZEŁ)<sup>5</sup>, po drugie zaś nie zbadano, czy w okresie trwania 200 branych pod uwagę notowań sytuacja finansowo-ekonomiczna badanych podmiotów nie uległa na tyle istotnej zmianie, by mogło to znacznie wpłynąć na wycenę rynkową

<sup>3</sup> Zakłócając identyfikację kształtujących cenę rynkową czynników związanych z płynnością.

<sup>4</sup> Dawniej [www.akcje.net](http://www.akcje.net).

<sup>5</sup> Należy zaznaczyć, że próba badawcza obejmowała wszystkie spółki, jakie zmieniły rynek notowań w latach 1999-2007 w Polsce (GPW nie udostępniło wcześniejszych danych, które mogłyby rozszerzyć próbę).

Tabela 2. Stopa zwrotu w okresie od 10 do 1 dnia przed zmianą rynku notowań

		Stopa zwrotu na X dni przed zmianą rynku notowań									
	X	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
CTO \ GPW	1. Sterproj	6,2%	-1,2%	6,9%	0,6%	10,3%	3,6%	3,6%	3,0%	6,2%	3,0%
	2. Capital	52,3%	52,3%	-22,0%	42,4%	-18,1%	9,2%	31,0%	31,0%	31,0%	-25,6%
	3. Fasing	46,7%	44,7%	46,7%	48,6%	20,9%	25,0%	15,8%	19,6%	25,0%	19,6%
	4. Gant	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	5,3%	0,0%	-4,8%	-4,8%	0,0%
	5. Macrosoft	1,5%	4,7%	4,1%	5,8%	6,9%	4,7%	5,8%	2,6%	-4,7%	-4,7%
	6. Mewa	-4,8%	-6,1%	-5,6%	-3,7%	-6,1%	-4,5%	-4,5%	-2,9%	-1,4%	1,2%
	7. Orzeł	64,2%	49,1%	51,9%	50,9%	49,5%	47,3%	43,8%	62,0%	42,9%	-13,8%
	8. Simple	12,9%	12,9%	12,9%	15,6%	15,0%	14,8%	10,9%	0,3%	-0,3%	2,0%
	9. Groclin	-3,8%	-3,3%	0,7%	-1,5%	-1,9%	-1,7%	-2,4%	-3,1%	1,3%	0,5%
	10. MNI	5,5%	8,4%	10,0%	5,0%	0,9%	-2,5%	-0,9%	-0,4%	0,9%	-0,4%
GPW	11. HOWELL	-14,4%	-16,7%	-16,7%	-16,4%	-16,0%	-15,4%	-14,1%	-11,8%	-6,3%	-2,2%
	12. LPP	-3,0%	-3,0%	-2,2%	-2,2%	-0,8%	1,7%	1,1%	1,0%	1,1%	-2,9%
	13. PC Guard	3,1%	3,1%	-7,9%	-6,1%	-3,5%	-5,9%	-4,9%	-15,1%	-7,6%	0,3%
	14. PIA PIASECKI	-6,6%	-4,2%	-8,8%	-3,4%	-0,9%	2,7%	-0,9%	1,8%	1,8%	0,9%
	15. COMARCH	24,0%	22,5%	18,1%	13,8%	11,2%	8,8%	9,7%	8,3%	6,4%	-0,2%
	16. Stalprofi	0,0%	-0,8%	0,0%	0,4%	0,0%	0,4%	0,4%	0,4%	0,0%	0,0%
	17. TU Europa	2,4%	0,0%	-2,3%	-2,9%	-2,3%	1,2%	2,4%	6,3%	2,4%	2,4%
	CTO	24,2%	21,3%	13,6%	21,8%	11,6%	13,2%	13,3%	13,9%	11,7%	-2,3%
	GPW	0,8%	0,7%	-1,0%	-1,5%	-1,5%	-1,2%	-1,1%	-1,4%	0,0%	-0,2%
	RAZEM	11,8%	10,4%	5,9%	9,5%	4,7%	5,6%	5,7%	5,8%	5,5%	-1,2%

Źródło: opracowanie własne.

akcji. Nie uwzględniono całego kontekstu związanego z otoczeniem biznesowym badanych podmiotów, biorąc pod uwagę tylko wartości kursów, dlatego trudno jest stwierdzić, jaki dokładnie udział w zmianie wartości miały czynniki związane ściśle ze zmianą płynności. Z drugiej jednak strony trudno kwestionować fakt, że płynność miała bardzo duży wpływ na zmianę wartości badanych spółek. Stąd istnieje niewątpliwa potrzeba obserwacji spółek zmieniających rynki notowań i w miarę wzrostu liczby tego typu transferów<sup>6</sup> przeprowadzania kolejnych, bardziej szczegółowych (uwzględniających kontekst sytuacji finansowo-ekonomicznej) badań nad wpływem płynności na wartość akcji.

## **BADANIE 2**

### **Metodologia**

Drugie badanie przeprowadzone zostało na identycznym co w badaniu 1 zestawie danych 17 spółek, które w latach 1999-2007 zmieniły rynek notowań. Dane dotyczące ceny zamknięcia akcji pochodzą z tego samego źródła co w przypadku pierwszego badania. Głównym założeniem badania jest próba analizy zjawisk cenowych związanych ze zmianą rynku notowań spółek w krótkim horyzoncie czasowym. Badaniem objęte zostały stopy zwrotu z transakcji zawieranych od 10 sesji do ostatniego notowania przed zmianą rynku notowań. Transakcja kupna zawierana była na  $X$  sesji przed zmianą rynku notowań (gdzie  $X$  przyjmowała wartości od 10 do 1), a sprzedaż następowała zawsze po cenie zamknięcia pierwszego notowania po zmianie rynku notowań. Istotne jest także założenie dotyczące postępowania inwestorów. Motywami do zakupu akcji na kilka sesji przed zmianą rynku notowań miały być oczekiwania wysokich stóp zwrotu w związku ze wzrostem płynności (wzrost płynności powoduje zainteresowanie inwestorów, zwiększenie popytu i ostatecznie aprecjację ceny akcji). Im bliżej dnia uzyskania większej płynności, tym dyskonto (a co za tym idzie – stopa zwrotu z tak zaplanowanej transakcji) powinno być mniejsza. Tabela 2 ukazuje wyniki badania.

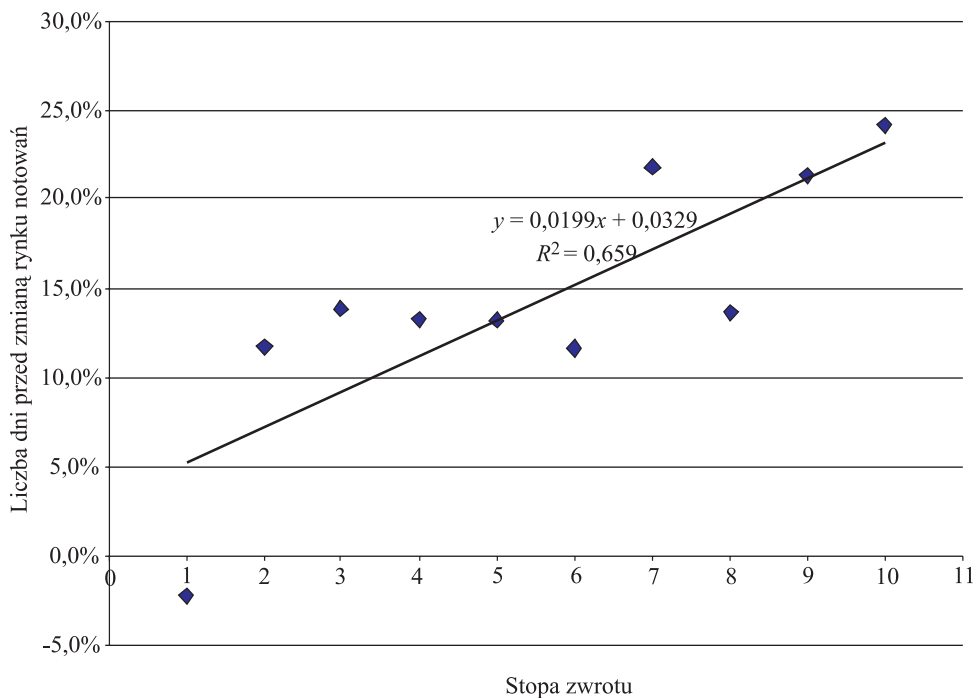
## **Wnioski**

Istnieje wyraźna różnica w wynikach pomiędzy grupą spółek przechodzących z CeTO na GPW a grupą spółek zmieniających rynek notowań w ramach GPW. W przypadku pierwszej istnieje silna dodatnia korelacja pomiędzy horyzontem czasowym inwestycji a stopą zwrotu. Im wcześniej zawarta zostaje transakcja kupna, tym wyższa jest stopa zwrotu z takiej inwestycji. Oczywiście, wielkość próby jest bardzo mała, w związku z czym nie można na podstawie otrzymanych wyników wnioskować na temat całej zbiorowości.

---

<sup>6</sup> Szczególnie biorąc pod uwagę to, że w II połowie 2007 r. GPW otworzyła nową platformę obrotu – alternatywny system obrotu – dla spółek sektora MŚP, która będzie swego rodzaju inkubatorem dla rozwijających się przedsiębiorstw, które w późniejszym czasie przechodzić będą na „główny parkiet”.

Na rysunku 1 na osi rzędnych (y) wskazano stopę zwrotu, natomiast na osi odciętych (x) liczbę dni przed zmianą i po zmianie rynku notowań.



Rys. 1. Badanie 2 – zmiana rynku notowań z CeTO na GPW – analiza regresji

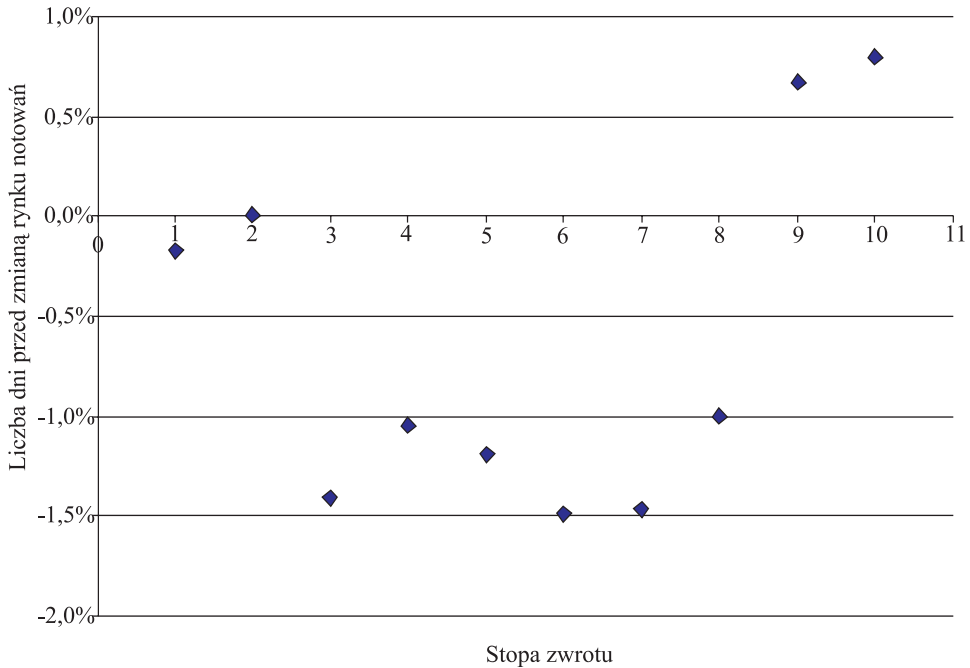
Źródło: opracowanie własne.

Natomiast w przypadku spółek zmieniających rynek notowań w ramach GPW nie można zaobserwować jakiegokolwiek związku pomiędzy stopą zwrotu a horyzontem czasowym.

Na rysunku 2 na osi rzędnych (y) wskazano stopę zwrotu, natomiast na osi odciętych (x) liczbę dni przed zmianą i po zmianie rynku notowań.

Rozbieżności w poziomie stóp zwrotu z akcji spółek zmieniających rynek notowań z CeTO na GPW a zmianami zachodzącymi w ramach GPW można tłumaczyć w następujący sposób – przede wszystkim transfer w ramach rynków GPW nie powoduje tak dużego wzrostu wolumenu obrotów akcjami spółek jak w przypadku przejścia na GPW z CeTO, a w konsekwencji efekt wzrostu cen implikowany wzrostem płynności nie jest tak znaczny. Ponadto inwestorzy uczestniczący w rynku GPW znają spółki przemieszczające się w ramach systemów notowań, natomiast spółki przychodzące z CeTO traktowane są jako debiuty. To skutkuje znacznie większym zainteresowaniem inwestorów, ponieważ pojawienie się na rynku nowego waloru





Rys. 2. Badanie 2 – zmiana rynku notowań w ramach GPW – analiza regresji

Źródło: opracowanie własne.

jest bardziej zauważalne. Podobnie jak w przypadku badania 1 należy ponownie analizę wraz z rozwojem giełdy i wzrostem liczby przypadków zmiany rynku notowań. W chwili obecnej utożsamianie przedstawionych w badaniach zjawisk cenowych z dyskontem lub premią związanymi z płynnością rynków byłoby twierdzeniem na wyrost.

### 3. Podsumowanie

Na polskim rynku kapitałowym istnieje wiele ekonomicznych prawidłowości, które nie zostały zbadane i wymagają weryfikacji. Jednym z obszarów badawczych, który nie został jeszcze w wystarczającym stopniu przeanalizowany, jest ten związany z dyskontem z tytułu braku płynności rynkowej. Zagadnienie, które z pozoru jest oczywiste, w rzeczywistości jest bardzo złożone, wielowymiarowe i trudne do skwantyfikowania. Jego rangę zwiększa dodatkowo fakt, iż różnice w wartości wyceny, jakie występują na skutek stosowania (bądź niestosowania) dyskonta z tytułu braku płynności rynkowej, mogą prowadzić do nieuzasadnionego ekonomicznie transferu bogactwa. Jednocześnie brak jest jednoznacznej, powszechnie akceptowa-

nej metodologii wskazującej, jak należy dokonywać pomiaru dyskonta i w jakich sytuacjach należy je aplikować.

Badania naukowe prowadzone nad dyskontem z tytułu braku płynności rynkowej w USA koncentrują się na analizie kilku rodzajów zdarzeń, w konsekwencji których płynność istotnie zmienia wartość wycenianych aktywów. Sytuacją, w której dyskonto z tytułu braku płynności rynkowej jest szczególnie widoczne, jest ograniczenie (czasowe lub permanentne) możliwości zbycia akcji (braku zorganizowanego rynku obrotu). Innymi zdarzeniami, w następstwie których zauważalne jest dyskonto z tytułu braku płynności rynkowej, są np. koszty przeprowadzenia oferty publicznej, występowanie na giełdzie *spreadu* czy tzw. efektu dużych zleceń (*the price impact*). Badacze amerykańscy wskazują wiele okoliczności występowania dyskonta i premii związanych z płynnością oraz wykorzystują różne metodologie badawcze, niemniej jednak ich wyniki dowodzą jednoznacznie, że wpływ płynności na wycenę akcji jest bardzo duży (sięgający w niektórych przypadkach ponad 60%).

Przeprowadzone na polskim rynku badanie dotyczące zmiany rynku notowań wstępnie potwierdza wnioski płynące z badań dotyczących rynku amerykańskiego. Z powodu ograniczonej liczby obserwacji trudno porównywać otrzymane wyniki z badaniami przeprowadzonymi na rynkach rozwiniętych, jednak pomimo to wnioski z nich płynące należy uznać za ciekawe i godne dalszych rozważań. Niewątpliwie istnieje potrzeba obserwacji spółek zmieniających rynki notowań i w miarę wzrostu liczby tego typu transferów przeprowadzania kolejnych, bardziej szczegółowych (uwzględniających kontekst sytuacji finansowo-ekonomicznej), badań nad wpływem płynności na wartość akcji. Niniejsze badanie jest zaledwie próbą zasygnalizowania problemu oraz wskazaniem potrzeby jego dalszej analizy, dyskonta bowiem i premie z tytułu płynności są bardzo ważnym składnikiem wyceny przedsiębiorstw i wraz z rozwojem polskiej giełdy oraz wzrostem liczby transakcji na tzw. rynku prywatnym będą wymagały bardziej szczegółowego zgłębienia. Również wzrost liczby spraw rozstrzyganych na drodze sądowej spowoduje zapotrzebowanie na usystematyzowanie i spójne określenie reguł postępowania w przypadkach, kiedy płynność w istotny sposób wpływa na wartość przedsiębiorstwa.

## Literatura

- Bajaj M., Denis D., Ferris S., Sarin A., *Firm value and marketability discounts*, „The Journal of Corporation Law”, Fall 2001.
- Kasper L.J., *Business Valuations. Advanced Topics*, Quorum Books, London 1997.
- Pratt S.P., *Business Valuation: Discounts and Premium*, John Wiley & Sons INC, New York 2001.
- Reich L., *State corner*, „Insights” vol. 13, Nov. 9, 1999.
- Sansing R.C., *Economic foundations of valuation discounts*, „Journal of the American Taxation Association” nr 21 (1999 Supplement), s. 28-38.
- Swad R., *Discount and capitalization rates in business valuations*, „CPA Journal” October 1994.

---

Zarzecki D., *O dyskoncie z tytułu wyceny udziałów mniejszościowych...*, Materiały konferencyjne: *Zarządzanie finansami: finansowanie przedsiębiorstw w Unii Europejskiej*, Szczecin 2004.

## **UNEXPLAINED THREADS IN BUSINESS VALUATION – THE ILLIQUIDITY DISCOUNT**

### **Summary**

The article presents issues connected with illiquidity discounts and premiums. Moreover, an attempt was made to prove that it is inevitable to apply them while valuing Polish companies. The theoretical considerations are supported by empirical evidence. Due to a limited access to the data sets (the appropriate databases have not been gathered in Poland yet), the paper can be regarded as an introduction to a broader discussion and analysis of the entity-level discounts and premiums reflecting characteristics of liquidity in an emerging market.