

MIŁOSZ KOŁODZIEJCZYK

JAKUB LASOTA

PRZEMYSŁAW PIECHOTA

## DYSKONTO Z TYTUŁU BRAKU PŁYNNOŚCI W WYCENIE SPÓLEK NOTOWANYCH NA GPW

**Słowa kluczowe:** wycena, płynność, DLOM

**Keywords:** valuation, marketability, DLOM

**Klasyfikacja JEL:** G32

### Wprowadzenie

Dyskonto z tytułu braku płynności (dalej: DLOM<sup>1</sup>) w wielu przypadkach stanowi element, który w sposób bardzo istotny wpływa na uzyskany w procesie wyceny szacunek wartości. Modelowy przykład przedmiotowego zjawiska to wielokrotnie przytaczane w literaturze przedmiotu uzasadnienie wyroku w sprawie *Mandelbaum vs. Commissioner*<sup>2</sup>.

Celem niniejszego artykułu jest próba omówienia jednego z najważniejszych paradygmatów (przesłanek) dotyczących stosowania DLOM, to jest faktu notowania przedsiębiorstwa na rynku regulowanym, na przykładzie spółek debiutujących na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w 2012 roku.

### Ogólne przesłanki stosowania DLOM

NI5<sup>3</sup> definiuje dyskonto i premie jako narzędzia służące do ilościowego określania korekty wartości w stosunku do wartości bazowej. Wśród nich DLOM – miara uwzględniająca

---

<sup>1</sup> W literaturze przedmiotu odnajdujemy różne podejścia do przedmiotowego terminu. Część autorów stoi na stanowisku, że istnieją co najmniej trzy dyskonta związane z ograniczeniami w handlu: (1) DLOM, (2) DLOL i (3) tzw. *Blockage Discount*. Inni przyjmują, że jest to *de facto* jedno i to samo dyskonto. Na potrzeby niniejszego artykułu przyjęto drugie z wymienionych podejść.

<sup>2</sup> W przedmiotowym postępowaniu jedynym elementem sporu pomiędzy stronami była wysokość DLOM, który należy zastosować, aby odzwierciedlić rynkową wartość spółki niepublicznej. Patrz: *Mandelbaum v. Commissioner*, T.C. Memo 1995–255, 69 T.C.M. (CCH) 2852 (1995), aff'd, 91F.3d 124 (3d Cir. 1996), za S. Pratt: *Business Valuation, Discounts and Premiums*, Second Edition, John Wiley & Sons, Inc, 2009.

<sup>3</sup> Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw, opracowane jako Nota Interpretacyjna NI5 Wycena przedsiębiorstw, Powszechne Krajowe Zasady Wyceny (PKZW).

zdolność do zamiany prawa własności do części lub całości udziałów w danym przedsiębiorstwie na gotówkę – jest jednym z powszechniej stosowanych. Fundamentalne znaczenie ma w tym wypadku założenie, że wartość przedsiębiorstwa, którego akcje nie są przedmiotem aktywnego obrotu, odbiega (*in minus*) od wartości przedsiębiorstwa notowanego na aktywnym rynku regulowanym<sup>4</sup>. Posługując się pewnym uproszczeniem, DLOM ma zatem za zadanie zdyskontować (odzwierciedlić) dodatkowy czas oraz koszty niezbędne do znalezienia kupca zainteresowanego nabyciem akcji/udziałów w przedsiębiorstwie niepublicznym<sup>5</sup>.

Teoria wyceny wyróżnia szereg czynników decydujących o wielkości DLOM. Są to m.in. charakterystyczne dla danego podmiotu<sup>6</sup>: (1) opcje *put*, (2) polityka dywidendy, (3) głębokość rynku potencjalnych nabywców, (4) perspektywa upublicznienia, (5) *restrictive transfer provisions*, (6) wielkość i standing finansowy, (7) wielkość wycenianego pakietu akcji/udziałów.

Fakt istnienia oraz szacowaną wielkość DLOM próbują potwierdzić liczne badania empiryczne<sup>7</sup>, choć w zależności od badacza oraz przyjętej w badaniu metody, wyniki cechują się znaczną dyspersją<sup>8</sup>. W szczególności uwagę warto zwrócić na badania wskazujące, że istotna część aplikowanego w procesie wyceny DLOM jest już uprzednio uwzględniana w koszcie kapitału<sup>9</sup> (stanowiąc element „premi/dyskonta za wielkość”), co implikuje efekt tzw. „podwójnego dyskontowania”<sup>10</sup>.

Abstrahując od powyższej dyskusji, w praktyce wyceny DLOM wykorzystywany jest przede wszystkim w procesie szacowania wartości przedsiębiorstw niepublicznych, gdyż w powszechnej opinii funkcjonuje dorozumiane założenie, że upublicznienie przedsiębiorstwa niejako w sposób automatyczny uzasadnia rezygnację ze stosowania DLOM<sup>11</sup>. O ile jednak w przypadku wysoko rozwiniętego (relatywnie płynnego) amerykańskiego rynku re-

<sup>4</sup> W przypadku *Blockage Discount* istotą jest tzw. „głębokość rynku”, umożliwiająca zbycie pakietu akcji spółki publicznej bez istotnego wpłynięcia na ich cenę jednostkową.

<sup>5</sup> W przypadku *Blockage Discount* odpowiednio: (...) bez istotnego obniżenia ceny jednostkowej papieru wartościowego.

<sup>6</sup> S. Pratt: *Business Valuation, Discounts and Premiums*, Second Edition, John Wiley & Sons, Inc, 2009, s. 87. W przypadku *Blockage Discount* część czynników nie znajduje zastosowania.

<sup>7</sup> Np. badania pre-IPO J. Emory Sr. i J. Emory Jr. (1980–2002); Bajaj, Denis, Ferris i Sarin (1990–1995). Por.: J.D. Emory Sr, J.D. Emory Jr, F.R. Dengel III, *Discounts for Lack of Marketability*. Emory Pre-IPO Discount Studies 1980–2000 as Adjusted October 10 2002, *Business Valuation Review*, 2002; M. Bajaj, D.J. Denis, S.P. Ferris, A. Sarin: *Firm Value and Marketability Discounts*, „*Journal of Corporation Law*”, 27, s 89–115.

<sup>8</sup> Dla przykładu większość *restricted stock studies* i *securities-based studies* wskazuje na DLOM na poziomie 30%–50%, podczas gdy badacze wykorzystujący podejście analityczne szacują DLOM na poziomie kilku procent (patrz: *Discount for Lack of Marketability, Job Aid for IRS Valuation Professionals*, September, 2009).

<sup>9</sup> Wynika to z potwierdzonej badaniami empirycznymi silnej dodatniej zależności pomiędzy wielkością danego podmiotu a stopniem zbywalności (płynnością) jego walorów.

<sup>10</sup> Patrz np. R. Comment: *Business Valuation, DLOM and Daubert: The Issue of Redundancy*, „*Business Valuation Review*” 2010.

<sup>11</sup> W sposób pośredni podejście takie dominuje w większości literatury przedmiotu. Por.: D. Bingham, K.C. Conrad: *An Analysis of Discount for Lack of Marketability Models and Studies*, „*Business Appraisal Practice*”, Q3 2011, s. 46–59.

gulowanego podejście takie prawdopodobnie nie jest obarczone wysokim błędem, to w odniesieniu do spółek notowanych na GPW przedmiotowa praktyka jest niejednokrotnie daleko posuniętym uproszczeniem, co postarano się wykazać w dalszej części niniejszego artykułu.

### Dobór próby badawczej

W badaniu uwzględniono spółki, które zostały upublicznione na GPW w 2012 roku. Pierwotną grupę dziewiętnastu „spółek debutantów” oczyszczono, kierując się następującymi kryteriami:

- 1) wyeliminowano spółki, które uprzednio były już notowane na rynku regulowanym lub ASO<sup>12</sup>,
- 2) wyeliminowano spółki, których IPO spowodowane było szczególnymi okolicznościami<sup>13</sup>,
- 3) wyeliminowano spółki, które nie były notowane przez co najmniej 60 dni sesyjnych<sup>14</sup>.

Efektem przedmiotowego procesu było zakwalifikowanie do dalszych badań dziewięciu spółek (patrz tab. 1).

Tabela 1

Podstawowe informacje dotyczące próby badawczej

Nazwa spółki	Data debiutu (DD-MM)	Wartość oferty (mln zł)
Bowim*	25-01	0,0
Grupa Nokaut	14-03	31,2
Vantage Development	02-03	184,2
SOLAR Company	19-04	156,0
Work Service	26-04	30,7
Mex Polska	25-05	10,0
PCC Exol	03-08	12,8
KDM Shipping	09-08	25,8
ZE PAK	30-10	681,5

\* W przypadku Bowim SA debiut na GPW poprzedził sprzedaż akcji w ofercie publicznej z uwagi na zobowiązania względem jednego z akcjonariuszy.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW.

<sup>12</sup> Przyjęto, że w takim przypadku płynność obrotu może być zaburzona faktem większej rozpoznawalności wśród inwestorów. Przedmiotowe kryterium było przyczyną usunięcia z próby badawczej następujących przedsiębiorstw: (1) KRKA, (2) MO-BRUK, (3) Tatry Mountain Resorts, (4) Voxel, (5) Exillon Energy.

<sup>13</sup> IPO Get Bank i ATM Systemy Informatyczne spowodowane było procesem wydzielania części działalności odpowiednio z Getin Holding oraz ATM.

<sup>14</sup> Uznano, że ok. 3 miesięczny okres notowań jest wystarczający dla wykształcenia się relatywnie stabilnych prawidłowości dotyczących obrotu danymi papierami wartościowymi. Przedmiotowe kryterium było przyczyną usunięcia z próby badawczej następujących przedsiębiorstw: (1) Alior Bank, (2) AB Inter Rao, (3) Czerwona Torebka.

## Miary płynności obrotu oraz metoda klasyfikacji obiektów

Spośród szeregu dostępnych miar płynności zdecydowano się na wykorzystanie wskaźników zaliczanych do jednowymiarowych miar płynności powiązanych z czasem (liczba transakcji), wielkością obrotu (wolumen obrotu, czas trwania wolumenu obrotu, wartość obrotu, czas trwania wartości obrotu), oraz *spread'em* (względny ważony *spread*). Formuły wyznaczania poszczególnych miar zaprezentowano poniżej.

1. Liczba transakcji:  $N_t$
2. Wolumen obrotu:

$$Q_t = \sum_{i=1}^{N_t} q_i,$$

gdzie:  $N_t$  – liczba transakcji w okresie  $t$ ,  $q_i$  – liczba akcji w  $i$ -tej transakcji.

3. Czas trwania wolumenu obrotu<sup>15</sup>:

$$DurQ_t^{Q^*} = \inf(DurQ : \sum_{i=1}^{N_t + DurQ} q_i \geq \sum_{i=1}^{N_t} q_i + Q^*),$$

gdzie:  $Q_t$  – liczba w okresie  $t$ ,  $Q^*$  – docelowa wartość wolumenu obrotu w okresie  $t$ ,  $q_i$  – liczba akcji w  $i$ -tej transakcji.

4. Wartość obrotu:

$$V_t = \sum_{i=1}^{N_t} p_i \times q_i,$$

gdzie:  $N_t$  – liczba transakcji w okresie  $t$ ,  $p_i$  – cena akcji w  $i$ -tej transakcji,  $q_i$  – liczba akcji w  $i$ -tej transakcji.

5. Wskaźnik obrotu:

$$TrQ_t = \frac{1}{Q} \sum_{i=1}^{N_t} q_i,$$

gdzie:  $N_t$  – liczba transakcji w okresie  $t$ ,  $q_i$  – liczba akcji w  $i$ -tej transakcji,  $Q$  – całkowita liczba akcji.

6. Czas trwania wartości obrotu<sup>16</sup>:

$$DurV_t^{V^*} = \inf(DurV : \sum_{i=1}^{N_t + DurV} p_i \times q_i \geq \sum_{i=1}^{N_t} p_i \times q_i + V^*),$$

<sup>15</sup> Gouriéroux, Jasiak, Le Fol: *Intra-day market activity*, „Journal of Financial Markets”, Elsevier, Vol. 2 (3), 1999.

<sup>16</sup> *Ibidem*.

gdzie:  $V_t$  – wartość obrotu w okresie  $t$ ,  $V^*$  – docelowa wartość transakcji w okresie  $t$ ,  $p_t$  – cena akcji w  $i$ -tej transakcji,  $q_i$  – liczba akcji w  $i$ -tej transakcji.

7. Względny ważony spread:

$$Srel M_t = \frac{2 \times (p_t^A - p_t^B)}{p_t^A - p_t^B} \times qt,$$

gdzie:  $p_t^A$  – najniższa cena *ask* w okresie  $t$ ,  $p_t^B$  – najwyższa cena *bid* w okresie  $t$ ,  $q_t$  – wolumen transakcji w okresie  $t$

W celu sklasyfikowania spółek pod kątem poziomego płynności obrotu wykorzystano miarę rozwoju Hellwiga:

$$d_i = 1 - (c_{i0} / c_0)$$

gdzie:  $d_i$  – miara rozwoju i podmiotu,  $c_{i0}$  – odległość euklidesowa każdego  $z_{ij}$  do  $z_{0j}$  (wzorca rozwoju)<sup>17</sup>,  $c_0$  – krytyczna (graniczna) odległość danej jednostki od wzorca<sup>18</sup>.

Wartości pierwszych sześciu miar wyznaczono na podstawie statystyk dotyczących dziennych historycznych notowań. W celu ograniczenia wpływu wartości skrajnych zdecydowano się na wykorzystanie miary pozycyjnej (mediany). W odniesieniu do *spreadu*, z uwagi na ograniczoną dostępność danych, posłużono się przeciętnym miesięcznym *spreadem* ważonym dziennym wolumenem obrotu<sup>19</sup>.

W odniesieniu do wskaźnika czas trwania wolumenu obrotu za wartość graniczną ( $Q^*$ ) przyjęto liczbę akcji odzwierciedlającą 1% udział w kapitale własnym<sup>20</sup>. Analogiczna wartość graniczna dla czasu trwania wartości obrotu ( $V^*$ ) została ustalona na poziomie 100 tys. zł<sup>21</sup>.

<sup>17</sup>  $c_{i0} = \left[ \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n (z_{ij} - z_{0j})^2 \right]^{1/2}$ , gdzie:  $z_{ij} = \frac{x_{1j} - x_j}{s_j}$ .

<sup>18</sup>  $c_0 = \bar{c}_0 + 2 \times s_d$ , gdzie:  $\bar{c}_0 = \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n c_{i0}$  oraz  $s_d = \left[ \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n (c_{i0} - \bar{c}_0)^2 \right]^{1/2}$ .

<sup>19</sup> Co jest pewnym uproszczeniem, jednak należy przyjąć, że w niewielkim stopniu wpływa ono na porównywalność wyników.

<sup>20</sup> W takim przypadku wskaźnik ten informuje, ile potrzeba (przeciętnych) sesji giełdowych, aby inwestor był w stanie zbyć (albo nabyć) 1% udział w kapitale danej spółki.

<sup>21</sup> Wskaźnik „czas wartości obrotu” wskazuje zatem, ile (przeciętnych) sesji giełdowych jest niezbędnych do nabycia/zbycia pakietu akcji o wartości 100 tys. zł.

## Wyniki badania

Poniżej zaprezentowano wartości miar płynności dla poszczególnych spółek próby badawczej. Jako obiekt wzorcowy (wysoko płynny) przyjęto KGHM<sup>22</sup>.

Tabela 2

Wartości miar płynności obrotu próby badawczej (mediany)

Nazwa spółki	Liczba transakcji	Wolumen obrotu	Czas trwania wolumenu obrotu (1%)	Wartość obrotu	Czas trwania wartości obrotu (100 tys. PLN)	Wskaźnik obrotu	Spread
jednostka	(tys. sztuk)	(tys. sztuk)	(dni sesyjnych)	(tys. zł)	(dni sesyjnych)	(%)	(pkt bazowe)
Bowim	0,003	0,15	1 235,1	1,29	75,2	0,0008	308,9
Grupa Nokaut	0,008	1,73	43,8	15,50	6,5	0,0229	319,0
Vantage Development	0,026	44,20	12,9	54,22	1,8	0,0779	156,5
SOLAR Company	0,007	1,50	197,4	19,93	5,0	0,0050	135,4
Work Service	0,016	4,07	117,9	22,53	4,4	0,0085	345,8
Mex Polska	0,001	0,01	3 177,0	0,04	714,3	0,0001	401,0
PCC Exol	0,015	3,33	486,2	13,25	7,6	0,0021	174,2
KDM Shipping	0,002	0,03	2 243,9	0,69	115,9	0,0004	388,7
ZE PAK	0,256	86,19	6,0	2 415,88	0,0	0,1657	16,1
KGHM	3,543	804,60	2,8	117 814,07	0,001	0,2486	10,6

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW.

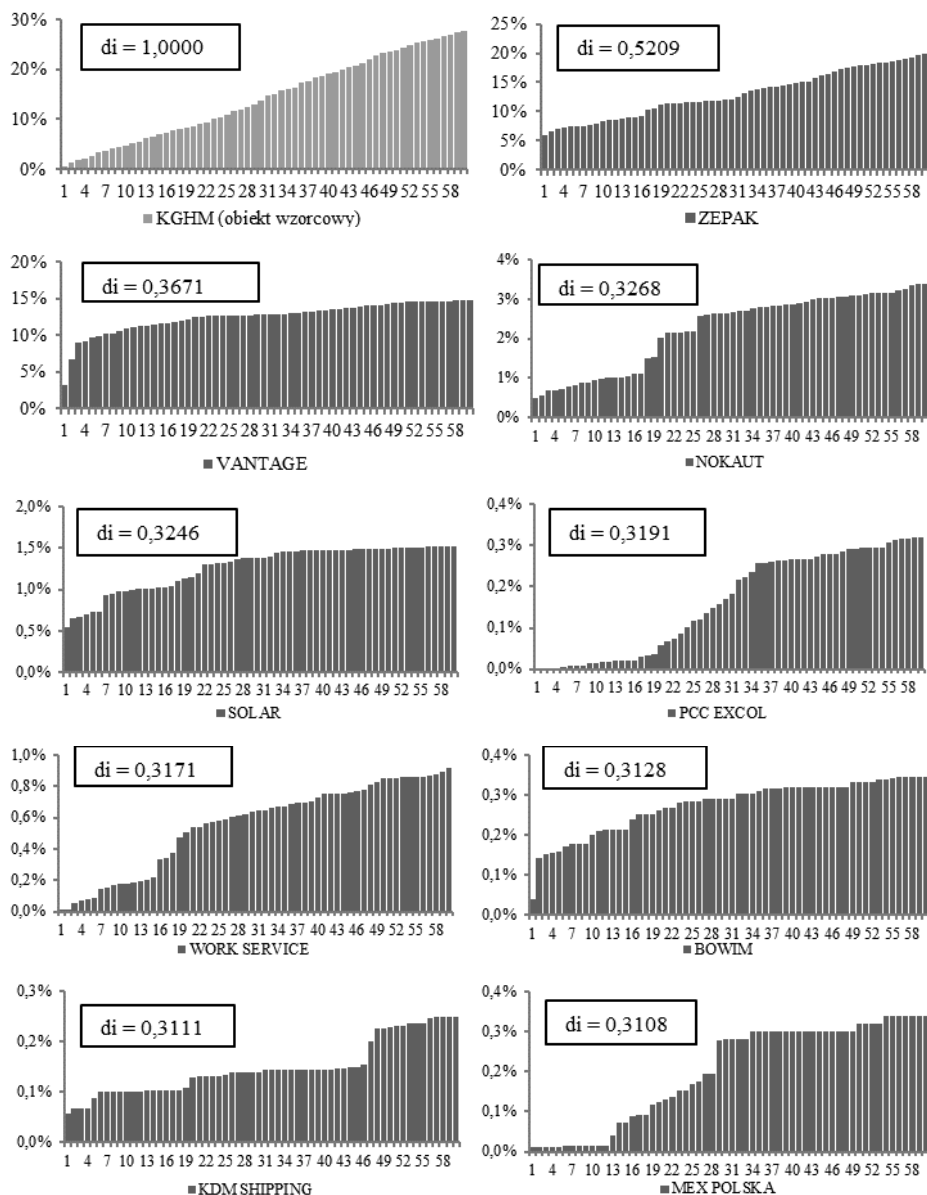
Zauważalne jest, że za wyjątkiem ZE PAK, płynność obrotu analizowanych podmiotów kształtowała się na niskim lub bardzo niskim poziomie<sup>23</sup>. Jednocześnie wskazują na to wartości właściwie wszystkich wykorzystanych w badaniu wskaźników. W odniesieniu do kluczowych z nich: (1) liczba zawieranych transakcji w zależności od spółki wahała się w przedziale 2–26, (2) wartość obrotów oscyluje w granicach kilkunastu tys. zł, zaś (3) średni *spread* w wielu przypadkach kształtował się na poziomie kilku procent.

Na rysunku 1 zaprezentowano wartości miary rozwoju Hellwiga dla poszczególnych spółek na tle skumulowanych wolumenów obrotu danej spółki i obiektu wzorcowego. Wy-

<sup>22</sup> Bazowano na danych dziennych obejmujących okres od 25.01.2012 do 29.01.2013 r. (pokrywających analizowany okres notowań wszystkich spółek próby badawczej).

<sup>23</sup> Ponadto należy mieć na uwadze, że część transakcji była generowana przez animatorów rynku oraz stabilizatorów rynku, co w szczególności w odniesieniu do spółek o najniższym wolumenie obrotów mogło dodatkowo zawyżyć wyniki.

znaczono ją w oparciu o wskaźniki: (1) czas trwania wolumenu obrotu, (2) czas trwania wartości obrotu oraz (3) przeciętny *spread*.



Rysunek 1. Wartości miary rozwoju Hellwiga dla spółek grupy badawczej na tle skumulowanej wartości wskaźnika obrotu

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW.

W przypadku miary rozwoju Hellwiga trudno jest o ilościową klasyfikację przebadanych spółek według schematu płynne/niepłynne. Można jedynie stwierdzić, że ze względu na wykorzystane miary płynności ZE PAK jest najbardziej płynny, ponieważ wykazuje podobieństwo do obiektu wzorcowego na poziomie 52,09%.

Znacznie istotniejszy wydaje się jednak kontekst ekonomiczny otrzymanych wyników. Za wyjątkiem ZE PAK, jedynie Vantage Development SA można rozpatrywać jako spółkę posiadającą „jakaśkolwiek” płynność rynkową<sup>24</sup>. W odniesieniu do pozostałych podmiotów należy stwierdzić, że z uwagi na bardzo niski (i nieregularny) poziom obrotów, wpływ upublicznienia na GPW w niewielkim stopniu przełożył się na faktyczne zwiększenie możliwości potencjalnego inwestora do zbycia lub nabycia nawet niewielkich (wolumenowo i wartościowo) pakietów akcji. Stosując pewne uproszczenie, otrzymane wyniki wskazują, że w przypadku najmniej płynnych walorów (Mex Polska) inwestor realizujący strategię wyjścia poprzez giełdę z relatywnie niewielkiego 1% pakietu akcji, potrzebowałby na to przeciętnie około 3177 dni sesyjnych (to jest około 13 lat!)<sup>25</sup>.

### **DLOM dla spółek publicznych (podsumowanie)**

Przeprowadzone badanie wykazało, że w przypadku większości spółek upublicznionych na GPW w 2012 roku nie można mówić o poziomie płynności umożliwiającym elastyczne nabywanie i zbywanie ich papierów wartościowych. Można wręcz stwierdzić, że spółki te dotknięte są przez strukturalny brak płynności rynkowej. W związku z powyższym należy zadać pytanie, jaką wartość faktycznie odzwierciedla ich kurs giełdowy, w dalszej zaś kolejności, czy problem płynności rynkowej, a tym samym problem stosowania DLOM w wycenie dotyczy spółek notowanych na GPW w sposób analogiczny do DLOM stosowanego na potrzeby wyceny spółek niepublicznych? Na podstawie zaprezentowanego w niniejszym artykule wrywkowego badania należy twierdząco odpowiedzieć na drugie z postawionych powyżej pytań.

Wnioski z badania są tym bardziej istotne, jeśli rozpatrywany jest kontekst wyceny spółek niepublicznych z wykorzystaniem metod mnożnikowych (bazujących na porównaniu wycenianej spółki do grupy spółek notowanych o możliwie najbardziej zbieżnym profilu działalności). Dobór grupy porównawczej bez szczegółowej analizy płynności<sup>26</sup> wchodzących w jej skład podmiotów, przy jednoczesnym (automatycznym) zastosowaniu dodatkowego DLOM do wyceny bazowej może prowadzić albo do wystąpienia quasi-redundancji (w przypadku, gdy kurs giełdowy spółki porównywalnej kształtuje się poniżej jej *intrinsic value*) albo do istotnego zawyżenia wyniku (w przypadku, gdy kurs giełdowy spółki po-

---

<sup>24</sup> Należy jednak zauważyć systematyczny i znaczny spadek obrotów akcjami spółki w kolejnych dniach notowań.

<sup>25</sup> Dla kontrastu, realizujący analogiczną strategię właściciel akcji KGHM teoretycznie byłby w stanie uczynić w przeciągu niespełna 3 dni sesyjnych.

<sup>26</sup> Należy także zwrócić uwagę na fakt, że płynność rynkowa może ulegać istotnym zmianom na przestrzeni czasu.



równywalnej kształtuje się powyżej jej *intrinsic value*). W konsekwencji, do czasu ustalenia wiarygodnego *benchmarku*, umożliwiającego jednoznaczne kwalifikowanie danej spółki publicznej do grona podmiotów płynnych lub niepłynnych, w procesie wyceny spółki niepublicznej dyskusyjne może być odwoływanie się do szacunków wartości sporządzonych w oparciu o mnożniki spółek notowanych na GPW.

## Literatura

- Bajaj M., Denis D.J., Ferris S.P., Sarin A.: *Firm Value and Marketability Discounts*, „Journal of Corporation Law”, 27.
- Bingham D., Conrad K.C.: *An Analysis of Discount for Lack of Marketability Models and Studies*, „Business Appraisal Practice”, Q3 2011.
- Comment R.: *Business Valuation, DLOM and Daubert: The Issue of Redundancy*, „Business Valuation Review” 2010.
- Discount for Lack of Marketability, Job Aid for IRS Valuation Professionals*, September 2009.
- Emory J.D. Sr, Emory J.D. Jr, Dengel F.R. III: *Discounts for Lack of Marketability*, Emory Pre-IPO Discount Studies 1980–2000 as Adjusted October 10 2002, „Business Valuation Review” 2002.
- Gourieroux, Jasiak, Le Fol: *Intra-day market activity*, „Journal of Financial Markets” 1999, Elsevier, Vol. 2 (3).
- Mandelbaum v. Commissioner, T.C. Memo 1995-255, 69 T.C.M. (CCH) 2852 (1995), aff’d, 91 F.3d 124 (3d Cir. 1996).
- Nota Interpretacyjna N15 Wycena przedsiębiorstw, Powszechne Krajowe Zasady Wyceny (PKZW).
- Pratt S.: *Business Valuation, Discounts and Premiums*, Second Edition, John Wiley & Sons, Inc., 2009.

*mgr Miłosz Kołodziejczyk*  
*mgr Jakub Lasota*  
*mgr Przemysław Piechota*  
*Zarzecki, Lasota i Wspólnicy*

## Streszczenie

W niniejszym artykule dokonano syntetycznego omówienia jednej z podstawowych przesłanek stosowania dyskonta z tytułu braku płynności w procesie wyceny przedsiębiorstw, to jest faktu notowania akcji spółki na rynku regulowanym. Przeprowadzone badanie dowiodło, że w przypadku większości spółek, które zadebiutowały na GPW w 2012 roku, płynność obrotu była znikoma. Implikuje to konieczność odpowiedzi na szereg pytań, w tym szczególności, czy wyceniając spółkę publiczną należy stosować DLOM oraz jak traktować mnożnik giełdowy nisko płynnej spółki w procesie wyceny spółki niepublicznej metodą mnożnikową.

**QUOTATION ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE  
IN THE CONTEXT OF THE DISCOUNT FOR LACK OF MARKETABILITY**

**Summary**

The present article contains a synthetic presentation of the basic prerequisites for applying a Discount for Lack of Marketability (DLOM) in the process of enterprise valuation that is the quotation of shares on a regulated stock market. An analysis proved that in the case of the majority of companies, which went public on the Warsaw Stock Exchange in 2012, stock trading liquidity was minuscule. The above implies the necessity to seek answers to several questions, especially whether DLOM should be applied in the valuation of public companies and whether share market multiples for companies with low trading liquidity are appropriate for appraising non-public entities in the process of relative valuation.