

## ZRÁŽKA ZA NÍZKU LIKVIDITU

Stela Beslerová, Juraj Tobák, Petra Tutková

### ÚVOD

V slovenskom a rovnako aj v českom podnikateľskom prostredí sú väčšinou oceňované podniky, ktoré nie sú kótované na burze cenných papierov resp. na kapitálovom trhu. V krajinách s rozvinutým kapitálovým trhom sa pri oceňovaní podnikov uplatňuje rozlíšenie podnikov obchodovaných na kapitálových trhoch, takzvané verejne obchodovateľné spoločnosti, a podnikov neobchodovaných na kapitálových trhoch, takzvané súkromne obchodovateľné spoločnosti. Je logické, že ocenenie ekvivalentných verejne a súkromne obchodovaných podnikov rovnakou metodikou by vyústilo k stanoveniu ekvivalentnej hodnoty. Na odstránenie tohto ekvivalentu je v zahraničí využívaná prirážka za nízku likviditu, ktorá sa pripočítava k diskontnej miere oceňovaného súkromne obchodovateľného podniku alebo zrážka z výslednej hodnoty ocenenia. Táto prirážka má kompenzovať požadovanú vyššiu výnosnosť súkromne obchodovateľných spoločností a to z dôvodu nižšej likvidity, teda nemožnosti predat' podiel alebo celú spoločnosť na kapitálovom trhu. Tento fakt sa dá interpretovať aj opačným spôsobom a teda, že súkromný investor je ochotný kúpiť podiel alebo celú súkromne obchodovateľnú spoločnosť za nižšiu cenu ako ekvivalentnú verejne obchodovateľnú spoločnosť, vtedy hovoríme o zrážke. Na slovenskom a českom kapitálovom trhu je nedostatok verejne obchodovateľných spoločností. Preto nie je vhodné určovať lokálne vhodnú prirážku za nízku likviditu získanú ich štúdiom a preto je potrebné ju prevziať z krajín s rozvinutým kapitálovým trhom a adaptovať na podmienky slovenského a českého trhu. V zahraničnej literatúre existuje množstvo empirických štúdií, ktoré sa zameriavajú na stanovenie intervalu za pomoci využitia viacerých metód. Tieto štúdie prevažne vychádzajú z troch hlavných oblastí a to zo štúdií akcii s obmedzenou obchodovateľnosťou,

so štúdií pre-IPO a so štúdií akvizíčných cien. Bližšie sa výsledkom empirických štúdií jednotlivých metód budeme venovať v jednotlivých kapitolách. Z dôvodu, že ide prevažne o staršie štúdie tak cieľom tejto publikácie je okrem priblíženia pôvodných a teoretických štúdií identifikovať aktuálnejšie štúdie, prípadne metódy, ktoré by spoľahlivejšie definovali interval prirážky za nízku likviditu vzhľadom na aktuálnu situáciu na kapitálových trhoch vo svete.

### 1 METÓDY STANOVENIA ZRÁŽKY ZA OBMEDZENÚ OBCHODOVATEĽNOSŤ

V teoretických a empirických štúdiách sa objavuje v spojení s témou tohto príspevku hlavne problematika nedostatku resp. obmedzenia obchodovateľnosti. Ako uvádza Mařík vo svojej publikácii: „Pojem obchodovateľnosť je širší ako pojem likvidita, pretože pojem obchodovateľnosť zahŕňa právo predat' a zároveň možnosť predat'. Pojem likvidita sa už implicitne orientuje iba na možnosť predat'.“ [6] V praxi, čo sa týka úpravy výsledného ocenenia, resp. výslednej hodnoty z dôvodu obmedzenej obchodovateľnosti, využíva sa zrážka za minoritu a zrážka za nízku likviditu. Zrážka za minoritu súvisí s problémom vlastníctva malého podielu na celkovom podiele spoločnosti, s čím je spojené obmedzené právo na obchodovanie v prípade prítomnosti majoritného spoluvlastníka. V tejto publikácii sa ale hlavne zameriavame na obmedzenie obchodovateľnosti z dôvodu nízkej likvidity a z tohto dôvodu na zrážku z výslednej hodnoty ocenenia.

#### 1.1 TEORETICKÉ KVANTITATÍVNE MODELY DISKONTOV ZA OBMEDZENÚ OBCHODOVATEĽNOSŤ

V teórii poznáme viacero modelov diskontov za obmedzenú obchodovateľnosť. Tieto modely sú založené na ocenení rizika v podobe nelikvidity, analýze požadovanej miery výnosnosti

a rozklade diskontu na ekonomické komponenty. Aj napriek tomu, že v podmienkach USA sú často využívané a vedú sa k nim rozsiahle diskusie, v našich podmienkach sú tieto modely takmer neznáme a využívané na minimálnej úrovni.

„Ocenenie rizika spojeného s nelikviditou, napríklad na cene (nákladoch) put opcie, kedy z teoretického hľadiska by diskont za obmedzenú obchodovateľnosť nemal presiahnuť cenu put opcie, ktorá vlastne slúži ako zaistenie proti riziku vyplývajúcej z nelikvidity. Problém tohto prístupu spočíva v tom, že v praxi sú ceny put opcií rádovo nižšie, ako zistené diskonty za obmedzenú obchodovateľnosť.“ [6] Tento model vytvoril v roku 1993 B. H. Chaffee III. [3] a základnou myšlienkou je využitie európskej put opcie na meranie rizika, ktoré je spojené s nemožnosťou investora rýchle premeniť svoje investície na hotovosť.

„Analýza požadovanej miery výnosnosti, ktorá je založená na myšlienke, že diskont vyplýva zo zmeny požadovanej výnosnosti investorov do obchodovateľných a neobchodovateľných aktív. Namiesto odhadu diskontu tak oceňovateľ odhaduje na základe určitých faktorov alebo pomocou úprav modelu CAPM diskontnú mieru pre ocenenie.“ [6] Tento model bol vytvorený Mercerom.

„Rozklad diskontu na ekonomické komponenty, kde vytipujeme základné ekonomické faktory, (napr. časovú hodnotu peňazí, transakčné náklady a počet potenciálnych kupujúcich), ktoré majú vplyv na diskont, zhodnotíme význam ich vplyvu na diskont a z hodnoty jednotlivých faktorov kalkulujeme celkový diskont. Aj tento prístup má svoje úskalía, a to odhad významnosti jednotlivých komponentov na diskont.“ [6] Vytvoril ho Jay B. Abrams, keď poprel model založený na požadovanej miere výnosnosti. Model obsahuje 4 základné komponenty diskontu:

- náklady spojené s oneskorením momentu predaja,
- monopolistická sila kupujúcich,
- transakčné náklady kupujúceho,
- transakčné náklady predávajúceho.

Ak vynásobíme koeficienty za jednotlivé komponenty, dosiahneme výsledný koeficient za obmedzenú obchodovateľnosť.

Okrem spomínaných modelov, sa v praxi stretávame aj s analýzou hornej hranice nákladov neobchodovateľnosti a modelom založeným na modely oceňovania kapitálových aktív a rizikovej prémie vlastného kapitálu. Model založený na hornej hranici nákladov neobchodovateľnosti bol vytvorený v roku 1995 Francisom A. Longstaffom. V rámci modelu dochádza k porovnaniu finančného rozdielu medzi dvoma situáciami. V prvom rade ide o situáciu, kedy investor nemôže predať cenný papier v budúcnosti a následne výnos opätovne investovať za bezrizikovú úrokovú mieru. Pre porovnanie sa využíva situácia, kedy investor musí držať aktívum po celú dobu obmedzenej obchodovateľnosti. Model založený na CAPM a rizikovej prémii vlastného kapitálu vytvoril David I. Tabak a v podstate ide o rozšírenie modelu CAPM práve s cieľom merania požadovanej miery výnosnosti nelikvidných aktív. [10]

## 1.2 PRE-IPO PRÍSTUP

Tento empirický prístup odhaduje diskont za obmedzenú likviditu porovnávaním cien aktív počas obdobia, v ktorom boli relatívne neobchodovateľné a počas obdobia, v ktorom už boli obchodovateľné. Tento prístup sa typicky uplatňuje pri porovnávaní cien akcií vzápätí po uskutočnení IPO „*Initial Public Offer*“ teda prvej verejnej ponuky a transakčných cien tých istých akcií pred IPO. [1] Štúdie sa väčšinou zameriavajú na obdobie niekoľkých mesiacov až rokov pred samotným IPO. Výsledky štúdií, ktoré používajú túto metódu sú a boli uznávané pri konfrontovaní pred súdom. Ako najvýznamnejších predkladateľov tohto prístupu uvádza Mařík vo svojej publikácii [6] spoločnosti Willamette management, Emory&Co a Valuation Advisors. Najdostupnejšie a s najväčším časovým rozpätím sú výsledky od spoločnosti Emory&Co. Tieto výsledky sú prezentované v tabuľke 1.

Tab. 1: Výsledky empirických štúdií Emory&amp;Co pre-IPO

|                | 5/97 –<br>12/00 | 11/95 –<br>4/97 | 1/94 –<br>6/95 | 2/92 –<br>7 /93 | 8/90 –<br>1/92 | 2/89 –<br>1/90 | 8/87 –<br>1/89 | 1/85 –<br>6/86 | 1/80 –<br>6/81 |
|----------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Priemer        | 50%             | 43%             | 45%            | 45%             | 34%            | 46%            | 38%            | 43%            | 59%            |
| Medián         | 52%             | 41%             | 47%            | 43%             | 33%            | 40%            | 43%            | 43%            | 68%            |
| Počet podnikov | 266             | 84              | 45             | 49              | 30             | 17             | 21             | 19             | 12             |

Zdroj: <http://www.emoryco.com/valuation-studies.shtml>

Tab. 2: Výsledky empirických štúdií Willamette Management pre-IPO

|                | 75-78 | 79  | 80-82 | 84  | 85  | 86  | 87  | 88  | 89  | 90  | 91  | 92  |
|----------------|-------|-----|-------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| Priemer        | 55%   | 63% | 56%   | 74% | 43% | 48% | 44% | 52% | 50% | 49% | 32% | 52% |
| Počet podnikov | 31    | 17  | 113   | 33  | 25  | 74  | 40  | 19  | 19  | 23  | 34  | 75  |

Zdroj: [http://www.willamette.com/practice\\_business\\_valuation.html](http://www.willamette.com/practice_business_valuation.html)

Druhým zdrojom údajov o diskonte za nízku likviditu je spoločnosť Willamette Management. Výsledky ich štúdií počas rokov 1975 až 1992 je možné vidieť v tabuľke 2.

Napriek zjavným prednostiam tejto metódy tu existuje hlavný nedostatok, ktorý spočíva v samotnej vzorke posudzovaných podnikov. Zo samotnej podstaty tejto metódy vyplýva, že vzorku tvoria iba podniky, ktoré úspešne uskutočnili IPO. Tie súkromne vlastnené podniky, ktoré IPO nevykonali sa vo vzorke nenachádzali. To dáva priestor pre otázky ako, neboli ceny pred IPO ovplyvnené napr. očakávaniami o budúcej realizácii IPO. Rovnako samotné výsledky štúdie spoločnosti Emory&Co, ktoré sa pohybujú, čo sa týka mediánov v rozmedzí od 40% do 68%. A výsledky štúdie spoločnosti Willamette Management, ktorých priemerné hodnoty prirážky sa pohybujú v rozmedzí od 32% do 74%. Tieto hodnoty predstavujú pomerne vysoký diskont, čo by sa odzrkadlilo v príliš vysokej požadovanej miere návratnosti investovaného kapitálu. V neposlednej rade je tu vysoká volatilita na akciových trhoch aj v priebehu dňa a pri toľkých štúdiách je nemožné, aby údaje boli získavané v rovnaký čas a preto je tu možná istá miera skreslenia medzi jednotlivými štúdiami.

### 1.3 PRÍSTUP AKCIÍ TYPU RESTRICTED STOCK

Tento empirický prístup odhaduje diskont za obmedzenú likviditu porovnávaním dvoch nárokov na rovnakom podkladovom aktíve, v rovnakom čase, pričom jeden nárok je obchodovateľný a druhý nie je. Tento prístup sa uplatňuje hlavne na akciách typu „*Restricted Stock*“. Ide o cenné papiere, ktoré sú umiestňované súkromne akreditovaným investorom namiesto ich verejnej ponuky vo veľkom počte. Tento typ cenných papierov nemusí byť registrovaný na burze cenných papierov, v prípade kapitálového trhu v USA nemusí byť registrovaný na SEC „*Securities and Exchange Commission*“. Tieto akcie sú emitované na neregistrovaných súkromných trhoch a predávajú sa so zrazenou cenou v podobe diskontu. Dôvodom na to je fakt, že majitelia tohto typu akcií ich nemôžu predať určitú dobu a musia počkať kým sa tieto akcie stanú obchodovateľné a teda likvidné, alebo musia splniť určité podmienky pre registráciu.

Existuje niekoľko spôsobov ako vedľa seba môžu existovať dva druhy akcií a to obchodovateľných a neobchodovateľných. Tieto spôsoby sú uvedené v publikácii [8]:

Prvým spôsobom je keď pri IPO nie sú registrované všetky akcie na verejnom trhu, iba určitá časť. Dôvodom na to je to, že majoritný akcionári si chcú ponechať kontrolný podiel

a chcú obmedziť neistotu spojenú so vstupom na trh. Druhým spôsobom je, že pri IPO sú už registrované všetky akcie ale niektoré sú označené ako „restricted stocks“ a teda ich nie je možné určitú dobu ďalej predať, resp. obchodovať. Ďalším spôsobom je emisia akcií pri akvizíciách, ktoré slúžia ako platba za

samotnú akvizíciu. Tieto akcie sú často neregistrované.

V nasledujúcej tabuľke sú uvedené rovnako ako pri predošlej metóde výsledky štúdií v USA, ktoré zhrnul vo svojej publikácii Pratt.

Tab. 3: Výsledky empirických štúdií „Restricted Stocks“

| Obdobie      | Štúdia                        | Počet transakcií | Priemerný diskont |
|--------------|-------------------------------|------------------|-------------------|
| 1/66 – 6/69  | SEC Institutional Investor    | 398              | 25,80%            |
| 1/68 – 12/70 | Milton Gelman                 | 89               | 33,00%            |
| 1/68 – 12/72 | Robert Trout                  | 60               | 33,50%            |
| 1-68 – 12/72 | Robert Moroney                | 148              | 35,60%            |
| 1/69 – 12/73 | Michael Maher                 | 33               | 35,40%            |
| 10/78 – 6/82 | Standard Research Consultants | 28               | 45,00%            |
| 1/81 – 12/88 | William Silber                | 69               | 33,80%            |
| 1/79 – 4/92  | FMW Opinions, Inc             | viac ako 100     | 23,00%            |
| 1/80 – 12/96 | Management Planning, Inc.     | 53               | 27,10%            |
| 1/91 – 12/95 | Bruce Johnson                 | 70               | 20,00%            |
| 1/96 – 4/97  | Columbia Financial Advisors   | 23               | 21,00%            |
| 5/97 – 12/98 | Columbia Financial Advisors   | 15               | 13,00%            |
| 1/90 – 12/95 | Bajaj, Denis, Ferris, Sarrin  | 88               | 22,21%            |

Zdroj:[8]

Tab. 4 Výsledky empirických štúdií „Restricted Stocks“

| Štúdia                | Obdobie   | Priemerný diskont |
|-----------------------|-----------|-------------------|
| SEC                   | 1966-1969 | 23%               |
| Gelman                | 1968-1970 | 33%               |
| Trout                 | 1968-1972 | 34%               |
| Maher                 | 1969-1973 | 35%               |
| Willamette Management | 1981-1984 | 31%               |
| Silber                | 1981-1988 | 34%               |
| Johnson               | 1991-1995 | 20%               |

Zdroj: [9]

Výsledky týchto štúdií sa pohybujú na úrovni priemerných hodnôt od 20 – 45%. Pre výsledky tejto metódy je charakteristický pomerne veľký rozptyl.

Aj keď výsledky empirických štúdií „Restricted Stocks“ zobrazené v tabuľkách majú informatívny charakter, poukazujú na veľké

rozptyly výsledkov. Výsledky štúdie SEC sa pohybujú v rozmedzí od -15% až 80%. Porovnávali hodnotu „restricted stocks“ s hodnotou identických akcií na otvorenom trhu. Výsledky štúdie Gelman pozostávajú z cien, ktoré zaplatili za „restricted stocks“ štyri uzavreté spoločnosti špecializujúce sa na investície do tohto typu cenných papierov.

Priemerná hodnota, rovnako ako medián má hodnotu 33%. Trout na základe regresného modelu, ktorý obsahoval 60 nákupných transakcií, zistil priemernú hodnotu 33,45%. Maher porovnával cenu „restricted stocks“ s trhovou cenou porovnateľnými akciami. Willamette identifikoval 33 transakcií kde by cena „restricted stocks“ mohla byť porovnateľná s cenou na trhu pre identické akcie bez obmedzeniev tej istej spoločnosti v tom istom čase. Priemerná hodnota bola 31,2%. Štúdia Silber analyzovala 69 miestnení kmeňových akcií verejne obchodovateľných spoločností a priemerná hodnota vyšla na 33,75%, čo je porovnateľné s predošlými štúdiami. Johnson skúmal 72 transakcií, kde analyzoval štyri faktory, ktoré môžu mať vplyv na veľkosť diskontu, a to pozitívny čistý zisk, objem predaja, hodnota transakcie a sila čistého zisku. [9]

Pravidlá pre emisiu a obchodovanie s „restricted stocks“ sa v priebehu rokov menili, s čím súviseli aj rôzne metodiky a rôzne výsledky štúdií. Táto metóda nám síce stanovila interval ale ten je ešte stále pomerne veľký na to, aby sme vedeli s určitou malou mierou nepresnosti stanoviť vhodný diskont za nízku likviditu.

#### 1.4 PRÍSTUP AKVIZIČNÝCH CIEN

Ocenenie porovnateľných spoločností je dôležitou technikou využívanou pri oceňovaní súkromných spoločností a súčasne je dôležité sledovať prirážku k diskontu za nízku likviditu aj z tejto perspektívy. Tento empirický prístup odhaduje prirážku za obmedzenú likviditu porovnávaním akvizičných cien verejne

a súkromne obchodovateľných spoločností. Prístup akvizície predstavuje nezávislé posúdenie hodnoty diskontu súkromnej spoločnosti. Táto metóda je metodicky najviac odlišná od predošlých metód. Je v celku náročná na získavanie vstupných údajov, no napriek tomu ňou boli dosiahnuté pomerne najlepšie výsledky. Jej princíp spočíva v tom, že sa na trhu určia súkromne obchodovateľné spoločnosti, u ktorých prebehla akvizícia za verejne známu cenu. K týmto jednotlivým spoločnostiam boli vyhľadane verejne obchodovateľné spoločnosti, u ktorých rovnako prebehli akvizície. Tieto spoločnosti sa nachádzali v rovnakom štáte, akvizície prebehli v rovnakom roku a pôsobili v rovnakom odvetví.

Koeplin, Sarin a Shapiro [4] skúmali celkovo 192 akvizícií súkromných spoločností v období od roku 1984 do roku 1998. Základom bola identifikácia verejne obchodovateľnej spoločnosti pre každú súkromnú spoločnosť. Celková skúmaná vzorka zahŕňala 84 akvizícií domácich súkromných spoločností v USA a 108 akvizícií zahraničných súkromných spoločností. Odhad diskontu za obmedzenú likviditu robili autori kalkuláciou pomeru hodnoty podniku k zisku, tržbám a trhovej hodnote, kde hodnota podniku je chápaná ako obstarávacia cena akvizície vynásobená počtom nesplatených akcií, plus účtovná hodnota pasív podniku [4]. Tieto pomerové ukazovatele boli následne porovnané pre akvizície súkromných a k nim priradených verejných spoločností. V tabuľke 6 a tabuľke 7 sú zhrnuté výsledky Koeplinovej štúdie, kde všeobecne platí, že súkromné spoločnosti sú kúpené s výrazným diskontom v porovnaní s verejnými spoločnosťami.

Tab. 6: Domáce transakcie (USA)

|                                       | Súkromné |        | Verejné |        | Prirážka k diskontu |          |
|---------------------------------------|----------|--------|---------|--------|---------------------|----------|
|                                       | Priemer  | Medián | Priemer | Medián | Priemer             | Medián   |
| Brutto hodnota podniku/EBIT           | 11,76    | 8,58   | 16,39   | 12,47  | 28,26***            | 30,62*** |
| Brutto hodnota podniku/EBITDA         | 8,08     | 6,98   | 10,15   | 8,53   | 20,39***            | 18,14*** |
| Brutto hodnota podniku/trhová hodnota | 2,35     | 1,85   | 2,86    | 1,73   | 17,81***            | -7,00    |
| Brutto hodnota podniku/tržby          | 1,35     | 1,13   | 1,32    | 1,14   | -2,28               | 0,79     |

Zdroj:[4]

Tab. 7: Zahraničné transakcie

|                                       | Súkromné |        | Verejné |        | Prirážka k diskontu |        |
|---------------------------------------|----------|--------|---------|--------|---------------------|--------|
|                                       | Priemer  | Medián | Priemer | Medián | Priemer             | Medián |
| Brutto hodnota podniku/EBIT           | 16,26    | 11,37  | 28,97   | 12,09  | 43,87***            | 5,96** |
| Brutto hodnota podniku/EBITDA         | 11,96    | 7,10   | 25,91   | 9,28   | 53,85**             | 23,49* |
| Brutto hodnota podniku/trhová hodnota | 2,41     | 1,35   | 3,70    | 1,68   | 34,86               | 19,64  |
| Brutto hodnota podniku/tržby          | 2,63     | 1,35   | 4,59    | 1,63   | 42,70               | 17,18  |

Zdroj:[4]

Tabuľka 6 zobrazuje výsledky štúdie pre domáce transakcie a tabuľka 7 výsledky pre zahraničné transakcie, kde všeobecne platí, že súkromné spoločnosti sú nakupované s výrazným diskontom v porovnaní s verejnými spoločnosťami. Pomerové ukazovatele verejných spoločností dosahujú vyššie hodnoty ako tie, ktoré prislúchajú spoločnostiam súkromným. Môžeme povedať, že zo zvolených pomerových ukazovateľov sú štatisticky najviac významné ukazovatele brutto hodnota podniku/EBIT a brutto hodnota podniku/EBITDA. V prípade tak domácich ako aj zahraničných transakcií je ukazovateľ brutto hodnota podniku/tržby štatisticky nevýznamný.

V praxi sa však stretávame aj s obmedzeniami využívania tohto prístupu. Jedným z nich je existencia rozdielov v charakteristikách získaných súkromných a verejných spoločností. Súkromné spoločnosti sú obvykle menšie no

zároveň vykazujú vyšší rast ziskov pred akvizíciou. Rozdiely v diskonte, ktoré boli zistené štúdiou, môžu byť teda spôsobené práve touto odlišnosťou. Keďže existuje možnosť, že rozdiely môžu byť spôsobené práve inými faktormi, odhady získane pomocou tohto prístupu by mali byť považované len za hornú hranicu diskontu. Právý diskont môže byť totižto značne nižší. [2]

## ZÁVER

Obchodovateľnosť aktív predstavuje mieru, ako môže byť dané aktívum prevedené na hotovosť rýchlo, bez vynaloženia vysokých transakčných nákladov, alebo cenových ústupkov. Čím je aktívum lepšie predajné, tým vyššia je cena, ktorú investor bude ochotný zaplatiť za dané aktívum.

V tomto článku sme poukázali na metódy, ktoré sú používané v praxi k odhadu diskontu za nízku likviditu. Súčasná prax rozoznáva tri rôzne metódy pre odhad tejto prirážky. IPO prístup odhaduje prirážku za obmedzenú likviditu porovnávaním cien aktív počas obdobia, v ktorom boli relatívne neobchodovateľné a počas obdobia, v ktorom už boli obchodovateľné. Ďalším prístupom sú akcie typu „restricted stocks“. Tento empirický prístup odhaduje diskont za obmedzenú likviditu porovnávaním dvoch nárokov na rovnakom podkladovom aktíve, v rovnakom čase, pričom jeden nárok je obchodovateľný a druhý nie je. Prístup akvizitných cien odhaduje prirážku za obmedzenú likviditu porovnávaním akvizitných cien verejne a súkromne obchodovateľných spoločností.

V súčasnosti sa už s výsledkami prvých dvoch metód nedá pracovať, keďže sú založené na výskumoch z rokov 1968 až 1995. Z dôvodu, že ide prevažne o staršie štúdie tak cieľom tejto publikácie bolo okrem priblíženia pôvodných štúdií identifikovať aktuálnejšie štúdie, prípadne metódy, ktoré by spoľahlivejšie definovali interval diskont za nízku likviditu vzhľadom na aktuálnu situáciu na kapitálových trhoch vo svete. Je to prístup akvizitných cien, kde ako uvádzame vyššie v článku, štatisticky najviac významné sú ukazovatele, takzvané multiplikátory brutto hodnota podniku/EBIT a brutto hodnota podniku/EBITDA.

Tento príspevok bol vypracovaný v rámci projektu VEGA č. 1/0519/12 „Poistenie podnikateľských subjektov ako nevyhnutná súčasť strategického riadenia v období dlhovej krízy“

## LITERATURA

- [1] ABRAMS, J. B. Discount for Lack of Marketability: A Theoretical Model. *Business Valuation Review*, 1994, roč. 13, č. 3, s. 132-139, ISSN 0897-1781.
- [2] BAJAJ, M. et al. Firm Value and Marketability Discounts. *Journal of Corporation Law*, 2001, roč. 27, č. 1, s. 89-115, ISSN 0360-795X.

- [3] CHAFFEE, III. D. B. Option Pricing as a Proxy for Discount for Lack of Marketability in Private Company Valuations. *Business Valuation Review*, 1993, roč. 12, č. 4, s. 182-188, ISSN 0897-1781.
- [4] KOEPLIN, J. et al. The Private Company Discount. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2000, roč. 12, č. 4, s. 94, ISSN 1745-6622.
- [6] MAŘÍK, M., a kol. *Metody oceňování podniku Proces ocenění – základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-32-3.
- [7] MAŘÍKOVÁ, P. a MAŘÍK, Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku. Praha: Oeconomica, 2007. ISBN 978-80-245-1242-6
- [8] PRATT, SHANNON P. *Business Valuation Discounts and Premiums*. New York: John Wiley and Sons Inc. 2001. ISBN 978-0470371480
- [9] PRATT, S.P. – NICULITA, A.V. *Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*. New York: The McGraw-Hill Companies, 2008. ISBN 978-0-07-144180-3
- [10] TABAK, D. I. A CAPM-Based Approach to Calculating Illiquidity Discounts [on-line]. New York : National Economic Research Associates, 2002. [cit. 2013-10-06]. Dostupné z: <[http://www.nera.com/Publication.asp?p\\_ID=1152](http://www.nera.com/Publication.asp?p_ID=1152)>.

## Autoři

### Ing. Stela Beslerová

Ekonomická univerzita v Bratislave  
Podnikovohospodárska fakulta so sídlom  
v Košiciach  
Katedra hospodárskej informatiky a matematiky  
stela.beslerová@euke.sk

### Ing. Juraj Tobák

Ekonomická univerzita v Bratislave  
Podnikovohospodárska fakulta so sídlom  
v Košiciach  
Katedra ekonomie  
juraj.tobak@euke.sk

### Ing. Petra Tutková

Ekonomická univerzita v Bratislave  
Podnikovohospodárska fakulta so sídlom  
v Košiciach  
Katedra manažmentu  
petra.tutkova@euke.sk

## DISCOUNT FOR ILLIQUIDITY

Stela Beslerová, Juraj Tobák, Petra Tutková

**Abstract:** In Slovakia and as well in Czech business environment, there are generally valued those companies that are not listed on a stock exchange or securities. In countries with developed capital market is in the valuation process used resolution of firms traded on the capital markets, so-called publicly-traded companies and enterprises which are not traded on the capital markets, so-called privately traded companies. It is logical that the valuation of equivalent publicly and privately traded firms using same methodology would result in the setting of equivalent value. To resolve this equivalent there is used discount for Illiquidity. The aim of this publication, in addition to the original studies presentation, is to identify more up to date studies, or methods that would define more reliable interval of discount for Illiquidity with respect to the present situation on the capital markets in the world.

**Key words:** Lack of marketability discount, Restricted stocks, Pre-IPO, Acquisition prices.

**JEL Classification:** G34