

Katarzyna Byrka-Kita

Technika składania (build-up approach) jako alternatywna metoda szacowania kosztu kapitału

Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 21, 165-175

2011

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

Katarzyna Byrka-Kita

TECHNIKA SKŁADANIA (*BUILD-UP APPROACH*) JAKO ALTERNATYWNA METODA SZACOWANIA KOSZTU KAPITAŁU

Znajomość kosztu kapitału jest niezbędna w sferze zarządzania inwestycjami, finansach przedsiębiorstw oraz w dziedzinie uregulowań prawnych¹. Niektórym z tych obszarów zastosowań przypisywane jest szczególne znaczenie. Należą do nich: wycena podmiotów gospodarczych, kwestie związane z regulacjami prawnymi, ocena i wybór projektów inwestycyjnych oraz analiza wartości dodanej akcjonariuszy (*shareholder value added analysis*). Pozornie koszt kapitału jako koncepcja teoretyczna wydaje się stosunkowo prosty, jednak w praktyce jego obliczenie jest skomplikowane. Jego poziom jest uzależniony od stóp zwrotu, których oczekują właściciele akcji i wierzyciele firmy, systemu podatkowego, a także od wielu innych warunków wynikających z otoczenia firmy. Należy tu podkreślić, że koszt kapitału firmy nie jest kosztem pozyskania gotówki. Jest to tak zwany koszt alternatywny, który jest równy całkowitemu zwrotowi, jakiego inwestorzy mogliby oczekiwać, gdyby zainwestowali w portfel akcji lub obligacji o porównywalnym ryzyku². Innymi słowy, koszt kapitału wynika z postrzeganej relacji między ryzykiem i zwrotem. Im bardziej ryzykowana działalność firmy, tym wyższa oczekiwana stopa zwrotu, czyli wyższy koszt kapitału. Mimo dużego znaczenia tego zagadnienia, z licznych

¹ C.W. Haley, L.D. Schall, *Problems With the Concept of Cost of Capital*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1978, No. 13, s. 847–870; E.F. Brigham, *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 1996, s. 186.

² S.D. Young, S.F. O’Byrne, *EVA and Value-Based Management*, McGraw-Hill, USA 2001, s. 162.

opracowań i praktyki wyceny wynika, że nie ma jednej, uniwersalnej metody określania kosztu kapitału.

Koszt kapitału oparty jest na stopach zwrotów oczekiwanych przez inwestorów z różnych rodzajów inwestycji. Stąd koszt kapitału własnego jest stopą dochodu wymaganą przez akcjonariuszy od kapitału akcyjnego. W przeciwieństwie do wypłat odsetek od obligacji lub dywidend od akcji uprzywilejowanych, dywidendy od akcji zwykłych nie są obowiązkowe, a ich wartość zależy od sytuacji finansowej emitenta. Koszt kapitału własnego jest więc abstrakcyjniejszy, ponieważ nie jest tak bezpośrednio obserwowany, jak wypłacane w postaci gotówki oprocentowanie długu. Jak wspomniano, jest on raczej kosztem alternatywnym równym całkowitemu zwrotowi, jakiego właściciele akcji mogliby się spodziewać z alternatywnych waloarów o porównywalnym ryzyku³. Ten element niepewności sprawia, że oszacowanie kosztu kapitału własnego jest trudniejsze niż oszacowanie kosztu kapitału obcego czy uprzywilejowanego.

Podjęwając decyzję o alokacji funduszy, inwestorzy mają dostęp do szerokiego spektrum inwestycji, od przyjmowanych umownie jako wolne od ryzyka obligacji rządowych, po papiery dłużne emitowane przez firmy, akcje uprzywilejowane, akcje zamienne, akcje instytucji venture capital, fundusze LBO oraz opcje na akcje. Akceptując wyższe ryzyko, oczekują wyższego dochodu. Powstaje pytanie, jak dużej rekompensaty w postaci zwrotu przekraczającego dochód generowany z obligacji rządowych będą wymagać inwestorzy, aby skompensować ponoszone przez nich ryzyko rynku akcji? Omawiana różnica nosi nazwę premii za ryzyko rynkowe (*equity risk premium*).

Z tymi samymi problemami mamy do czynienia w przypadku tak zwanych niepodzielonych zysków, czyli części bieżących zysków niewypłaconych w formie dywidendy i z tej przyczyny dostępnych do reinwestowania w przedsiębiorstwie w danym roku. Powodem, dla którego należy przypisać koszt kapitału niepodzielnym zyskom, jest zasada kosztu utraconych korzyści. Zyski firmy po opodatkowaniu należą formalnie do jej akcjonariuszy. Posiadacze obligacji otrzymują wynagrodzenie w formie odsetek, właściciele akcji uprzywilejowanych – dywidendy uprzywilejowanej, a zyski pozostałe po opłaceniu odsetek i dywidend uprzywilejowanych należą do zwykłych akcjonariuszy i są wynagrodzeniem za korzystanie z ich kapi-

³ A. Dulinić, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 68.

tału. Zarząd może zatrzymać zyski w celu reinwestowania ich w przedsiębiorstwie, albo wypłacić je w formie dywidend. Jeżeli zarząd zdecyduje się zatrzymać zyski, to pojawia się koszt utraconych korzyści – akcjonariusze mogliby dostać dywidendy i zainwestować pieniądze w inne akcje, obligacje itd. Firma musi więc zarobić na niepodzielonych zyskach co najmniej tyle, ile sami akcjonariusze mogliby zarobić na alternatywnych inwestycjach o porównywalnym ryzyku.

Tabela 1. Diagram przedstawiający proces szacowania kosztu kapitału własnego za pomocą metody składania

Etap I	Stopa wolna od ryzyka	Za stopę wolną od ryzyka w gospodarce amerykańskiej przyjmuje się stopę zwrotu z rządowych papierów wartościowych o terminie zapadalności 5, 20 lub 30 lat
Etap II	Premia z tytułu ryzyka (ryzyko systematyczne)	1. Premia z tytułu ryzyka wyznaczona na podstawie różnicy między stopą zwrotu z indeksu S&P 500 a stopą zwrotu z rządowych papierów wartościowych o terminie zapadalności 5, 20 lub 30 lat ⁴ 2. Zmniejszenie lub zwiększenie premii z tytułu ryzyka, które jest przeprowadzane za pomocą jednego (CAPM) lub więcej indeksów ryzyka (APM)
	Premia z tytułu wielkości	Korekta stopy dyskontowej z tytułu małej kapitalizacji odzwierciedlająca wyniki badań empirycznych, które dowiodły, że spółki nieznajdujące się w indeksie S&P 500 generują wyższe stopy zwrotu
Etap III	Ryzyko specyficzne	Wynik subiektywnej oceny analityka, która może być przeprowadzona na podstawie porównania wyników analizy wskaźnikowej wycenianej firmy ze średnimi branżowymi lub wskaźnikami charakteryzującymi wybrane firmy. Opinia analityka może również być rezultatem analizy czynników o charakterze jakościowym (np. kompetencje zarządu, pozycja konkurencyjna). Nie ma jednak żadnego ogólnie akceptowanego modelu lub zestawu formuł, które pozwalałyby przekształcić wynik tego typu analiz na możliwy do skwantyfikowania rezultat

Źródło: S.P. Pratt: *Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, Irwin, USA 1996, s. 165.

⁴ W literaturze proponowane jest również alternatywne podejście, polegające na wyznaczaniu premii *ex ante*. Zob. E.F. Fama, K.R. French, *The Equity Premium*, The Center for Research in Security Prices, Working Paper No. 522, www.papers.ssrn.com; J. Claus, J. Thomas, *Equity Premia as Low as Three Percent? Empirical Evidence from Analysts' Earnings Forecasts for Domestic and International Stock Markets*, www.papers.ssrn.com.

Na rynkach rozwiniętych najczęściej stosowane są następujące metody określenia kosztu kapitału własnego⁵:

- metoda składania – podejście oparte na składaniu poszczególnych elementów ryzyka,
- metoda CAPM – podejście oparte na jednoczynnikowym modelu wyceny,
- metoda APM – podejście oparte na wieloczynnikowym modelu wyceny,
- metoda DGM – podejście oparte na prognozie przyszłej dywidendy i stopy jej wzrostu.

Metoda składania jest modelem addytywnym, w którym oczekiwana stopa zwrotu z danego aktywu jest szacowana jako suma stopy wolnej od ryzyka i premii za możliwe do zidentyfikowania czynniki ryzyka. W praktyce najczęściej jest ona stosowana w odniesieniu do małych oraz średniej wielkości spółek, które nie są notowane na giełdzie. W obrębie tej techniki można wyróżnić trzy podstawowe etapy określania kosztu kapitału własnego.

Pierwszy etap: szacowanie stopy wolnej od ryzyka.

Ponieważ każda inwestycja powinna generować stopę zwrotu równą przynajmniej zwrotowi z aktywu wolnego od ryzyka, oszacowanie tego parametru powinno być punktem wyjścia. Za stopę wolną od ryzyka przyjmuje się oprocentowanie długoterminowych, rządowych papierów wartościowych. Dla właścicieli kapitału jest ono wynagrodzeniem za użyczenie środków pieniężnych i rekompensatą za zmniejszenie siły nabywczej pieniądza (inflację). Za ostateczną granicę stopy zwrotu w przypadku aktywów wolnych od ryzyka uznawane jest oprocentowanie krótkoterminowych papierów wartościowych emitowanych przez rząd. W przypadku szacowania kosztu kapitału własnego krótkoterminowe papiery wartościowe mają jednak istotną wadę – ich termin zapadalności nie pokrywa się z antycypowanym horyzontem inwestycyjnym inwestorów zainteresowanych inwestowaniem w instrumenty o charakterze udziałowym. Stopy zwrotu z krótkoterminowych papierów rządowych ulegają znacznie większym wahaniom niż te, które odnoszą się do instrumentów o dłuższym terminie zapadalności, a ich stopa zwrotu może nie odzwierciedlać długoterminowych oczekiwań inflacyjnych. Stąd większość analityków, szacując koszt kapitału własnego, przyjmuje stopę zwrotu z długoterminowych instrumentów dłuż-

⁵ D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999, s. 181.

nych emitowanych przez rząd. W gospodarce amerykańskiej są to 20-letnie obligacje skarbowe⁶.

Drugi etap: szacowanie premii z tytułu ryzyka oraz premii z tytułu wielkości.

Właściciele kapitału, inwestując w papiery wartościowe o charakterze udziałowym, ponoszą większe ryzyko, w zamian za co oczekują rekompensaty w postaci zwrotów wyższych od stopy wolnej od ryzyka. Ponieważ koszt kapitału to jedna z najważniejszych zmiennych w procesie wyceny, zarówno naukowcy jak i praktycy przeprowadzili bardzo wiele badań mających na celu skwantyfikowanie wpływu ryzyka na poziom stopy dyskontowej. W rezultacie oprócz stopy zwrotu wolnej od ryzyka wyodrębniono cztery składowe stopy dyskontowej⁷:

1. Podstawową premię z tytułu ryzyka, która jest wynagrodzeniem za tak zwane ryzyko systematyczne.
2. Zmniejszenie lub zwiększenie premii z tytułu ryzyka, które jest przeprowadzane za pomocą jednego lub więcej indeksów ryzyka. W modelu CAPM jest to beta (β) obrazująca zmienność zwrotów danej spółki w stosunku do zmian zwrotów z rynku. W modelu APM uwzględnia się większą liczbę czynników ryzyka (wrażliwość zwrotów na zmiany krótkoterminowej inflacji, długoterminowej inflacji, poziomu krótkoterminowych stóp procentowych, premii z tytułu ryzyka bankructwa, miesięcznego dochodu narodowego brutto)⁸. Zmiany przeprowadzane na tym etapie również dotyczą ryzyka systematycznego.
3. Korekta odzwierciedlająca premię z tytułu wielkości.
4. Pozostałe elementy stopy dyskontowej odzwierciedlające specyficzne ryzyko związane z daną inwestycją, których określenie opiera się na subiektywnej ocenie analityka.

W pierwszej części drugiego etapu jest jedynie wyznaczana i korygowana premia z tytułu ryzyka za pomocą jednego lub więcej indeksów ryzyka. Oba etapy (pierwszy i pierwsza część drugiego) są identyczne jak w modelu CAPM i APM. W drugiej części drugiego etapu przeprowadzana jest korekta odzwierciedlająca premię z tytułu wielkości. Ponieważ małe firmy są bardziej ryzykowne, inwestorzy oczekują, że będą generować wyższe zwroty, co przekłada się na wyższy koszt kapitału własnego.

⁶ S.P. Pratt, *op.cit.*, s. 163.

⁷ *Ibidem*, s. 164.

⁸ D. Zarzecki, *op.cit.*, s. 191.

W literaturze prezentowane są dwa sposoby uwzględniania premii z tytułu wielkości. Według jednego z nich część premii z tytułu wielkości powinna być uwzględniona w becie (β). Innymi słowy, ta część dodatkowych zwrotów generowanych przez spółki charakteryzujące się małą kapitalizacją, która może być wyjaśniona przez wyższy poziom charakteryzujących je indeksów ryzyka skorygowanych o premię z tytułu wielkości, nie jest uwzględniona w premii z tytułu wielkości. Zwolennicy drugiego podejścia uważają, że w metodzie składania powinno się stosować premię z tytułu wielkości w całości i nie korygować o nią bety. Premia z tytułu wielkości nieuwzględniona w becie jest obliczana przez odjęcie od średniej arytmetycznej stopy zwrotu z akcji dużej spółki średniej arytmetycznej stopy zwrotu z akcji małej spółki. Wyniki badań przeprowadzonych przez Ibbotson Associates na podstawie zrealizowanych zwrotów małych spółek przedstawiono w tabeli 2.

Tabela 2. Premia z tytułu ryzyka oszacowana w odniesieniu do bety skorygowanej o premię z tytułu wielkości oraz w odniesieniu do bety nieskorygowanej o premię z tytułu wielkości (1926–2002)

	Premia z tytułu ryzyka w przypadku bety skorygowanej o premię z tytułu wielkości (%)	Premia z tytułu ryzyka w przypadku bety nieskorygowanej o premię z tytułu wielkości (%)
Oczekiwana premia z tytułu wielkości dla spółek o średniej kapitalizacji (kapitalizacja: 4 200 mln–918 mln USD)	0,5	1,6
Oczekiwana premia z tytułu wielkości dla spółek o małej kapitalizacji (kapitalizacja: 918 mln–252 mln USD)	1,5	3,0
Oczekiwana premia z tytułu wielkości dla spółek o mikrokapitalizacji (kapitalizacja: poniżej 252 mln USD)	3,5	6,0

Źródło: *Stocks, Bonds, Bills and Inflation 2003 Yearbook, Valuation Edition, Ibbotson Associates, Chicago 2003, s. 38.*

Problem związany ze stosowaniem premii z tytułu ryzyka w odniesieniu do bety nieskorygowanej o premię z tytułu ryzyka wynika z przyjęcia założenia, że wy-

ceniana firma charakteryzuje się takim samym indeksem ryzyka, jak portfel małych spółek, na którego podstawie została oszacowana premia z tytułu wielkości. W ten sposób ignoruje się bardzo wiele informacji odnoszących się do rynkowych stóp zwrotu. Przede wszystkim poszczególne branże charakteryzują się odmiennymi poziomami ryzyka systematycznego. Na przykład, w gospodarce amerykańskiej spółki działające w sektorze usług zdrowotnych cechują się zazwyczaj niższym poziomem ryzyka systematycznego niż rynek jako całość. Ponieważ premia z tytułu wielkości oszacowana w odniesieniu do bety skorygowanej o premię z tytułu wielkości wyodrębnia dodatkowy zwrot wygenerowany na skutek niskiej kapitalizacji, może być stosowana bez przyjmowania dodatkowych założeń w stosunku do ryzyka systematycznego danej spółki. Bywają jednak okresy, w których rzeczywiste zwroty z małych spółek są niższe od zwrotów z rynku ogółem. Tak było w latach dziewięćdziesiątych XX wieku, kiedy to nastąpił bardzo dynamiczny wzrost wartości akcji spowodowany szczególnie dużą dynamiką cen spółek o największej kapitalizacji⁹. Na polskiej giełdzie również można zaobserwować tak zwany efekt dużych spółek¹⁰. Zarówno w długim, jak i w krótkim horyzoncie czasowym (1993–1998) najlepszą metodą osiągnięcia wysokich zysków było kupowanie akcji spółek o największej kapitalizacji. Porównanie rankingu spółek według wartości kapitalizacji rynkowej z odpowiednimi rankingami rentowności inwestycji w poszczególne akcje (zwrotów) – w zasadzie niezależnie od długości analizowanego okresu – wskazuje na bardzo ścisłą korelację między obydwoma rankingami. Zaobserwowane zjawiska nie zmieniają jednak oczekiwań rynku w stosunku do stopy zwrotu, inwestorzy postrzegają małe spółki jako bardziej ryzykowne i w związku z tym oczekują premii z tytułu wielkości.

Trzeci etap: przeprowadzenie korekty uwzględniającej pozostałe elementy stopy dyskontowej.

Przeprowadzono wiele badań empirycznych mających na celu skwantyfikowanie wpływu premii za ryzyko rynkowe, indeksu ryzyka oraz premii z tytułu wielkości na poziom stopy dyskontowej. Pomimo braku zgody co do wyboru najlepszej metody, poszczególne techniki zostały opisane w teorii oraz przetestowane na da-

⁹ *Ibidem*, s. 182.

¹⁰ D. Zarzecki, K. Byrka, K. Kozłowska-Nalewaj, *Relationship between P/E Ratio, P/BV Ratio and Market Capitalization and Common Stock Returns. The Evidence for the Warsaw Stock Exchange*, międzynarodowa konferencja Emerging Economies. Program and Book of Abstracts, Academy of Business and Administrative Sciences, Budapeszt 1998, s. 80.

nych empirycznych. Jeśli natomiast chodzi o ostatni składnik stopy dyskontowej, czyli pozostałe elementy stopy dyskontowej odzwierciedlające specyficzne ryzyko związane z daną inwestycją, nie opracowano żadnej metody o charakterze analitycznym, a ich określenie opiera się na subiektywnej ocenie analityka¹¹. Szacując premię z tytułu specyficznych czynników ryzyka, analityk powinien wziąć pod uwagę między innymi następujące czynniki¹²:

- a) branżę, w której działa wyceniana firma;
- b) ryzyko finansowe (dźwignię finansową i wskaźniki pokrycia odsetek zyskiem, wskaźnik zadłużenia globalnego, wskaźniki płynności);
- c) stopień zdywersyfikowania działalności (różnorodność rodzajów działalności, rozmieszczenie terytorialne, różnorodność rynków zbytu, stopień uzależnienia od dostawców i odbiorców);
- d) inne charakterystyki operacyjne (kompetencje zarządu, kwalifikacje kadry, siłę i aktywność związków zawodowych).

Ibbotson Associates wymieniają również udział w strukturze własności. Należałoby postawić pytanie: czy posiadanie przez spółkę udziałowca większościowego zmniejsza, czy zwiększa ryzyko biznesu? W większości przypadków charakterystyka ta nie ma wpływu na ryzyko. W niektórych przypadkach właściciel dysponujący pakietem kontrolnym ma jednak znaczny wpływ na podejmowanie decyzji, które oddziałują na ryzyko biznesu. Jak już stwierdzono, skwantyfikowanie premii za ryzyko związane z tym czynnikiem nie jest łatwe i ma charakter subiektywny. W literaturze proponowane są dwa podejścia do oszacowania specyficznych elementów stopy dyskontowej¹³:

1. Porównanie badanej spółki z uśrednionym „przedstawicielem rynku”, za który przyjmuje się najwierniej opisujący cały rynek indeks giełdowy danego kraju. W Polsce rolę tę odgrywa WIG oraz WIG20 (duże spółki), MIDWIG (spółki średniej wielkości) i WIRR (małe spółki). Przeprowadzenie tych porównań jest jednak skomplikowane, ponieważ analizowana

¹¹ J.R. Hitchner, *Financial Valuation: Applications and Models*, John Wiley & Sons, USA 2003, s. 147.

¹² J.E. Fishman, S.P. Pratt, J.C. Griffith, D.K. Wilson, S.L. Meltzer, R.W. Hampton, *Guide to Business Valuations*. Vol. 1, second edit., Practicioners Publishing

¹³ D. Zarzecki, *op.cit.*, s. 183.

spółka jest odnoszona do nierzeczywistego podmiotu. W związku z tym rezultat dokonanych korekt jest niezwykle dyskusyjny.

2. Porównywanie spółki z wyselekcjonowanym, typowym przedstawicielem branży, za który można uznać konkretną firmę lub odpowiedni indeks branżowy. W rezultacie przeprowadzonych badań zaobserwowanych odchyleń takich wskaźników, jak rotacja zapasów, cykl regulowania należności, sprzedaż na jednego zatrudnionego itp., podejmowane są decyzje dotyczące dodatkowego zwiększenia lub zmniejszenia stopy dyskontowej.

Określenie premii z tytułu specyficznych elementów stopy dyskontowej zamyka proces szacowania kosztu kapitału za pomocą metody składania. Jest to metoda w dużym stopniu oparta na doświadczeniu, wiedzy oraz subiektywnej ocenie analityka, który powinien zbadać specyfikę wycenianej firmy i porównać ją z rynkiem jako całością oraz z innymi spółkami działającymi w tej samej branży.

Pewną odmianą metody składania jest procedura zaproponowana przez J.H. Schilta, znanego eksperta zajmującego się wyceną spółek¹⁴. Opierając się na swoich zawodowych doświadczeniach w dziedzinie wyceny oraz analizy finansowej, J.H. Schilt zaproponował w odniesieniu do spółek, których akcje nie znajdują się w obrocie publicznym, skalę premii za ryzyko (w tym ujęciu premia za ryzyko odzwierciedla zarówno ryzyko systematyczne, jak i specyficzne). Z tabeli 3 wynika, że skala ta zawiera pięć kategorii ryzyka. Wyceniana spółka jest klasyfikowana do odpowiedniej kategorii na podstawie przedstawionego opisu. Wyboru właściwej stopy dyskontowej z zaproponowanego zakresu dokonuje wyceniający na podstawie przeprowadzonej analizy spółki i subiektywnej oceny. Następnie premia za ryzyko przyjęta na podstawie zaproponowanej skali jest dodawana do stopy wolnej od ryzyka i w ten sposób zostaje oszacowany koszt kapitału własnego.

R.A. Knight stwierdza, że w małych, nienotowanych firmach nie można stosować żadnych standardowych skal ryzyka, ponieważ tego typu biznesy mocno się od siebie różnią, nawet w obrębie jednej branży. Co więcej, premia za ryzyko będzie podlegać dużym fluktuacjom z roku na rok w zależności od warunków makroekonomicznych. W procesie szacowania kosztu kapitału dla tego typu podmiotów za najważniejsze można jednak uznać: 1) charakter danego biznesu; 2) ryzyko związane

¹⁴ R. Swad, *Discount and Capitalization Rates in Business Valuations*, „The CPA Journal, USA” 1994, October, s. 40–45.

z prowadzeniem danej działalności; 3) stabilność lub brak stabilności generowanych dochodów¹⁵.

Tabela 3. Skala premii za ryzyko

Kategoria ryzyka	Opis	Premia za ryzyko (%)
Pierwsza	Firma charakteryzująca się ustaloną reputacją, dobrą pozycją w branży, stabilnymi źródłami finansowania, wykwalifikowaną i doświadczoną kadrą zarządzającą oraz dochodami, które nie podlegały znacznym fluktuacjom w przeszłości. Ponadto przyszłość danej spółki jest w dużym stopniu przewidywalna	6–10
Druga	Firma charakteryzująca się ustaloną reputacją, stabilnymi źródłami finansowania, wykwalifikowaną i doświadczoną kadrą zarządzającą oraz dochodami, które nie podlegały znacznym fluktuacjom w przeszłości. Spółka funkcjonuje jednak w bardziej konkurencyjnej branży, a jej przyszłość jest tylko do pewnego stopnia przewidywalna	11–15
Trzecia	Firma funkcjonująca w bardzo konkurencyjnej branży, charakteryzująca się niskimi barierami wejścia w sferze środków finansowych. Zarząd nie ma wysokich kwalifikacji i dużego doświadczenia. Ryzyko jest oceniane jako wysokie, lecz jej historyczne wyniki finansowe są dobre	16–20
Czwarta	1. Mała firma, której funkcjonowanie jest uzależnione od szczególnych umiejętności jednej lub dwóch osób 2. Większa firma charakteryzująca się ustaloną w branży reputacją, której działalność jest z natury rzeczy w dużym stopniu sezonowa W obydwu przypadkach przyszłe dochody mogą w znacznym stopniu odbiegać od projekcji finansowych	21–25
Pięta	Mała, jednoosobowa firma, działająca z natury w sektorze usług, w której transfer dochodu jest wątpliwy	25–30

Źródło: J.H. Schilt, *Selection of Capitalization Rates Revisited*, „Business Valuation Review” 1991, June, s. 51–52.

Podsumowując, można stwierdzić, że metoda składania niezależnie od zastosowanej odmiany krytykowana jest przede wszystkim dlatego, iż nie tworzy pewnej całości i nie można mówić o ogólnie przyjętej zasadzie postępowania. Jest to przyczyną dużych rozbieżności w szacunkach poziomu stopy dyskontowej. Stosowanie jej jest zalecane przede wszystkim do wyceny mniejszych, nienotowanych firm.

¹⁵ R.A. Knight: *Three Key Methods for Valuing Profitable Closely Held Companies*, „Journal of Corporate Accounting and Finance” 1993, Autumn, s. 87.

BUILD-UP APPROACH AS AN ALTERNATIVE METHOD OF COST OF CAPITAL VALUATION

Summary

From the analysts' of investors' point of view the model for the cost of equity estimation should be widely accepted, accurate, easy to use and should generate the results which are relatively stable. With reference to these criterions build-up approach meets two of them – it is widely accepted method and its application is relatively simple. At the same time build-up approach fails as far as stability and accuracy is concerned and furthermore is criticized regardless which variant is applied. Academics emphasize that from the theoretical point of view it does not produce a self-contained whole and it can't be treated as a general rule. As a result there are huge differences in estimates obtained in this way. However it should be emphasized that all of the models are just a simplification of the reality. Nevertheless the build-up approach should be applied in case of small firms which are not publicly traded.

Translated by Katarzyna Byrka-Kita