

Katarzyna Byrka-Kita

SZACOWANIE KOSZTU KAPITAŁU WŁASNEGO ZA POMOCĄ TECHNIKI SKŁADANIA (*BUILD-UP APPROACH*)

Zarówno w teorii jak i praktyce powszechnie podzielany jest pogląd o kluczowym znaczeniu kosztu kapitału w szacowaniu wartości firmy za pomocą metod dochodowych. Metoda wyznaczania kosztu kapitału w znacznej mierze determinuje wynik wyceny, a więc w konsekwencji również podejmowane na tej podstawie decyzje. Oprócz tego w praktyce koszt kapitału jest używany jako stopa progowa do oceny nowych projektów lub stopa opłacenia kapitału w obliczeniach ekonomicznej wartości dodanej oraz jako baza odniesienia w ocenie stóp zwrotu z zaangażowanego kapitału. Należy 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, jeżeli zainwestują w portfel akcji lub obligacji o porównywalnym ryzyku¹. Innymi słowy, koszt kapitału wynika z postrzeganej relacji między ryzykiem i zwrotem. Im bardziej ryzykowna działalność firmy, tym wyższa oczekiwana stopa zwrotu, czyli wyższy koszt kapitału. Mimo dużego znaczenia tego zagadnienia z licznych 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 emiten-

¹ S.D. Young, S.F. O'Byrne, *EVA and Value-Based Management*, McGraw-Hill, USA 2001, s. 162.

ta. Koszt kapitału własnego jest więc bardziej abstrakcyjny, 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 ryzyku². Ten element niepewności sprawia, że oszacowanie kosztu kapitału własnego jest trudniejsze niż oszacowanie kosztu kapitału obcego czy uprzywilejowanego.

Podjmując decyzję o alokacji funduszy, inwestorzy mają dostęp do szerokiego spektrum inwestycji, od przyjmowanych umownie jako wolnych od ryzyka obligacji rządowych, po papiery dłużne emitowane przez firmy, akcje uprzywilejowane, akcje zamienne, akcje instytucji *venture capital*, fundusze LBO i 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 kapitału. 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.

² A. Dulinić, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 68.

Na rynkach rozwiniętych najczęściej stosowane są następujące metody określenia kosztu kapitału własnego³:

- 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 małych i średnich spółkach, które nie są notowane na giełdzie. W obrębie tej techniki można wyróżnić trzy podstawowe etapy określania kosztu kapitału własnego.

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)	<ol style="list-style-type: none"> 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 lat⁴ 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, które nie znalazły się w indeksie S & P 500, generują wyższe stopy zwrotu

³ D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999, s. 181.

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.

cd. tabeli 1

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 ogólnie akceptowanego modelu lub zestawu formuł, który pozwalałby 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.

Pierwszy etap. Szacowanie stopy wolnej od ryzyka.

Ponieważ każda inwestycja powinna generować stopę zwrotu równą przynajmniej zwrotowi z aktywów wolnych od ryzyka, punktem wyjścia powinno być oszacowanie tego parametru. 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. Szacując koszt kapitału własnego, trzeba pamiętać, że krótkoterminowe papiery wartościowe mają 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 odnoszące się do instrumentów o dłuższym terminie zapadalności, a ich stopa zwrotu może nie odzwierciedlać długoterminowych oczekiwań inflacyjnych. Większość analityków do szacowania kosztu kapitału własnego przyjmuje stopę zwrotu z długoterminowych instrumentów dłużnych emitowanych przez rząd. W gospodarce amerykańskiej są to 20-letnie obligacje skarbowe⁵.

⁵ S.P. Pratt, *op.cit.*, s. 163.

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 niż stopa wolna 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 dyskontowej⁶:

- a) podstawowa premia z tytułu ryzyka, która stanowi wynagrodzenie za tak zwane ryzyko systematyczne;
- b) 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)⁷; zmiany przeprowadzane na tym etapie również dotyczą ryzyka systematycznego;
- c) korekta odzwierciedlająca premię z tytułu wielkości;
- d) pozostałe elementy stopy dyskontowej odzwierciedlające specyficzne ryzyko związane z daną inwestycją, których określenie opiera się na subiektywnej ocenie analityka.

W pierwszej części drugiego etapu następuje jedynie wyznaczenie i korekta premii z tytułu ryzyka za pomocą jednego lub więcej indeksów ryzyka. Oba etapy (pierwszy i pierwsza część drugiego) są identyczne jak w modelach CAPM i APM. Następnie 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. W literaturze prezentowane są dwa sposoby uwzględniania premii z tytułu wielkości. Zgodnie z jednym z nich, część premii z tytułu wielkości powin-

⁶ *Ibidem*, s. 164.

⁷ D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999, s. 191.

na zostać 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 w oparciu o zrealizowane zwroty 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 nieskorygo- wanej 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 mikro-kapitalizacji (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 za ryzyko w odniesieniu do bety nieskorygowanej o premię za ryzyko wynika z przyjęcia założenia, że wyceniana firma charakteryzuje się takim samym indeksem ryzyka, jak portfel małych spółek, na którego podstawie oszacowana została premia z tytułu wielkości. W ten sposób

zostaje zignorowanych 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 ubiegłego wieku, gdy nastąpił bardzo dynamiczny wzrost wartości akcji spowodowany szczególnie dużą dynamiką cen spółek o największej kapitalizacji⁸. Na polskiej giełdzie również można zaobserwować tak zwany efekt dużych spółek⁹. 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.

W sferze premii za ryzyko rynkowe, indeksu ryzyka oraz premii z tytułu wielkości przeprowadzono wiele badań empirycznych, mających na celu skwantyfikowanie wpływu każdej z wymienionych kategorii na poziom stopy dyskontowej. Pomimo braku zgody w sprawie wyboru najlepszej metody, poszczególne techniki zostały opisane w teorii oraz przetestowane na danych empirycznych. Dla ostatniego składnika stopy dyskontowej, czyli pozostałych elementów stopy dyskontowej od-

⁸ *Ibidem*, s. 182.

⁹ 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, Budapest 1998, s. 80.

zwierciedlających specyficzne ryzyko związane z daną inwestycją, nie została opracowana żadna metoda o charakterze analitycznym, a jego określenie opiera się na subiektywnej ocenie analityka¹⁰. Szacując premię z tytułu specyficznych czynników ryzyka, analityk powinien wziąć pod uwagę między innymi następujące czynniki¹¹:

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

Ibbotson Associates wymienia również taki czynnik, jak udział w strukturze własności. Należałoby postawić pytanie: czy posiadanie przez spółkę udziałowca większościowego zmniejsza, czy zwiększa ryzyko biznesu? W większości przypadków omawiana charakterystyka nie ma wpływu na ryzyko, lecz w niektórych przypadkach właściciel dysponujący pakietem kontrolnym ma duży 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 dyskontowej¹²:

- a) porównanie badanej spółki z uśrednionym „przedstawicielem rynku”, za który przyjmuje się najwierniej opisujący cały rynek indeks giełdowy danego kraju; w Polsce rolę tę odgrywają: WIG, WIG20 (duże spółki), MIDWIG (spółki średniej wielkości) i WIRR (małe spółki); przeprowadzenie tych porównań jest jednak skomplikowane, ponieważ analizowana spółka jest odnoszona do nierzeczywistego podmiotu, zatem rezultat dokonanych korekt jest niezwykle dyskusyjny;

¹⁰ J.R. Hitchner, *Financial Valuation: Applications and Models*, John Wiley & Sons, USA 2003, s. 147.

¹¹ 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 Edition, Practicioners Publishing, Fort Worth 1992, s. 510–514.

¹² D. Zarzecki, *op.cit.*, s. 183.

- b) porównywanie spółki z wyselekcjonowanym typowym przedstawicielem branży, za który można uznać konkretną firmę lub odpowiedni indeks branżowy; z badań nad zaobserwowanymi odchyleniami takich wskaźników, jak rotacja zapasów, cykl regulowania należności, sprzedaż na jednego zatrudnionego itp., wynika, że 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 innymi spółkami działającymi w tej samej branży.

Pewną odmianę metody składania jest procedura zaproponowana przez J.H. Schilta, znanego eksperta zajmującego się wyceną spółek¹³. Opierając się na swoich zawodowych doświadczeniach w dziedzinie wyceny oraz analizy finansowej, J.H. Schilt zaproponował spółkom, 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). W tabeli 3 przedstawiono 5 kategorii ryzyka. Wyceniana spółka jest klasyfikowana do odpowiedniej kategorii na podstawie przedstawionego opisu. Wyboru właściwej stopy dyskontowej spośród zaproponowanych dokonuje wyceniający na podstawie przeprowadzonej analizy spółki i subiektywnej oceny. Następnie premia za ryzyko przyjęta na podstawie zaproponowanej skali zostaje dodana do stopy wolnej od ryzyka i w ten sposób szacuje się koszt kapitału własnego.

Tabela 3. Skala premii za ryzyko

Kategoria	Opis	Premia za ryzyko (%)
1	2	3
1	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

¹³ R. Swad, *Discount and Capitalization Rates in Business Valuations*, „The CPA Journal” 1994, October, s. 40–45.

1	2	3
2	Firma charakteryzująca się ustaloną reputacją, stabilnymi źródłami finansowania, wykwalifikowaną i doświadczoną kadram zarządzającą oraz dochodami, które nie podlegały znacznym fluktuacjom w przeszłości. Dana spółka funkcjonuje jednak w bardziej konkurencyjnej branży, a jej przyszłość jest jedynie do pewnego stopnia przewidywalna	11–15
3	Firma funkcjonująca w bardzo konkurencyjnej branży, charakteryzująca się niskimi barierami wejścia, w sferze środków finansowych. Zarząd nie ma ani wysokich kwalifikacji, ani dużego doświadczenia. Ryzyko jest oceniane jako wysokie, choć jej historyczne wyniki finansowe są dobre	16–20
4	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 znaczącym stopniu odbiegać od projekcji finansowych	21–25
5	Mała, jednoosobowa firma działająca z natury w sektorze usług, w której przypadku transfer dochodu jest wątpliwy	25–30

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

R.A. Knight stwierdza, że w małych nienotowanych firmach nie można stosować żadnych standardowych skali ryzyka, ponieważ tego typu firmy znacząco się od siebie różnią, nawet w obrębie jednej branży. Co więcej, premia za ryzyko będzie podlegać znacznym fluktuacjom z roku na rok w zależności od warunków makroekonomicznych. W procesie szacowania kosztu kapitału w tego typu podmiotach za najbardziej istotne można uznać następujące czynniki: 1) charakter danego biznesu; 2) ryzyko związane z prowadzeniem danej działalności; 3) stabilność lub brak stabilności generowanych dochodów¹⁴.

Podsumowując, można stwierdzić, że metoda składania niezależnie od zastosowanej odmiany jest krytykowana przede wszystkim dlatego, że nie tworzy pewnej całości i nie można tu mówić o ogólnie przyjętej zasadzie postępowania. Jest to przyczyną dużych rozbieżności w szacunkach poziomu stopy dyskontowej. Jej

¹⁴ R.A. Knight, *Three Key Methods for Valuing Profitable Closely Held Companies*, „Journal of Corporate Accounting and Finance” 1993, Autumn, s. 87.

stosowanie jest zalecane przede wszystkim do wyceny mniejszych, nienotowanych firm.

BUILD-UP APPROACH AS A COST OF CAPITAL VALUATION METHOD

Summary

The concept of the cost of capital historically has served three purposes: as an investment decision criterion, as a hurdle rate in capital budgeting and as a link between financial and investment decisions. At the time being the scope of the cost of capital application is substantially wider because the competence in this area is necessary in the process of firms' valuations which are conducted for various reasons (buy and sell transactions, restructuring, taxes). In the article there was presented a build-up approach as a method to derive discount rates. This approach uses a series of factors taken from four basic categories to rate various operating attributes of the subject entity: competition, financial strength, management ability and depth and finally profitability and stability of earnings.

Translated by Katarzyna Byrka-Kita

Michał Grudziński

CHARAKTERYSTYKA SPOSOBÓW POZYSKIWANIA ŚRODKÓW FINANSOWYCH OD PODMIOTÓW SEKTORA BANKOWEGO

Wstęp

Przedsiębiorstwo do sprawnego prowadzenia działalności gospodarczej potrzebuje określonych zasobów. Dzieli się je na trzy podstawowe kategorie: praca, kapitał i ziemia. Zapotrzebowanie firm na finansowanie działalności dotyczy drugiego z wymienionych zasobów – kapitału. Potrzeby te ogólnie można podzielić na związane z bieżącym funkcjonowaniem firmy i inwestycyjne. Powinny one służyć do osiągnięcia nadrzędnego celu prowadzenia działalności gospodarczej, jakim jest maksymalizacja wartości firmy. W finansowaniu działalności gospodarczej istotne znaczenie mają środki finansowe pochodzące z sektora bankowego, który w obecnej formie zaczął rozwijać się w Polsce na początku lat dziewięćdziesiątych ubiegłego wieku. Blisko dwadzieścia lat funkcjonowania sektora bankowego w Polsce zaowocowało powstaniem wielu produktów bankowych, które w coraz większym stopniu odpowiadają na potrzeby przedsiębiorstw. Celem artykułu jest przedstawienie wybranych produktów finansowych, pozwalających przedsiębiorstwom na pozyskanie środków finansowych z sektora bankowego.

1. Prawne uwarunkowania działalności banków

Zasady prowadzenia działalności bankowej, tworzenia i organizacji banków, oddziałów i przedstawicielstw banków zagranicznych, a także oddziałów instytucji kredytowych określa w Polsce ustawa Prawo bankowe. W artykule 5 tej ustawy wśród wielu czynności właściwych bankom wyróżniono między innymi:

- udzielanie kredytów,
- udzielanie i potwierdzanie gwarancji bankowych oraz otwieranie i potwierdzanie akredytyw,
- udzielanie pożyczek pieniężnych,
- operacje czekowe i wekslowe oraz operacje, których przedmiotem są warianty,
- udzielanie i potwierdzanie poręczeń.

Wymienione czynności mogą być wykonywane wyłącznie przez banki, oddziały banków zagranicznych, oddziały instytucji kredytowych lub inne jednostki organizacyjne uprawnione do tego na podstawie odrębnej ustawy. Zgodnie z obowiązującymi przepisami, jednostkami organizacyjnymi uprawnionymi do udzielania kredytów są także Spółdzielcze Kasy Oszczędnościowo-Kredytowe¹.

2. Istota i rodzaje kredytów bankowych

Kredyt bankowy jest zawartą w formie pisemnej umową między bankiem a kredytobiorcą. W polskim prawodawstwie pojęcie umowa kredytu bankowego zdefiniowane zostało w ustawie Prawo bankowe. Zgodnie z art. 69 ust. 1 tej ustawy „przez umowę kredytu bank zobowiązuje się oddać do dyspozycji kredytobiorcy na czas oznaczony w umowie kwotę środków pieniężnych z przeznaczeniem na ustalony cel, a kredytobiorca zobowiązuje się do korzystania z niej na warunkach określonych w umowie, zwrotu kwoty wykorzystanego kredytu wraz z odsetkami w oznaczonych terminach spłaty oraz zapłaty prowizji od udzielonego kredytu”².

¹ I. Próchnicka-Grabias, A. Szelągowska, *Finansowanie działalności gospodarczej w Polsce*, CeDeWu.pl, Warszawa 2006, s. 14.

² Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 roku Prawo bankowe, DzU 1997, nr 140, poz. 939, z późn. zm.

Kredyty bankowe służyć mogą zarówno finansowaniu działalności bieżącej przedsiębiorstwa jak i finansowaniu jego działalności inwestycyjnej. Biorąc pod uwagę to kryterium, można wyróżnić dwie podstawowe grupy kredytów:

- a) kredyty obrotowe, które służą do finansowania bieżącej działalności gospodarczej przedsiębiorstwa, najczęściej mające charakter krótkoterminowy;
- b) kredyty inwestycyjne, które mają charakter długoterminowy i są wykorzystywane do finansowania rzeczowych przedsięwzięć inwestycyjnych³.

W literaturze niektórzy autorzy wyróżniają także trzecią grupę kredytów – kredyty wekslowe, które podobnie jak kredyty obrotowe służą przede wszystkim do finansowania działalności bieżącej przedsiębiorstwa⁴. Najczęściej spotykane rodzaje kredytów bankowych przedstawiono w tabeli 1.

Tabela 1. Rodzaje kredytów bankowych

Rodzaj kredytu	Grupa kredytów	Przeznaczenie	Okres kredytowania	Warunki uzyskania
1	2	3	4	5
Kredyt w rachunku bieżącym	kredyty obrotowe	finansowanie działalności bieżącej	do 12 miesięcy	posiadanie przez określony czas rachunku bankowego
Kredyt w rachunku kredytowym, w tym:				
– kredyt płatniczy	kredyty obrotowe	finansowanie działalności bieżącej	do 30 dni	wysokość średniomiesięcznych wpływów środków pieniężnych na rachunek bieżący w okresie 6 miesięcy
– kredyt rewolwingowy	kredyty obrotowe	finansowanie działalności bieżącej	do 3 kwartałów	–
Kredyt dyskontowy	kredyty wekslowe	finansowanie działalności bieżącej	do 12 miesięcy	–

³ J. Bednarz, E. Gostomski, *Finansowanie działalności gospodarczej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2006, s. 60.

⁴ R. Jagiełło, *Bankowość korporacyjna w Polsce*, „Bank i Kredyt” 2005, nr 6, s. 14.

1	2	3	4	5
Kredyt akceptacyjny	kredyty wekslowe	finansowanie działalności bieżącej	do 12 miesięcy	–
Kredyt inwestycyjny	–	finansowanie nakładów inwestycyjnych	powyżej 12 miesięcy	udział własny przedsiębiorstwa w finansowaniu przedsięwzięcia inwestycyjnego

Źródło: opracowanie własne.

Kredyt w rachunku bieżącym zwiększa saldo debetowe rachunku bieżącego przedsiębiorstwa do określonego umową kredytową limitu. Umowa ta upoważnia kredytobiorcę do wydawania zleceń płatniczych, które bank zobowiązuje się wykonać do wysokości przyznanego kredytu. Rachunek bieżący pełni od tego momentu podwójną funkcję, zarówno rachunku rozliczeniowego, jak i rachunku kredytowego. Dopóki przedsiębiorstwo posiada własne środki finansowe na rachunku, dopóty wszelkie wypłaty zmniejszają stan posiadania tych środków i dopiero, gdy wyczerpią się one całkowicie, zostanie uruchomiony kredyt. Wysokość kredytu w rachunku bieżącym jest ustalana indywidualnie, w zależności od potrzeb oraz wysokości i częstotliwości obrotów na rachunku bieżącym kredytobiorcy. Kredyt ten ma charakter odnawialny, co oznacza, że wszelkie wpływy na rachunek zmniejszają automatycznie wysokość wykorzystanego kredytu. W praktyce jest używany techniczny termin bankowy „wolna marża kredytowa”, oznaczający różnicę między kwotą przyznanego kredytu a kwotą faktycznego zadłużenia, czyli salda debetowego tego rachunku⁵.

Kredyt w rachunku bieżącym przeznaczony jest przede wszystkim do pokrycia bieżących zobowiązań, na które chwilowo brakuje własnych środków finansowych. Kredyt ten służy więc przedsiębiorstwom do zapewnienia bieżącej płynności finansowej. Z punktu widzenia kredytobiorcy niewątpliwą zaletą kredytu w rachunku bieżącym jest szybki dostęp do przyznanego środków pieniężnych oraz możliwość elastycznego wykorzystywania przyznanego limitu w zależności od aktualnej sytuacji płatniczej. Największą wadą tego kredytu jest oprocentowanie, które znacznie

⁵ J. Bednarz, E. Gostomski, *op.cit.*, s. 58–59.

przewyższa przeciętne oprocentowanie zwykłych kredytów gospodarczych przyznanych na taki sam okres⁶.

Kredyt w rachunku kredytowym udzielany jest w specjalnie w tym celu utworzonym rachunku kredytowym, w którym bank pozostawia do dyspozycji kredytobiorcy przewidziane w umowie kredytowej środki finansowe. Dokonywanie operacji między rachunkiem bieżącym a kredytowym wymaga oddzielnych dyspozycji i przebiegowań. Dzięki temu bank może lepiej kontrolować sposób wykorzystania i spłaty kredytu. Udostępnienie kwoty kredytu może nastąpić albo jako jednorazowe postawienie do dyspozycji kredytobiorcy całej kwoty albo przez sukcesywne przekazywanie jej części w kolejnych transzach. Kredyt może być również spłacony na dwa sposoby: albo w ratach, albo jednorazowo na koniec okresu kredytowania. Warunki udostępnienia i spłaty przyznanego kredytu ustalane są dla każdego klienta indywidualnie⁷. Kredyt w rachunku kredytowym może być zarówno odnawialny jak i nieodnawialny. Kredyt odnawialny zbliżony jest do kredytu w rachunku bieżącym, z tą jednak różnicą, że kredytobiorca musi dokonywać spłat na rachunek kredytowy. Kredyt nieodnawialny udzielany jest do wysokości przyznanego limitu, a dokonywane spłaty nie powodują jego odnowienia. W praktyce gospodarczej kredyt w rachunku kredytowym ma różne odmiany. Najczęściej spotyka się kredyt docelowy, kredyt kasowy, kredyt na pokrycie wymagalnych zobowiązań, kredyt sezonowy, kredyt w formie linii kredytowej, kredyt płatniczy, kredyt rewolwingowy (odnawialny)⁸.

Kredyt inwestycyjny jest kredytem długoterminowym, udzielanym na sfinansowanie wydatków inwestycyjnych związanych z prowadzeniem oraz rozwojem działalności gospodarczej. Jest wykorzystywany do sfinansowania przedsięwzięć inwestycyjnych związanych z odtworzeniem, modernizacją lub powiększeniem majątku trwałego przedsiębiorstwa. Środki finansowe pozyskane za jego pomocą są przeznaczane na zakup nieruchomości, budowę nowych lub rozbudowę już istniejących linii produkcyjnych oraz zakup maszyn i urządzeń. Kwota kredytu udostępniana jest do dyspozycji kredytobiorcy stosownie do jego indywidualnych potrzeb, można go bowiem wykorzystać jednorazowo lub na przykład w transzach dostosowanych do terminarza realizacji inwestycji⁹. W większości przypadków warunkiem uzyskania

⁶ I. Pruchnicka-Grabias, A. Szelągowska, *op.cit.*, s. 15–16.

⁷ J. Bednarz, E. Gostomski, *op.cit.*, s. 59–60.

⁸ I. Pruchnicka-Grabias, A. Szelągowska, *op.cit.*, s. 15–16.

⁹ *Ibidem*, s. 20.

kredytu inwestycyjnego jest udokumentowanie efektywności ekonomicznej, słuszności inwestycji, przewidywanych zysków, amortyzacji gwarancji bankowych oraz dobrze przygotowanych kosztorysów i planów finansowych. W celu zmniejszenia ryzyka kredytowego banki niejednokrotnie wymagają również udziału własnego kredytobiorcy w planowanej inwestycji. Wkład ten w zależności od rodzaju planowanego przedsięwzięcia wynosi od 10% do 20% wartości inwestycji netto. Przyjęcie takiego rozwiązania wynika z założenia, że kredytobiorca ryzykujący własnym kapitałem będzie bardziej zainteresowany powodzeniem realizowanej inwestycji¹⁰. W praktyce gospodarczej oprócz standardowego kredytu inwestycyjnego wiele banków oferuje również różne kredyty docelowe, wśród których na wyróżnienie zasługują: kredyt na zakup środka transportu, kredyt termomodernizacyjny, kredyt na zakup nieruchomości. Z informacji przedstawionych w tabeli 2 wynika, że na koniec 2007 roku kredyty dla przedsiębiorców stanowiły blisko połowę wszystkich udzielanych w tym okresie kredytów. Warto przy tym zaznaczyć, że w pierwszym półroczu 2008 roku wartość kredytów udzielonych sektorowi przedsiębiorstw zwiększyła się o 13,7% (rok do roku o 24,3%) z 171,7 mld zł do 195,3 mld zł. Kredyty udzielane przedsiębiorcom były przeznaczone przede wszystkim na finansowanie działalności bieżącej.

Tabela 2. Kredyty sektora niefinansowego w 2007 roku wartość nominalna (mln zł)

	Sektor bankowy ogółem	Banki komercyjne	Oddziały instytucji kredytowych	Banki spółdzielcze
Kredyty ogółem	427 552,9	384 169,9	15 531,7	27 851,4
– złote	319 264,4	279 951,3	11 471,4	27 841,9
– dewizy	108 288,5	104 218,6	4 060,3	9,5
Kredyty dla przedsiębiorstw	171 715,7	159 024,1	7 163,8	5 527,8
– na działalność bieżącą	90 583,1	82 522,4	5 263,2	2 797,5
– inwestycyjne	46 808,8	43 230,6	1 573,1	2 005,1
– na nieruchomości	34 323,8	33 271,1	327,5	725,2

Źródło: A. Kotowicz, *Informacja o sytuacji banków 2008/06*, KNF.

¹⁰ *Ibidem*.

Wysoki popyt przedsiębiorstw na kredyty odzwierciedla korzystne perspektywy rozwoju gospodarki. Należy jednak odnotować zmniejszenie dynamiki kredytów na nieruchomości, co może sugerować ograniczenie inwestycji w tym sektorze gospodarki z powodu zmniejszenia się popytu przy obecnym poziomie cen, a być może także pogorszenia sytuacji finansowej deweloperów.

3. Pożyczka bankowa jako specjalna forma kredytu bankowego

W polskim prawodawstwie umowa pożyczki została uregulowana przepisami Kodeksu cywilnego. Zgodnie z art. 720 tej ustawy, „przez umowę pożyczki dający pożyczkę zobowiązuje się przenieść na własność biorącego określoną ilość pieniędzy albo rzeczy oznaczonych tylko co do gatunku, a biorący zobowiązuje się zwrócić tę samą ilość pieniędzy albo tę samą ilość rzeczy tego samego gatunku i tej samej jakości”. Pożyczki bankowe są szczególną formą pożyczek. Ich wyjątkowość polega między innymi na tym, że mogą być udzielane wyłącznie w formie pieniężnej. Wynika to z ustawy Prawo bankowe, która w tym przypadku stanowi uzupełnienie przepisów Kodeksu cywilnego. Sposób spłaty i oprocentowania pożyczek bankowych określono w art. 78 ustawy Prawo bankowe. Na jego mocy „do umów pożyczek pieniężnych zawieranych przez bank stosuje się odpowiednio przepisy dotyczące zabezpieczenia spłaty i oprocentowania kredytu”¹¹.

Niektórzy eksperci jako szczególną formę pożyczki traktują również kredyt bankowy¹². Między pożyczką pieniężną a kredytem bankowym jest jednak kilka zasadniczych różnic. Po pierwsze, umowa pożyczki przenosi na pożyczkobiorcę własność określonej ilości pieniędzy, natomiast umowa kredytowa pozostawia jedynie do dyspozycji kredytobiorcy kwotę środków pieniężnych, występujących w formie bezgotówkowego pieniądza bankowego, określonego jako limit, do wysokości którego kredytobiorca może się zadłużać w ustalonym okresie. Ponadto w umowie kredytu konieczne jest określenie celu, na jaki mają być przeznaczone pozyskane środki pieniężne. Wykorzystanie kredytu niezgodnie z celem podanym w umowie upoważnia kredytodawcę do wypowiedzenia umowy kredytu. W umowie pożyczki określenie celu, na jaki zostaną przeznaczone środki pieniężne, nie jest wymagane

¹¹ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 roku Prawo bankowe...

¹² Temat ten opisuje szerzej W. Popiołek, *Kodeks cywilny. Komentarz*, t. II, red. K. Pietrzykowski, Warszawa 1998, s. 308.

obligatoryjnie. Kredyt jest zawsze zobowiązaniem odpłatnym, natomiast pożyczka – jeśli nie jest udzielana przez bank – może mieć charakter darmowy. Umowy kredytu zawierane przez banki zawsze są sporządzane w formie pisemnej, natomiast umowy pożyczki mogą być zawierane w dowolnej formie. Wyjątek stanowi pożyczka bankowa, która podobnie jak kredyt wymaga formy pisemnej¹³.

4. Gwarancje bankowe

Definicje gwarancji bankowej zawarto w art. 81 ustawy Prawo bankowe. Na jego mocy „gwarancją bankową jest jednostronne zobowiązanie banku-gwaranta, że po spełnieniu przez podmiot uprawniony (beneficjenta gwarancji) określonych warunków zapłaty, które mogą być stwierdzone określonymi w tym zapewnieniu dokumentami, jakie beneficjent załączy do sporządzonego we wskazanej formie żądania zapłaty, bank ten wykona świadczenie pieniężne na rzecz beneficjenta gwarancji – bezpośrednio albo za pośrednictwem innego banku”¹⁴. Stronami gwarancji bankowej są:

- zleceniodawca, na którego polecenie bank gwarantujący wystawia gwarancję,
- beneficjent gwarancji, na którego rzecz wystawiana jest gwarancja,
- bank udzielający gwarancji.

W praktyce gospodarczej występują różne rodzaje gwarancji bankowych, a spośród najczęściej spotykanych na wyróżnienie zasługują następujące:

- gwarancja wadialna,
- gwarancja przetargowa,
- gwarancja należytego wykonania umowy lub kontraktu,
- gwarancja zwrotu zaliczki,
- gwarancja otwarcia akredytywy,
- gwarancja zapłaty za dostawę towaru lub też wykonania usługi,
- gwarancja zapłaty cła,
- gwarancja spłaty kredytu,
- gwarancja spłaty rat leasingowych,

¹³ G. Kozuń-Cieślak, *Obligacje komunalne – instrument dłużny dla jednostek samorządu terytorialnego*, PWE, Warszawa 2008, s. 48.

¹⁴ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 roku Prawo bankowe...

- gwarancja zapłaty z innych tytułów, na przykład wykupu inkasa, weksła,
- regwarancja.

Gwarancja ma na celu zapewnienie jej beneficjentowi dotrzymania umowy przez kontrahenta. Jeśli umowa nie zostanie dotrzymana, to bank wypłaca beneficjentom określoną kwotę pieniędzy. Gwarancja jest niezależnym zobowiązaniem banku i nie może być odwołana, chyba że przewidziano to w jej treści. Płatność z tytułu gwarancji dokonywana jest zwykle po złożeniu pisemnego oświadczenia beneficjenta. Warunki umowy gwarancji bankowej, jej wysokość i okres ważności są określone w liście gwarancyjnym i ustalane indywidualnie dla każdego klienta. Gwarancja bankowa ma zabezpieczyć beneficjenta gwarancji nie tylko przed ryzykiem niewypłacalności, lecz również przed ryzykiem długoterminowego i trudnego dochodzenia roszczeń.

Podsumowanie

Biorąc pod uwagę prawie 20 lat funkcjonowania polskich przedsiębiorstw w warunkach wolnego rynku, należy założyć, że rynek usług i produktów finansowych dla klientów korporacyjnych w Polsce jest jeszcze dojrzewający. Rozwój rynku tego typu usług stał się szybszy dzięki zagranicznym bankom, które otwierając własne placówki bądź przejmując polskie banki, wniosły *know-how* budowane przez wiele na rynkach rozwiniętych. Dzięki temu standardowa gama produktów dłużnych, takich jak kredyty obrotowe, inwestycyjne itp., systematycznie się poszerza o coraz bardziej wyrafinowane produkty transakcyjne. Korzyść z takiego rozwoju sytuacji jest, oczywiście, mają zarówno klienci, którzy mogą bardziej efektywnie zarządzać swoimi finansami, jak i instytucje finansowe, które dzięki szerokiej ofercie mogą znacznie zwiększać swoje przychody. Bardzo ważnym aspektem rozwoju sytuacji na polskim rynku bankowości korporacyjnej jest zmiana procesów analitycznych i decyzyjnych związanych ze zdolnością kredytową i oceną wiarygodności klienta. Dynamiczny przyrost potencjalnych klientów oraz strategie banków narzucające corocznie duże przyrosty wartości obsługiwanych portfeli wymuszają zmiany w procedurach, prowadzące do większej odpowiedzialności spoczywającej na pracownikach szczebla operacyjnego. Dotyczy to zarówno obsługi związanej z ofertą, procedurą ratingową jak i decyzji kredytowych, które w wielu bankach zapadają na szczeblu oddziału regionalnego. Dzięki tym zmianom możliwe jest mniej czaso-

chłonne uruchamianie produktów. Umożliwia to również zmniejszenie obowiązków formalnych nakładanych na klientów.

WAYS OF GAINING FUNDS FROM BANKING SECTOR

Summary

Financing as well as operating as investment activities requires searching for funds from various sources of capital. Depending on the economic situation, adopted strategy and current market situation companies choose between equity and debt. In this paper there was presented an analysis of the source of capital available in banking sector.

Translated by Michał Grudziński