

Katarzyna Byrka-Kita

Uniwersytet Szczeciński

PROPOZYCJA KLASYFIKACJI METOD SZACOWANIA KOSZTU KAPITAŁU WŁASNEGO

Określanie kosztu kapitału należy do najtrudniejszych zagadnień w sferze finansów. Pojęcia takie, jak *koszt kapitału*, *pożądana stopa zwrotu* oraz *alternatywny koszt kapitału* i *stopa dyskontowa* często są używane zamiennie. Należy tu jednak podkreślić, iż traktowanie kategorii *kosztu kapitału* i *pożądanej stopy zwrotu* jako synonimów wiąże się z niebezpieczeństwem wynikającym z pewnych różnic między nimi [Duliniec 1998, s. 68]:

- stopa zwrotu oczekiwana przez wierzycieli jest wyższa od kosztu długu ze względu na korzyści podatkowe związane z zaliczaniem odsetek w koszty uzyskania przychodów,

- koszt kapitału zdobywanego poprzez emisję akcji jest większy od oczekiwanej przez inwestorów stopy zwrotu ze względu na koszty emisyjne.

Literatura z zakresu finansów definiuje koszt kapitału jako:

- 1) oczekiwaną stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału (lub aktywów) przy danym poziomie ryzyka [Duliniec 1998, s. 68; Zarzecki 1998, s. 149],

- 2) oczekiwaną stopę zwrotu, z której rezygnuje się, inwestując kapitał w inny, alternatywny projekt [Brealey, Myers 1995, s. 87],

- 3) stopę zwrotu konieczną do zachowania rynkowej wartości przedsiębiorstwa (albo ceny akcji przedsiębiorstwa [Siegel, Shim, Hartman 1995; Petty i in. 1993, s. 267],

- 4) stopę zwrotu, jaką musi zaoferować inwestorom firma, aby zachęcić ich do zakupu akcji, obligacji oraz innych papierów wartościowych [Groppelli, Nikbakht 1999],

- 5) minimalną normę efektywności wykorzystania zasobów rzeczowych stworzonych dzięki realizacji projektów inwestycyjnych [Czekaj, Dresler 2001],

- 6) minimalny wymagany dochód [Ross, Westerfield, Jordan 1996],

- 7) minimalną stopę zwrotu skorygowaną o ryzyko, którą należy uzyskać z projektu, aby został on zaakceptowany przez akcjonariuszy [Copeland, Weston 1998, s. 438],

- 8) koszt finansowania spółki i wymaganą stopę zwrotu przy ocenie ekonomicznej efektywności projektów inwestycyjnych [Gajdka, Walińska 2000],

- 9) cenę zaangażowania środków finansowych [Kamela-Sowińska 1996, s. 159],

10) wydatki ponoszone przez przedsiębiorstwo w związku z możliwością dysponowania kapitałem w stosunku do jego rynkowej wartości [Krzemińska 2000],

11) stopę procentową służącą w procesie szacowania wartości całkowitej firmy do dyskontowania przepływów gotówkowych firmy, które wygenerowałby dany podmiot w sytuacji, gdyby nie finansował się długiem [Modigliani, Miller 1958],

12) oczekiwany dochód ze średniej akcji [Włoszczowski 2003, s. 373].

Łatwo zauważyć, że istnieje wiele rozbieżności w interpretacji tak podstawowego dla teorii finansów pojęcia. Podane wyżej ujęcia kosztu kapitału nie muszą prowadzić do jednolitych decyzji kadry menedżerskiej. S. Kasiewicz wyodrębnia dwa nurty w sferze definicji kosztu kapitału. Pierwszy z nich, którego przykładem jest definicja 1, polega na postrzeganiu kosztu kapitału jako kategorii obiektywnej, niezależnej od decyzji inwestycyjnych przedsiębiorstwa. W drugim nurcie z kolei bardziej akcentuje się możliwości zarządzania kosztem kapitału i tym samym wpływania na jego poziom (definicja 3 i 6). Trudno się zgodzić z postrzeganiem kosztu kapitału jako kosztu pieniądza (definicja 8, 9, 10), ponieważ koszt kapitału opiera się na zwrotach oczekiwanych, a nie historycznych. Jeszcze bardziej dyskusyjne jest definiowanie kosztu kapitału jako oczekiwanego dochodu ze średniej akcji.

Koszt kapitału powinien być utożsamiany z tzw. **kosztem alternatywnym, który jest równy największemu całkowitemu zwrotowi, jakiego inwestorzy mogliby oczekiwać, jeżeli zainwestowaliby w portfel papierów wartościowych o porównywalnym ryzyku**. Oznacza to, że ze zbioru projektów o takim samym poziomie ryzyka inwestor wybierze ten, z którego spodziewa się osiągnąć najwyższy dochód, traktując go jako oczekiwany zwrot z zainwestowanych pieniędzy. Innymi słowy, koszt kapitału wynika z udowodnionej relacji między ryzykiem i zwrotem. Tak więc im bardziej ryzykowna jest działalność firmy, tym większą musi ona generować stopę zwrotu i tym wyższy będzie koszt kapitału. Jego wysokość kształtowana jest przez oczekiwania inwestorów, wierzycieli oraz właścicieli co do stopy zwrotu z posiadanych przez przedsiębiorstwo aktywów. **Stąd też koszt kapitału w przedsiębiorstwie jest uzależniony od rentowności jego wykorzystania przez przedsiębiorstwo, a nie od źródeł jego pochodzenia** [Ross, Westerfield, Jordan 1996, s. 445].

Najprostsza definicja kosztu kapitału własnego mówi, że jest on wymaganą przez inwestorów stopą zwrotu. Rentowność znajdujących się w dyspozycji przedsiębiorstwa aktywów finansowanych zainwestowanym przez akcjonariuszy kapitałem powinna być na tyle wysoka, aby zaspokoić ich oczekiwania. Niestety, nie można wspomnianych oczekiwań inwestorów obserwować w bezpośredni sposób, tak jak to jest w przypadku kapitału obcego, kiedy umowa określa warunki spłaty, łącznie ze stopą oprocentowania. Akcje nie mają określonego terminu wykupu – kapitał własny zgromadzony przez przedsiębiorstwo jest bezzwrotny, natomiast decyzję o wypłacie oraz wysokości dywidend od akcji zwykłych, zależną od poziomu wygenerowanego zysku, podejmuje walne zgromadzenie akcjonariuszy. W związku z tym

określenie kosztu kapitału własnego jest znacznie bardziej skomplikowane niż w przypadku kapitału obcego pozyskiwanego w drodze emisji obligacji lub poprzez zaciąganie kredytu bankowego.

Analiza obligacji czy też instrumentów rynku pieniężnego jest przeprowadzana za pomocą dość jednolitej grupy metod. Metody te są dobrze rozwinięte i stanowią pewien ogólnie przyjęty standard. Istnieje również jednoznaczność w zakresie wyboru odpowiedniej metody. W przypadku analizy akcji sytuacja jest odmienna. Istnieje w tej dziedzinie co najmniej kilka podejść, a różnice między nimi wynikają głównie z tego, że kształtowanie się ceny i stopy zwrotu z akcji zależy od wielu czynników, a nie przede wszystkim od stopy procentowej, jak to jest w przypadku instrumentów dłużnych [Jajuga, Kuziak, Markowski 1997, s. 206].

K. Jajuga systematyzuje metody analizy akcji według kryterium, które wywodzi się z pojęcia efektywności rynku (rynek jest efektywny, gdy informacje o instrumencie finansowym są odzwierciedlone w jego cenie). Zaproponowana przez K. Jajugę procedura porządkująca wybór podejścia spośród najważniejszych, które mogą być stosowane w analizie akcji, została stworzona w oparciu na badaniu efektywności rynku, a także poziomu tej efektywności [Jajuga, Kuziak, Markowski 1997, s. 207]. Należy tu podkreślić, że metod analizy akcji nie można bezpośrednio utożsamiać z metodami szacowania kosztu kapitału, niemniej jednak niektóre z nich mogą do tego służyć.

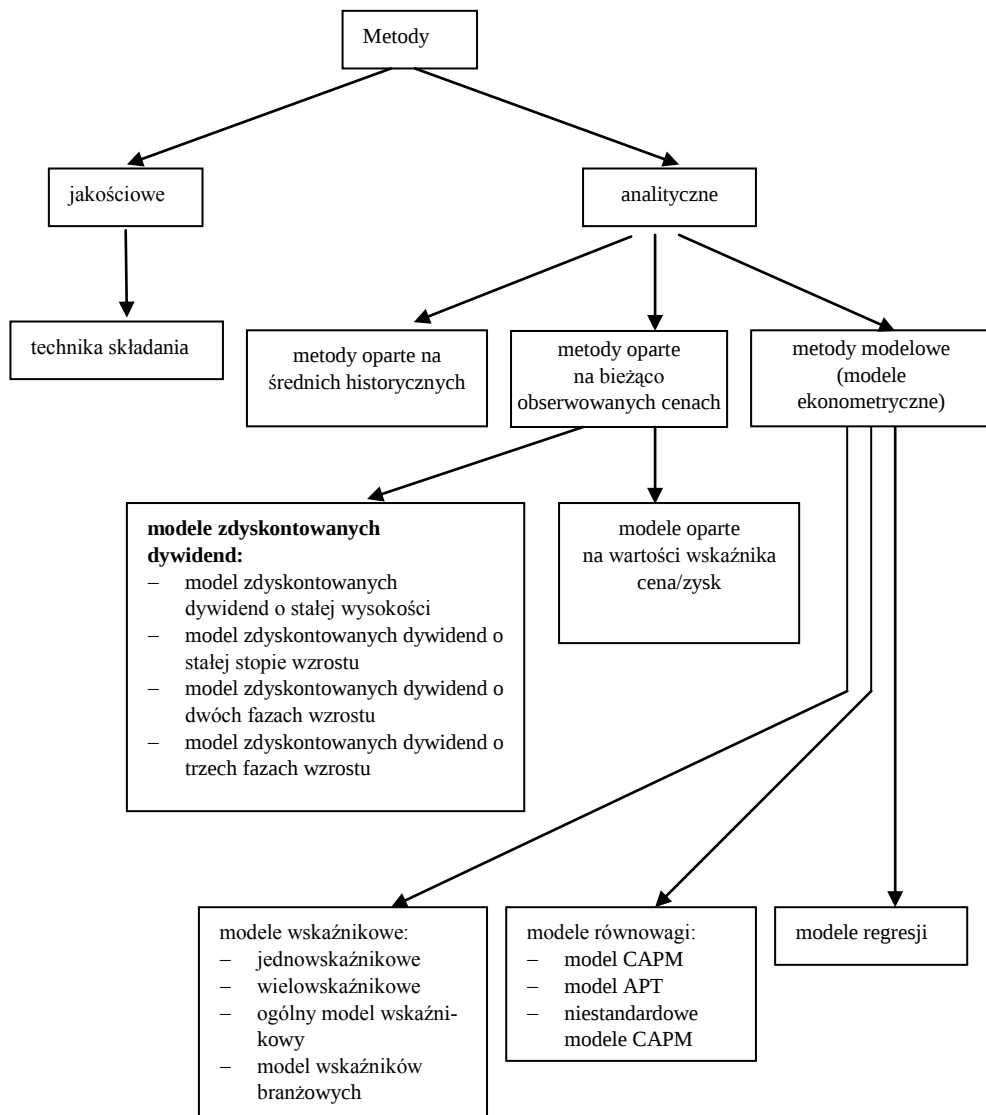
Pomimo trudności związanych z mierzeniem oczekiwań inwestorów, istnieją metody pozwalające na określenie rentowności inwestycji w akcje i szacowanie na tej podstawie kosztu kapitału własnego. Niestety, żadna z nich nie jest doskonała. Ponadto stosowanie poszczególnych technik jest w wielu przypadkach niemożliwe ze względu na brak danych pochodzących z rynku kapitałowego lub ze względu na to, że dane przedsiębiorstwo nie spełnia założeń umożliwiających wykorzystywanie określonego modelu lub metody [Duliniec 1998, s. 83].

Ze względu na złożoność kategorii kosztu kapitału własnego i trudności związane z „pomiarom” oczekiwań inwestorów, w teorii brakuje wszechstronnych klasyfikacji metod szacowania kosztu kapitału własnego. W dalszej części artykułu zostanie zaprezentowana pewna propozycja typologii metod szacowania kosztu kapitału własnego, opierająca się na kilku kryteriach, które umożliwiają wyróżnienie istotnych różnic w podejściach poszczególnych metod (rys. 1).

Podstawowym podziałem metod szacowania kosztu kapitału własnego jest podział na metody o charakterze jakościowym oraz analitycznym.

Wymienione grupy reprezentują zupełnie odmienne filozofie. Do metod jakościowych należy tzw. technika składania (*build-up approach*), która jest modelem addytywnym. Według tej koncepcji stopa zwrotu z danego aktywu jest szacowana jako suma stopy wolnej od ryzyka, premii z tytułu ryzyka oraz innych specyficznych czynników ryzyka odnoszących się do danego przedsiębiorstwa [Zarzecki 1998, s. 182]. Określenie innych, poza premią z tytułu ryzyka, elementów stopy dyskontowej opie-

ra się na subiektywnej ocenie analityka, który powinien wziąć pod uwagę m.in. takie czynniki, jak: rodzaj branży, w której działa przedsiębiorstwo, ryzyko finansowe, stopień zdywersyfikowania działalności oraz takie charakterystyki, jak np. kompetencje zarządu [Fishman i in. 1992, s. 163]. Technika ta jest stosowana przede wszystkim do wyceny mniejszych, nienotowanych firm.



Rys. 1. Klasyfikacja metod szacowania kosztu kapitału własnego

Źródło: opracowanie własne.

Z kolei grupa metod o charakterze analitycznym jest znacznie bardziej rozbudowana i w jej skład wchodzi pewne modele, które zawierają matematyczne wzory zależności między określonymi wartościami. Techniki o charakterze analitycznym można podzielić na trzy grupy [Benninga, Sarig 1997, s. 275]:

- podejście polegające na przyjęciu założenia, iż średnie stopy zwrotu zrealizowane w przeszłości mogą zostać uznane za reprezentatywne w stosunku do przyszłych oczekiwanych stóp zwrotu,
- podejście, w którym bieżąca cena papierów wartościowych jest wykorzystywana do określenia wymaganej stopy zwrotu,
- podejście opierające się na modelach ekonometrycznych uwzględniających związek między pewnymi zmiennymi a stopą zwrotu.

Należy tu podkreślić, iż wykorzystanie danych historycznych, które podlegają manipulacji oraz uśrednieniu, jest bardzo krytykowane przez wielu autorów ze względu na to, że warunki w przeszłości mogą się znacznie różnić od obecnych.

Z kolei w obrębie podejścia opierającego się na wykorzystaniu bieżąco obserwowanych cen do szacowania kosztu kapitału własnego można wyróżnić dwie grupy metod. Jedną z nich, nazywaną modelami zdyskontowanych dywidend, opiera się na analizie wewnętrznej stopy zwrotu stosowanej do szacowania kosztu kapitału obcego. W literaturze opisywane są następujące odmiany tej techniki:

- model zdyskontowanych dywidend o stałej wysokości,
- model zdyskontowanych dywidend o stałej stopie wzrostu,
- model zdyskontowanych dywidend o dwóch fazach wzrostu,
- model zdyskontowanych dywidend o trzech fazach wzrostu.

Model zdyskontowanych dywidend został stworzony przez J.B. Williamsa, a następnie rozwinięty przez M.J. Gordona i E. Shapiro [Williams 1938; Gordon, Shapiro 1956, s. 102-110]. W przypadku tej koncepcji, aby obliczyć koszt kapitału, należy przekształcić model zdyskontowanych dywidend o stałej stopie wzrostu. Koszt kapitału własnego określa relacja oczekiwanej dywidendy w następnym roku i dzisiejszej ceny akcji powiększonej o stałą stopę wzrostu dywidendy. Tego typu podejście może być stosowane w wycenie spółek stabilnych, czyli spółek rozwijających się według stałej stopy wzrostu. Modele z tej grupy są krytykowane w literaturze ze względu na to, że wykorzystują aktualne ceny akcji, w wyniku czego tego typu wycena nieuchronnie prowadzi do wniosku, iż akcje danej spółki są wycenione właściwie [Zarzecki 1998, s. 193]. Natomiast druga technika, reprezentująca podejście opierające się na wykorzystaniu bieżąco obserwowanych cen, polega na wykorzystaniu do szacowania kosztu kapitału własnego oczekiwanej wartości wskaźnika cena/zysk. Należy tu podkreślić, iż wskaźniki P/E dla różnych spółek mogą być ze sobą nieporównywalne, ze względu na różnice w stosowaniu zasad rachunkowości. Ponadto w sytuacji, gdy aktualne zyski przedsiębiorstwa są niskie, ale rynek spodziewa się ich znacznego podwyższenia, wartość P/E może być czasowo wywindowana do relatywnie wysokiego poziomu [Ritchie 1996, s. 57]. Poza tym wartość

wskaźnika P/E stanowi odzwierciedlenie historycznej sytuacji przedsiębiorstwa, natomiast koszt kapitału powinien odzwierciedlać oczekiwania inwestorów w stosunku do zysków generowanych w przyszłości.

Natomiast w obrębie podejścia opierającego się na modelach ekonometrycznych uwzględniających związek między pewnymi zmiennymi a stopą zwrotu można wyróżnić trzy grupy metod:

- modele wskaźnikowe: jedno- i wielowskaźnikowe,
- modele równowagi,
- modele regresji.

Budowę modeli wskaźnikowych oraz modeli równowagi rozpoczyna się od ujęcia ryzyka rynkowego w szerokie intuicyjne ramy, a następnie tworzy się z nich modele ekonomiczne, aby jak najlepiej określić ryzyko. Parametry tych modeli są estymatorami opartymi na danych historycznych. Ostatnia grupa modeli zwraca się w odwrotnym kierunku – bazuje na stopach zwrotu, by dopiero od nich przejść do właściwego modelu ryzyka i stopy zwrotu. Tego typu modele mają wyjaśniać różnice w długoterminowych stopach zwrotu, posługując się analizą charakterystyk przedsiębiorstwa, opartą na współczynnikach wyceny porównawczej. Należy podkreślić, iż od lat sześćdziesiątych opracowano setki modeli regresji służących do objaśniania cen akcji. Cechą niemal wszystkich tych modeli jest duża skuteczność w objaśnianiu cen w danym momencie. Niemniej jednak nie są one skuteczne w doborze akcji przynoszących najwyższe stopy zwrotu ze względu na teorię leżącą u podstaw zastosowania tych modeli, która zakłada, że cena rynkowa będzie dążyć do ceny teoretycznej, zanim cena teoretyczna sama nie ulegnie zmianie. E.J. Elton oraz M.J. Gruber wymieniają trzy powody, dla których to założenie może nie zostać spełnione [Elton, Gruber 1998, s. 574]:

1. Upodobania rynkowe ulegają zmianie, a wraz ze zmianą upodobań rynkowych zmieniają się w czasie także wagi każdej ze zmiennych.

2. Wartości danych początkowych, takich jak dywidendy czy wzrost zysków, zmieniają się w czasie.

3. Występują pewne związane ze spółkami efekty, których nie uwzględnia model.

Tak więc modele regresji świetnie się sprawdzają jako mierniki ryzyka w jednym okresie, natomiast mogą być całkowicie zawodne w innym.

Z kolei modele wskaźnikowe wywodzą się z klasycznej teorii portfela. Zastosowanie modelu stworzonego przez H. Markowitza, ze względu na wyznaczanie portfeli efektywnych na podstawie dużej liczby akcji, jest skomplikowane i czasochłonne. Uproszczenie i przyspieszenie procesu wyznaczania wariancji portfela stało się siłą napędową poszukiwań modeli upraszczających klasyczną metodę wyboru portfela akcji. Zasadniczą zaletą modeli wskaźnikowych (*index models*) są znacznie mniejsze wymagania co do informacji niezbędnych do ich zastosowania [Haugen 1996, s. 173]. Jako takie, modele wskaźnikowe stanowią uproszczoną, aczkolwiek pełnowartościową alternatywę dla klasycznego modelu Markowitza. W obrębie tej

grupy wyróżniane są dwa rodzaje modeli: model jednowskaźnikowy i modele wielowskaźnikowe. Model jednowskaźnikowy zakłada, iż istnieje jeden zasadniczy czynnik wywołujący korelację stóp zwrotu z poszczególnych papierów wartościowych. Zazwyczaj przyjmuje się, iż czynnikiem tym są zmiany stopy zwrotu z indeksu rynku. Z kolei modele wielowskaźnikowe wskazują, że korelacja ta wywołana jest jednoczesnym działaniem dwóch lub większej liczby czynników, przy czym jednym z nich jest zazwyczaj, podobnie jak w przypadku modelu jednowskaźnikowego, indeks giełdowy. W celu ujęcia wspomnianych dodatkowych czynników wprowadzono dwa różne schematy:

- ogólny model wielowskaźnikowy,
- model wskaźników branżowych.

Istnieje bardzo wiele modeli wielowskaźnikowych, jednocześnie brakuje wyników badań, które w jednoznaczny sposób oceniałyby ich skuteczność w porównaniu z modelem jednowskaźnikowym. Część testów przytaczanych w literaturze dała obiecujące wyniki. Niemniej jednak w wielu badaniach model jednowskaźnikowy wypada lepiej niż modele bardziej złożone. Mimo że złożone modele lepiej opisują historyczne współczynniki korelacji, to jeżeli chodzi o prognozę, często zawierają więcej szumu niż informacji. Potrzeba jeszcze bardzo wielu badań, zanim będzie można jednoznacznie stwierdzić, czy zastosowanie modeli złożonych przynosi lepsze wyniki niż wykorzystanie modeli prostych.

Z kolei do utworzenia modeli równowagi rynkowej wykorzystano przesłankę, że wszyscy inwestorzy opierają się na teorii portfelowej Markowitza, wyznaczając zbiór efektywny, a następnie, w zależności od stopnia awersji do podejmowanego ryzyka, inwestują w któryś z portfeli należących do tego zbioru. W związku z tym powinna istnieć możliwość określenia ogólnego zachowania całej zbiorowości inwestorów oraz sposobu ustalania cen i stóp zwrotu, które zapewniają zrównoważenie popytu i podaży na rynkach. Konstrukcja modeli równowagi pozwala określić właściwą miarę ryzyka oraz zależność między oczekiwaną stopą zwrotu i ryzykiem dla dowolnego waloru, przy założeniu, że rynek znajduje się w równowadze. W grupie tej wyróżniamy trzy rodzaje modeli:

- standardowy model wyceny aktywów kapitałowych (*Standard Capital Assets Pricing Model*),
- niestandardowe modele wyceny aktywów kapitałowych, które powstały na skutek uchylenia niektórych założeń standardowej postaci modelu CAPM (np. wielo-okresowy model CAPM, konsumpcyjny model CAPM, model CAPM z wieloma współczynnikami beta),
- model arbitrażowy (*Arbitrage Pricing Model*).

Należy tu podkreślić, że ze wszystkich wyżej wymienionych modeli równowagi najwyższe uznanie wśród praktyków oraz teoretyków zdobył sobie – mimo tego, że opiera się na założeniach, które nie mają zastosowania na rzeczywistym rynku kapitałowym – model CAPM, którego twórcami są W. Sharpe, J. Litner i J. Mossin.

Natomiast zastosowanie teorii arbitrażu cenowego oraz modeli wielowskaźnikowych przy wycenie akcji jest podejściem stosunkowo nowym. Analiza prognozowania w ramach modelu APT znajduje się w fazie początkowej. Prowadzone są również badania nad tym, w jaki sposób wykorzystać strukturę modeli wielowskaźnikowych w celu projektowania portfeli o takich własnościach w wielowymiarowym układzie stopa zwrotu – ryzyko, które odpowiadałyby konkretnej grupie inwestorów.

Przedstawiony podział może budzić kontrowersje, gdyż nie w każdym przypadku pozwala na bezdyskusyjne zakwalifikowanie każdego ze sposobów wyceny do jednej z grup. Pewne zacieranie się różnic następuje na styku podejścia jakościowego oraz analitycznego. W przypadku modelu zdyskontowanych dywidend oszacowanie stopy wzrostu dywidendy zależy od subiektywnej decyzji analityka. Należy podkreślić, iż model zdyskontowanych dywidend jest niezwykle wrażliwy na zmiany stopy wzrostu dywidend. Gdy stopa wzrostu zbliża się do stopy dyskontowej, wartość kapitału własnego rośnie do nieskończoności. Postępująca globalizacja gospodarki oraz wzrastające znaczenie ryzyka walutowego sprawiły, że w chwili obecnej szczególnie intensywnie prowadzone są badania w sferze szacowania kosztu kapitału na rynkach międzynarodowych [*Stocks, Bonds...* 1999; Shapiro 1991]. W związku z tym metody szacowania kosztu kapitału można również podzielić na takie, które pozwalają na szacowanie kosztu kapitału w ujęciu lokalnym (zostały one omówione powyżej), i takie, które uwzględniając ryzyko walutowe, mierzą koszt kapitału w ujęciu międzynarodowym.

Literatura

- Benninga S.Z., Sarig O.H., *Corporate Finance. A Valuation Approach*, McGraw-Hill, New York 1997.
- Brealey R.A., Myers S.C., Marcus A.J., *Fundamentals of Corporate Finance*, McGraw-Hill, New York 1995.
- Copeland T., Weston J.F., *Financial Theory and Corporate Policy*, Addison-Wesley, Reading 1998.
- Czekaj J., Dresler Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, PWN, Warszawa 2001.
- Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1998.
- Elton E.J., Gruber M.J., *Nowoczesna teoria portfelowa i analiza papierów wartościowych*, WIG-Press, Warszawa 1998.
- Fishman I.E., Pratt S.P., Griffith J.C., Wilson D.K., Meltzer S.I., Hampton R.W., *Guide to Business Valuations*, vol. 1, Practitioners Publishing Company, Fort Worth 1992.
- Gajdka J., Walińska E., *Zarządzanie finansowe, teoria i praktyka*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2000.
- Gordon M.J., Shapiro E., *Capital Equipment Analysis. The Required Rate of Profit*, „Management Science” vol. 1, October 1956.
- Groppelli A., Nikbakht E., *Wstęp do finansów*, WIG-Press, Warszawa 1999.
- Haugen R.A., *Teoria nowoczesnego inwestowania*, WIG-Press, Warszawa 1996.
- Jajuga K., Kuziak K., Markowski P., *Inwestycje finansowe*, AE, Wrocław 1997.
- Kamela-Sowińska A., *Wartość firmy*, PWE, Warszawa 1996.

- Krzemińska D., *Finanse przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 2000.
- Modigliani F., Miller M., *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*, „American Economic Review”, June 1958.
- Petty i in., *Basic Financial Management*, Prentice Hall, Englewood Cliffs 1993.
- Ritche J.C., *Fundamental Analysis*, Irwin, Professional Publishing, USA 1996.
- Ross S.A., Westerfield R.W., Jordan B.D., *Fundamentals of Corporate Finance*, Irwin, Chicago 1996.
- Shapiro A.C., *Foundations of Multinational Financial Management*, Allyn and Bacon, Needham Heights 1991.
- Siegel J.G., Shim J.K., Hartman S.W., *Przewodnik po finansach*, PWN, Warszawa 1995.
- Stocks, Bonds: Bills and Inflation 1999 Yearbook, Valuation Edition*, Ibbotson Associates, Chicago 1999.
- Williams J.B., *The Theory of Investment Value*, Harvard University Press, Cambridge 1938.
- Włoszczowski B., *O zależności wartości firmy od kosztu kapitału*, [w:] Materiały międzynarodowej konferencji naukowej „Zarządzanie finansami – mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstwa”, Fundacja na rzecz Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2003.
- Zarzecki D., *Teoria i praktyka metod dochodowych w wycenie przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 1998.

COST OF EQUITY VALUATION METHODS – PROPOSITION OF CLASSIFICATION

Summary

The article presents classification of the cost of equity valuation methods. As far as debt is concerned the cost of this source of financing can be directly observed or priced easily. Unfortunately with respect to the equity it is much more complicated mainly because the shareholders' expectations cannot be observed directly. There were many methods developed but the academics are still arguing about them. The classification proposed in the paper may be found controversial because the differences are diminishing but at the same time it may give an incentive to a fruitful debate.