Bożena Pomykalska, Przemysław Pomykalski
Politechnika Łódzka

KONTROWERSJE W OSZACOWANIU PREMII RYZYKA

Wstęp

W finansach przedsiębiorstwa przy wycenie projektów używa się oczekiwanych przepływów pieniężnych i stopy dyskonta, która zazwyczaj uwzględnia wpływ ryzyka. Oszacowanie minimalnej wymaganej stopy zwrotu, przy której przedsiębiorstwo decyduje się przyjąć przedsięwzięcia do realizacji, stanowi jeden z podstawowych wyzwań zarządzających.

Celem referatu jest omówienie kontrowersji w oszacowaniu premii ryzyka w koszcie kapitału własnego. Wyniki badań wydają się wskazywać, że luki w teorii dają asumpt do bardzo zróżnicowanych założeń wykorzystywanych w praktyce.

1. Koncepcje stanowiące podstawę analizowanego problemu

Współcześnie obserwuje się, że podejmowane są coraz bardziej wyspecjalizowane badania, które są oparte na studiowaniu literatury z zakresu finansów korporacji i obserwacji praktycznych dokonań w rozwiązywaniu problemów.

Brealey i Myers (2003) do podstawowych koncepcji zaliczają wartość zaktualizowaną netto i model wyceny aktywów kapitałowych.

W ocenie projektów inwestycyjnych stosuje się metody proste i dyskontowe. Wśród dyskontowych do najczęściej stosowanych należy NPV i wewnętrzna stopa zwrotu (IRR). Podejmując decyzję inwestycyjną, oblicza się wartość zaktualizowaną netto (NPV) i ocenia, czy przedsięwzięcie ma dodatnią wartość. Stopa dyskonta powinna odzwierciedlać ryzyko towarzyszące podejmowanej inwestycji i formę jej finansowania. Wewnętrzna stopa zwrotu jest porównywana z kosztem kapitału i musi być od niego wyższa.

Najważniejsze osiągnięcie finansów przypada na 1964 r. i znane jest pod nazwą modelu wyceny aktywów kapitałowych (ang. *capital asset pricing model*, CAPM), który został sformułowany przez Sharpe'a, Lintnera i Mossina. Model ten jest wykorzystywany do oceny efektywności portfela inwestycyjnego. Teoria inwestycji zawdzięcza CAPM rozwiązanie dwóch typów problemów:

- wybór optymalnej decyzji inwestycyjnej (problem wyboru najlepszego portfela),
- wycena rynkowej wartości aktywów.

W modelu wyceny aktywów kapitałowych różnica pomiędzy stopą zwrotu z portfela rynkowego i stopą wolną od ryzyka nazywana jest oczekiwaną premią za ryzyko. CAPM stwierdza, że oczekiwana stopa zwrotu z dowolnego aktywu jest wprost proporcjonalna do oczekiwanej premii za ryzyko rynkowe, a współczynnikiem proporcjonalności jest współczynnik beta.

Graham i Harvey (2001) ustalili, że menedżerowie stosują wszystkie techniki i modele, których szkoły biznesowe uczą od lat – ale szczególnie NPV preferują w ocenie projektów inwestycyjnych, a model CAPM wykorzystują w szacowaniu kosztu kapitału. Stąd w rozważaniach uwzględnia się przepływy pieniężne z aktywów lub dokonane inwestycje. Szczególną uwagę poświęca się stopie dyskonta, a przede wszystkim rozważa się kontrowersje, które dotyczą premii ryzyka.

2. Podejmowanie decyzji inwestycyjnych

Podejmowane przedsięwzięcia inwestycyjne - zdaniem Ostrowskiej (2002) - należy rozważać w trzech podstawowych wymiarach:

1) makrogospodarczym, z uwzględnieniem globalizacji gospodarki,
2) mezogospodarczym, czyli w wymiarze sektora, branży gospodarki,
3) mikrogospodarczym, czyli funkcjonowania poszczególnych przedsiębiorstw.

W rozważaniach uwzględniono podejmowane decyzje inwestycyjne z perspektywy przedsiębiorstwa i inwestorów. Jednocześnie przyjmuje się, że większość inwestycji odbywa się na rynku finansowym (rynku kapitałowym), który wspomaga podejmowanie decyzji. Zwykle pomoc polega na wykorzystaniu zasady względnej miary, w której bierze się pod uwagę stopę zwrotu lub ryzyko. Oceniamy inwestycje, porównując z innymi inwestycjami, które są dostępne na rynku. Możemy więc stwierdzić, że akcje są obarczone wyższym ryzykiem niż obligacje, w długim okresie generują jednak wyższe stopy zwrotu. Oznacza to, ryzyko jest rozważane razem ze spektrum możliwych dochodów z inwestycji, przy jednoczesnym założeniu, że im wyższe ranga korzyści, tym wyższe ryzyko.

3. Inwestycje z perspektywy przedsiębiorstwa

W przedsiębiorstwie, stosując kryterium użytkowania, aktywa można podzielić na dwie grupy:

- aktywa powstałe w wyniku przeszłych zdarzeń (aktywa zaangażowane w działalność operacyjną przedsiębiorstwa), które spowodują w przyszłości wpływ do jednostki korzyści ekonomicznych,
- aktywa nieużytkowane (inwestycje lub aktywa wzrostowe) przez jednostkę, lecz nabyte w celu osiągnięcia korzyści ekonomicznych.

Przedsiębiorstwo inwestuje w nowe aktywa, oczekując, że staną się źródłem przepływów pieniężnych. Zgodnie z definicją - w ujęciu Ustawy o rachunkowości (DzU 1994) - stosując kryterium zakresu, można wyróżnić następujące rodzaje inwestycji, a mianowicie:

- inwestycje w aktywa finansowe,
- inwestycje w nieruchomości,
- inwestycje w wartości niematerialne i prawne,
- inne inwestycje.

Krippner (2005) zauważa, że korzyści ekonomiczne w jednostkach niefinansowych w coraz większym stopniu pochodzą z operacji finansowych, a zatem z innych źródeł niż działalność produkcyjna lub handlowa. Oznacza to, że rośnie znaczenie operacji dostarczania lub transferu płynnego kapitału w oczekiwaniu przyszłych dochodów z dywidend, odsetek oraz skupu walorów własnych. Przedsiębiorstwa, dokonując inwestycji w aktywa finansowe, mogą zwiększać strumień dochodów, które świadczą o skuteczniejszym zarządzaniu. Wzrasta udział dochodów z akcji i innych operacji giełdowych, które generują więcej przepływów pieniężnych z aktywów. Czerpanie korzyści ekonomicznych z operacji finansowych przez jednostki niefinansowe jako zjawisko finansowe ma tendencję wzrostową w niektórych przedsiębiorstwach i krajach. Stanowi trudny problem do oceny – ze względu na dostęp do statystyki - ale interesujący obszar badawczy.

Formułując strategie na poziomie przedsiębiorstwa, podejmuje się decyzje o tym, gdzie inwestować (m.in. które z dostępnych grup aktywów wybrać) i jak dodawać wartości przez powiązane jednostki. Proces ustalania, ile są dzisiaj warte, nazywa się wyceną. Współcześnie rozważa się, jaki może być najlepszy sposób wyceniania aktywów obarczonych ryzykiem, szczególnie na poziomie wyborów strategicznych.

Bernstein (2007) cytuje wypowiedź laureata Nagrody Nobla B. Sharpe'a, który stwierdził, że zbyt dużo uwagi przywiązujemy do wyników historycznych, podczas gdy klucz stanowią przewidywania dotyczące przyszłości. Oznacza to, że kluczowe znaczenie dla wartości spółek mają oczekiwania dotyczące wzrostu.

Aby inwestorzy mogli przewidywać, spółki muszą dostarczyć informacji dotyczących przyszłości w perspektywie lat. Spółki, które robią to lepiej, są nagradzane

wyższymi oczekiwaniami inwestorów. Wyższa wycena (wynikająca z oczekiwań) umożliwia pozyskanie kapitału i dalszy rozwój, nagradzający dotychczasowych akcjonariuszy. Spółka, która nie stymuluje oczekiwań dotyczących przyszłości, nie pozyska kapitału lub będzie zmuszona sprzedać je po cenie, która nie odzwierciedla oczekiwań dotyczących przyszłości, „karząc" dotychczasowych inwestorów.

3.1. Podejmowanie ryzyka a wartość

W wycenie aktywów stosowane są różne metody. W wycenach składników aktywów wykorzystujących metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) stopa dyskonta uwzględnia ryzyko w kalkulacji kosztu kapitału własnego. Aby określić związek pomiędzy ryzykiem a wartością, wykorzystuje się oczekiwaną ekonomiczną wartość dodaną. Należy zauważyć, że paradygmatem finansów przedsiębiorstwa jest podejmowanie decyzji maksymalizujących oczekiwaną ekonomiczną stopę zwrotu, a zatem istotna jest stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału i średni ważony koszt kapitału (WACC). Należy zauważyć, że WACC jest właściwą stopą dyskontową wyłącznie dla „przeciętnych" przedsięwzięć.

3.2. Ryzyko i premia ryzyka

Ryzyko, jakie towarzyszy inwestycji, pochodzi z dwóch źródeł:

- ryzyko specyficzne *(specific risk)*, dla spółki (korporacji), które jest znane jako ryzyko niesystematyczne,
- ryzyko systematyczne zwane również ryzykiem rynku *(systematic risk, market risk)*.

Ryzyko specyficzne ma ścisły związek z dywersyfikacją portfela. Przyjmuje się, że dywersyfikacja portfela może prowadzić do znacznej redukcji ryzyka całkowitego *(total risk)*.

Istnieją podstawy, jakie zapewnia model wyceny aktywów kapitałowych (CAPM), aby określić oczekiwane stopy zwrotu z inwestycji przy ustalonym poziomie ryzyka. Premia za ryzyko stanowi różnicę pomiędzy oczekiwanym dochodem a stopą wolną od ryzyka ($rm - rf$).

Ryzyko podejmowane przez inwestorów jest związane z częścią ryzyka (ryzyko rynku), której nie można ograniczyć przez dywersyfikację portfela. Oznacza to, że istotna jest premia, jakiej inwestorzy oczekują w przyszłości za podjęcie ryzyka, które związane jest z inwestowaniem w akcje lub obligacje.

Oczekiwany zwrot z kapitału przy danym poziomie ryzyka stanowi o koszcie kapitału, który jest odzwierciedlony w stopie dyskonta, przyjętej w procesie wyceny różnych aktywów. Projekty powodujące zwiększenie narażenia na pewne rodzaje ryzyka mogą stać się źródłem sukcesu, odzwierciedleniem potencjalnych korzyści. Ryzyko projektu ma duże znaczenie, ponieważ wpływa na sposób rozwoju przedsiębiorstwa. Może wynikać ze zmian występujących w otoczeniu, których skutki są przenoszone na wyniki przedsiębiorstwa. Najistotniej-

szym wyznacznikiem tych zmian są oceny samych inwestorów, którzy w bieżącej cenie akcji uwzględniają przyszłość.

Spółka przechodząca radykalne zmiany, zgodnie z poglądami Buffetta, jest bardziej narażona na popełnienie poważnych błędów, ponieważ drastyczne zmiany zwykle nie idą w parze z nadzwyczajnym zwrotem. Wspaniała spółka to taka, która pozostaje wspaniała przez 25 do 30 lat. Warren Buffett[1] (1994) powiedział, że: „Inwestowanie zasadniczo polega na tym, że patrzysz na akcje jak na spółkę. Oto, czego nauczył nas Ben Graham. Za sto lat ta idea wciąż będzie kamieniem węgielnym inwestowania".

4. Problem podstawowych narzędzi – stopa zwrotu z inwestycji

W procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych, jak podkreśla (Jajuga 2004), szczególne znaczenie ma ryzyko stopy procentowej. Jako że finanse dotyczą decyzji kształtujących przyszłe przepływy pieniężne (natomiast dane historyczne gromadzi rachunkowość), kluczowe jest ustalenie przyszłych stóp procentowych, które określają wymaganą stopę zwrotu z inwestycji.

W teorii (model CAPM) wartość oczekiwanej stopy zwrotu określa się na podstawie trzech parametrów: stopy wolnej od ryzyka, premii ryzyka i współczynnika beta, który określa udział danego papieru wartościowego w ryzyku rynkowym.

Pozornie wydaje się, że stopy procentowe są obszarem badań ekonomii (wpływa na nie polityka gospodarcza oraz polityka i działania banków centralnych) i finansów (efekt funkcjonowania rynków finansowych). Istnieją jednak trzy obszary decyzyjne, w których istotna jest premia za ryzyko:

- gospodarka – dla potrzeb określenia polityki gospodarczej stymulującej wzrost gospodarczy,
- rynki finansowe – głównie na rynkach kapitałowych, dla potrzeb wyceny akcji w decyzjach podejmowanych przez inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych,
- przedsiębiorstwa – dla potrzeb określenia wymaganej stopy zwrotu z inwestycji, podejmowanych przez indywidualne przedsiębiorstwa.

W teorii (model CAPM) premię ryzyka wyznacza się na podstawie danych historycznych (stóp zwrotu), określając różnicę pomiędzy stopą zwrotu z akcji i obligacji w długim okresie. Otrzymane wyniki są wykorzystywane do prognozowania wymaganej stopy procentowej i określenia efektywności przyszłych inwestycji (innymi słowy stanowią finansową podstawę podejmowania decyzji inwestycyjnych).

Zakładano, że metoda określenia oczekiwanej stopy zwrotu będzie identyczna na rynkach finansowych i w przedsiębiorstwach. Zarządzający powinni uwzględ-

[1] Wypowiedź Warrena Buffetta kierowana do Nowojorskiego Stowarzyszenia Analityków Papierów Wartościowych (New York Society of Security Analysts), 6 grudnia 1994, za: (Klipatrick 2004).

niać oczekiwania inwestorów. Badania wskazują jednak na daleko idące rozbieżności. Model „w ograniczonym stopniu" sprawdza się w krajach, w których dysponujemy długą historią danych (np. USA) i nie sprawdza się w krajach o krótszej historii danych (kraje rozwijające się). Innymi słowy, obecnie proponowane rozwiązania teoretyczne nie dają jednej uniwersalnej wartości dla wszystkich obszarów, w których podejmowane są decyzje.

Interesujące wnioski wypływają z analizy wartości podawanych w podręcznikach akademickich. Fernandez (2009) wskazuje, że średnia wartość sugerowanej premii ryzyka wynosi obecnie 5,7% i spadła z 8,4% w 1990 r. Co jest również interesujące, zakres sugerowanych wartości wynosi od 3 do 10%.

W badaniach Damodarana (2009) - bazujących na danych Rezerwy Federalnej (Federal Reserve) za okres 1928-2008 - średnia premia ryzyka wynosi 5,32% (w przypadku zastosowania średniej arytmetycznej) i 3,88% w przypadku zastosowania średniej geometrycznej. Autor zwraca przy tym uwagę na znaczącą wartość odchylenia standardowego wynoszącą 2,2% i wpływ wyników za 2008 r. na otrzymane wartości.

Badania Salomons i Grootveld (2003), uwzględniające dane historyczne z rynków rozwijających, wskazują na wyższe wartości premii ryzyka (np. 4,16% dla Indii i 9,12% dla Brazylii), jednak odchylenie standardowe (wynoszące odpowiednio 5,51% i 10,69%) stawia pod znakiem zapytania sensowność wykorzystania tych wyników.

5. Badania w obszarze premii ryzyka

Badania ankietowe - kwartalne - dyrektorów finansowych amerykańskich przedsiębiorstw prowadzone od 2000 r. przez Grahama i Campbella (2009) - wskazują na bardzo interesujące wnioski. Wprawdzie w okresie 2000-2009 średnia premia ryzyka wynosi 3,51% przy odchyleniu standardowym wynoszącym 2,51%, co wydaje się odpowiadać wynikom przedstawionym przez Damodarana. Jednak średnia 10% najniższych ocen wynosi zaledwie 2,77%, a 10% najwyższych ocen - 11,5%, współczynnik skośności wynosi 1,05. Oceny są rozbieżne, a ich rozkład nie jest normalny. Nawet w świetle możliwych różnic w ocenie przyszłości, biorąc pod uwagę dane historyczne, tak znaczące rozbieżności są nie do uzasadnienia.

Wniosek może być tylko jeden – znaczna część menedżerów nie wykorzystuje metodologii CAPM. Należy przy tym podkreślić, że rozbieżności zaobserwowano w całym okresie badań, czyli nie są one wynikiem obecnego kryzysu. Co więcej, Ben-David, Harvey i Graham (2007) zauważyli ścisłe powiązanie pomiędzy ocenami i polityką realizowaną przez przedsiębiorstwa. Zarządy, zakładające niższą premię ryzyka, określają niższe stopy dyskonta w ocenie przepływów pieniężnych z inwestycji, więcej inwestują, w większym stopniu wykorzystują dźwignię finan-

sową (dług) i skupują własne akcje. Ocena premii ryzyka dokonywana w przedsiębiorstwach ma zatem wpływ na realizowaną politykę inwestycyjną przedsiębiorstwa.

W przypadku małych przedsiębiorstw z branży wysokiej technologii istnieją badania - Kerins, Smioth i Smith (2003) - które wskazują na znacznie wyższą rozpiętość oczekiwanej stopy zwrotu, wynikającą z ryzyka związanego z niską dywersyfikacją oraz wysokim udziałem zaangażowania majątku właściciela. Szacuje się, że premia ta może wynosić od 10 do 40% (wartość ta zwiększa premię ryzyka).

Aby zobrazować wpływ, jaki ma przyjęcie określonych założeń na politykę inwestycyjną przedsiębiorstwa, możemy porównać efekt wykorzystania stopy dyskonta, bazującej na modelu CAPM (obliczenia A. Damodarana) i wyników badań Grahama i Campbella, wykorzystując formułę liczenia wartości aktualizowanej netto (NPV) dla inwestycji 5- i 10-letnich:

$$NPV = \sum_{n=1}^{t} \frac{1}{(1+r)^n}$$

Zakładając, że dla stopy dyskonta *rCAPM* wynoszącej 10,91 (6,3% stopy wolnej od ryzyka + 3,51% premii ryzyka) NPV wynosi 100%, NPV dla wyników Grahama i Campbella (przy zastosowaniu tej samej stopy wolnej od ryzyka i średnich 10% najniższych i najwyższych ocen premii ryzyka) znacząco różni się od wartości obliczonych z wykorzystaniem modelu CAPM (tab.).

Wartość sumy współczynników dyskonta dla różnych założeń dotyczących premii ryzyka

	Okres (t) = 5 lat	Okres (t) = 10 lat
Premia ryzyka = 2,77%	3,88	6,40
Premia ryzyka$_{(CAPM)}$ = 3,51%	3,81	6,20
Premia ryzyka = 11,5%	3,14	4,53

Można to zinterpretować w następujący sposób: na rynku mogą funkcjonować przedsiębiorstwa, które mogą podjąć inwestycje o okresie realizacji do 10 lat, przyjmując założenie, że nominalne przepływy pieniężne będą o 3% niższe niż w warunkach sugerowanej w klasycznej kalkulacji CAPM stopy zwrotu. Istnieje również grupa przedsiębiorstw, dla których inwestycje będą uzasadnione jedynie w przypadku, gdy nominalne przepływy pieniężne będą o 40% wyższe. Należy przy tym pamiętać, że średnia rentowność netto przedsiębiorstw wynosi zwykle od kilku do kilkunastu procent, co oznacza, że ocena premii ryzyka może być bar-

dziej istotna w podejmowaniu decyzji inwestycyjnej niż (mniej lub bardziej optymistyczna) prognoza przepływów pieniężnych.

Odejście od teoretycznych metod wyznaczania kosztu kapitału wbrew pozorom nie jest błędem, nawet w ujęciu samej teorii. Jeśli zarządzający wyznaczają oczekiwaną stopę rentowności dla określonej inwestycji, to zwykle nie zakładają, że jej okres będzie nieograniczony (projekty inwestycyjne mogą być planowane na okres 5-10 lat). Jeśli przyjęte zostaje takie założenie, to poszukiwanie średniej stopy zwrotu z inwestycji na podstawie danych historycznych ze 100 lat jest nieporozumieniem. Poszukiwana jest prognoza na najbliższe lata, a ta może znacząco różnić się od średniej dla 100 lat. W wyznaczaniu oczekiwanej stopy zwrotu chodzi o wyznaczenie prognozy możliwie najbliższej rzeczywistej w kolejnych latach.

Przedsiębiorstwa, które bazują na wartości średniej, mogą nie wykorzystać okresów, które powinny przeznaczyć na rozwój i rozwijać się zbyt szybko w okresach, w których powinny zwolnić tempo.

Wnioski należy rozpatrywać w dwóch obszarach: zarządzania przedsiębiorstwem i z punktu widzenia założeń do wyceny dokonywanej przez inwestorów. Można sformułować wnioski dla analiz wewnętrznych, a mianowicie że:

- kluczowym czynnikiem dla przyjęcia lub odrzucenia projektów inwestycyjnych w przedsiębiorstwach jest indywidualna ocena premii ryzyka dokonywana przez zarząd,
- ocena ta ma znacznie większy wpływ niż sądziliśmy do tej pory, a kluczowym czynnikiem jest prognoza przepływów pieniężnych.

Interesujące są wyniki badań Grahama i Harveya (2001), które wskazują na to, że wielkość przedsiębiorstwa w znacznym stopniu wpływa na praktyki finansów przedsiębiorstw. Na przykład w ocenie przedsięwzięć inwestycyjnych duże przedsiębiorstwa częściej wykorzystują techniki wartości zaktualizowanej netto oraz model wyceny aktywów kapitałowych (CAPM) niż czynią to małe przedsiębiorstwa. Podczas gdy małe przedsiębiorstwa częściej wykorzystują metody proste, jak kryterium okresu zwrotu.

6. Zaciąganie zobowiązań a swoboda decyzji inwestycyjnych przedsiębiorstwa

Jak stwierdzają Graham i Harvey: „W korporacji menedżerowie ustalają cele działania i sprawują kontrolę nad operacjami spółki. Jest to kolejny aspekt ograniczania władzy inwestorów". Zarząd, podejmując decyzje finansowe, powinien brać pod uwagę ich wpływ na decyzje inwestycyjne przedsiębiorstwa, a przede wszystkim uwzględnić zdolność do realizacji projektów w przyszłości. Oznacza to, że istotna staje się „elastyczność" finansowa, tworząca warunki zaciągnięcia długu w ewentualnych sytuacjach kryzysowych.

Według Jansena i Mecklinga (1976), można wyróżnić dwie grupy konfliktów interesu, które pojawiają się w spółce. Konflikt pomiędzy zarządem i akcjonariuszami oraz konflikt pomiędzy akcjonariuszami i wierzycielami. Koszty agencji wynikające z finansowania kapitałem własnym rosną bardziej niż proporcjonalnie wraz z udziałem kapitału własnego, podczas gdy koszty agencji wynikające z finansowania kapitałem obcym maleją wraz ze wzrostem udział kapitału własnego.

W praktyce dąży się do tego, by przedsiębiorstwo miało „luz" finansowy, a zatem wskaźnik zadłużenia niższy od maksymalnego dopuszczalnego. Oznacza to, że istnieje możliwość zwiększenia zadłużenia, ponieważ przedsiębiorstwo posiada zdolność kredytową. Natomiast w sytuacji kryzysowej powinno się przekwalifikować zadłużenie krótkoterminowe na zadłużenie długoterminowe, aby poprawić elastyczność finansową.

Swoboda przedsiębiorstwa w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych może być uzależniona od takich zmiennych, jak:

- dostępność projektów - przedsiębiorstwa mające możliwości inwestycyjne cenią sobie swobodę podejmowania decyzji bardziej niż przedsiębiorstwa niemające możliwości inwestycyjnych;
- wysokość zwrotu z inwestycji - projekty z wyższą oczekiwaną stopą zwrotu są rzadziej odrzucane, jeśli przedsiębiorstwo dysponuje elastycznością finansową i inwestycyjną;
- niepewność przyszłych potrzeb inwestycyjnych i przyszłych przepływów pieniężnych - im wyższa jest niepewność co do przyszłych potrzeb inwestycyjnych i przyszłych przepływów pieniężnych, tym elastyczność decyzyjna jest bardziej wartościowa.

Zakończenie

Prowadzone rozważania pozwoliły na sformułowanie następujących wniosków ogólnych:

1. Oczekiwane stopy zwrotu w decyzjach inwestycyjnych podejmowanych przez zarządzających przedsiębiorstwami nie zawsze odpowiadają wartościom określanym na podstawie danych z rynków kapitałowych czy oczekiwaniom inwestorów.
2. Zarządzający nie podają w sprawozdawczości finansowej danych dotyczących stóp dyskonta wykorzystywanych w ocenie inwestycji. Badania wykazały, że mają one wpływ na politykę inwestycyjną przedsiębiorstwa i jest to jedyny wyznacznik istnienia rozbieżności w prognozach stóp zwrotu w przedsiębiorstwie w stosunku do konkurencji. W praktyce obrazuje się to podejściem zarządów do wzrostu gospodarczego. Niektóre spółki będą

widziały kryzys jako sygnał do przyspieszenia rozwoju (obniżenia premii ryzyka), inne jako sygnał do spowolnienia wzrostu (podniesienia premii ryzyka).

3. W ocenie inwestorów (potencjalnych właścicieli) znacznie większe znaczenie powinna mieć analiza polityki i strategii przedsiębiorstwa, ponieważ jest to jedyny publicznie dostępny wyznacznik prognoz i założeń zarządu.
4. Mniejsze znaczenie należy przywiązywać do analizy danych historycznych. Rozwój przedsiębiorstw nie zależy wyłącznie od potencjału wynikającego z ich pozycji finansowej, w dużej mierze uzależniony jest od przewidywań zarządu i podejmowanych przezeń działań określających przyszłość.

Właściciele, inwestując środki w przedsięwzięcie, ryzykują, a zatem oczekują wynagrodzenia (premii) wynikającego z ponoszonego ryzyka.

Bibliografia

Ben-David I., Harvey C.R., Graham J.R. (2007), *Managerial Overconfidence and Corporate Policies*, NBER Working Paper, W13711, http://ssrn.com/abstract=1079308.

Bernstein P.E. (2007), *Capital Ideas Evolving, John Wiley & Sons Inc, Hoboken*, New Jersey.

Brealey R.A., Myers S.C. (2003), *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill/ Irwin, Seventh Edition, New York.

Damodaran A. (2009), *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – A Post-Crisis Update*, Stern School of Business, Working Paper, http://ssrn.com/abstract=1492717.

DzU 1994, nr 121, z póź. zm., Ustawa o rachunkowości z 29 września 1994, art. 3. ust.1, pkt.17.

Fernandez P. (2009), *The Equity Premium in 150 Textbooks*, http://ssrn.com/abstract=1473225.

Graham J.R., Harvey C.R. (2001), *The theory and practice if corporate finance: evidence from the feld*, Journal of Financial Economics No 60, s. 187-243.

Graham J., Harvey R., Campbell R. (2009), *The Equity Risk Premium amid a Global* Financial Crisis, http://ssrn.com/abstract=1405459.

Jensen M.C., Meckling W.H. (1976), *Theory of the firm, managerial behavior, agency costs and ownership structure,* Journal of Financial Economics, Vol 3, s. 305-360.

Kerins F.J., Smith K.J., Smith R.L. (2003), *Opportunity Cost Of Capital For Venture Capital Investors And Entrepreneurs*, Claremont Graduate University Working Paper, http://ssrn.com/abstract=379961.

Klipatrick A. (2004), *Of Permanent Value; The Story of Warren Buffett*, AKPE, Birmingham (Alabama).

Krippner G.R. (2005), *The financialization of the American economy*, Socio-Economic Review, 3(2), s. 173-208.

Jajuga K., Jajuga T. (2004), *Inwestycje. Instrumenty finansowe. Ryzyko finansowe. Inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
Pomykalska B., Pomykalski P. (2009), *Decyzje o strukturze finansowania przedsiębiorstwa w sytuacji kryzysowej*, [w:] J. Ostaszewski (red.), Dylematy kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie, Przedsiębiorczość, Warszawa 2009, s. 399-412.
Ostrowska E. (2002), *Ryzyko projektów inwestycyjnych*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
Salomons R., Grootveld H. (2003), *The equity risk Premium: Emerging vs. Developed Markets*, Emerging Markets Review, Vol. 4, s. 121-144.
Sharpe W.F. (1964), *Capital asset proces: A theory of market equilibrium under conditions of risk,* Journal of Finance, No 19 (3), s. 425-442.

RISK PREMIUM CONTROVERSY

Summary

Equity risk premiums are important determinants of informed financial decision making. We note controversies arising from various approaches to estimating equity risk premiums in theory and practice. We also look for reasons and potential consequences of undermining theories that form the paradigm of financial decision making.