

Bogna Kaźmierska-Józwiak, Paweł Sekuła

Szacowanie kosztu kapitału własnego przedsiębiorstwa na emerging markets

Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia 46/4, 309-318

2012

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.

BOGNA KAŻMIERSKA-JÓŹWIAK, PAWEŁ SEKULA

*Szacowanie kosztu kapitału własnego przedsiębiorstwa
na emerging markets*

Estimating the cost of equity in emerging markets

Słowa kluczowe: koszt kapitału, koszt kapitału własnego, *emerging markets*

Key words: cost of capital, cost of equity, emerging markets

Wstęp

Właściwy poziom kosztu kapitału własnego przedsiębiorstwa i sposoby jego szacowania są jednymi z ważniejszych problemów finansów, zarówno w sferze teoretycznej, jak i praktycznej. Koszt kapitału spełnia wiele kluczowych funkcji w procesie oceny i podejmowania inwestycji w przedsiębiorstwie. Dotyczy nie tylko bieżących decyzji gospodarczych, ale również szeregu wyborów o znaczeniu strategicznym. Koszt kapitału jest niezbędnym elementem wyceny przedsiębiorstw, decyduje o efektywności transakcji fuzji i przejęć, stanowi również jeden z centralnych elementów procesów zarządzania wartością.

Należy zauważyć, że wciąż poszukuje się sposobów obiektywnego wyznaczenia kosztu kapitału własnego przedsiębiorstwa. Estymacje kosztu kapitału są szacunkiem poszukiwanej wartości, często niestety podatnym na wpływ szeregu czynników i uznaniowość decydentów dokonujących kalkulacji. Problem właściwego oszacowania kosztu kapitału własnego staje się jeszcze trudniejszy w warunkach rynków wschodzących. Specyfika wielu *emerging markets*, charakteryzujących się krótką historią notowań, relatywnie niewielkim rynkiem kapitałowym i dużą zmiennością,

z pewnością nie ułatwia przeprowadzania kalkulacji. Dlatego celem artykułu jest dokonanie przeglądu i oceny technik do wyznaczania kosztu kapitału własnego, jakie proponuje się do wykorzystania w warunkach rynków wschodzących.

1. Metody szacowania kosztu kapitału własnego stosowane na rozwiniętych rynkach kapitałowych

Rola, jaką odgrywa właściwe oszacowanie kosztu kapitału własnego przedsiębiorstwa, między innymi w procesie wyceny i budżetowania kapitałowego, skłaniała do przeprowadzenia szeregu badań wśród korporacji i instytucji finansowych. Analizowano stosowane na rynkach metody kalkulacji oraz wykorzystywane parametry finansowe.

Szerokie badania w tym zakresie przeprowadzili w Stanach Zjednoczonych Graham i Harvey. W sondażu otrzymali odpowiedzi od dyrektorów finansowych z 392 korporacji, co stanowiło 61% pytanym podmiotów. Respondenci wskazywali na kilka stosowanych rozwiązań. Najczęściej w szacowaniu kosztu kapitału własnego wykorzystywano model CAPM (73% badanych), następnie arytmetyczny średni historyczny zwrot z akcji spółki (39%), CAPM korygowany o czynniki ryzyka (34%), dywidendowy model dyskontowy (16%), ponadto ustalano koszt bez precyzyjnych szacunków, w drodze uznania decydenta (14%) oraz decyzją regulatora (7%). Graham i Harvey podkreślali, że zaobserwowali istotne zmiany w stosunku do wcześniejszych badań, popularność oszacowań modelem dywidendowym zdecydowanie zmalała kosztem coraz popularniejszego modelu CAPM¹.

Znane w Stanach Zjednoczonych badania przeprowadzili również Burner, Eades, Harris i Higgins. Opierały się one na telefonicznym wywiadzie z dyrektorami finansowymi 27 dużych korporacji oraz 10 banków inwestycyjnych pełniących funkcję doradców w transakcjach fuzji i przejęć. Badania pokazały, że 22 spółki i 9 doradców finansowych wykorzystuje w szacunkach kosztu kapitału własnego model CAPM. Ponadto jako stosowane rozwiązania wskazano model wieloczynnikowy oraz dyskontowy model dywidendowy. W przypadku wykorzystywanych parametrów finansowych za stopę wolną od ryzyka respondenci przyjmowali najczęściej rentowność dziesięcioletnich lub dłuższych obligacji skarbowych (70% respondentów), natomiast współczynnik beta w połowie przypadków był pobierany z dostępnych na rynku publikacji, a w 30% przypadków wyznaczany osobiście².

Przegląd technik estymacji kosztu kapitału stosowanych przez organy regulacyjne w Stanach Zjednoczonych przeprowadził Cornell. Najpopularniejsze okazały się dy-

¹ J.R. Graham, C.R. Harvey, *The theory and practice of corporate finance: evidence from the field*, „Journal of Financial Economics” 2001, no. 2/3, s. 187–243.

² R.F. Burner, K.M. Eades, R.S. Harris, R.C. Higgins, *Best practices in estimating the cost of capital: survey and synthesis*, „Financial Practice and Education” 1998, no. 1, s. 13–28.

widendowy model dyskontowy oraz model CAPM. Pozostałe rozwiązania właściwe nie były brane pod uwagę, przy czym jako najbardziej wiarygodny wskazywano model dywidendowy³.

Analizy przeprowadzone w Wielkiej Brytanii potwierdziły również, że powszechnie i najczęściej wykorzystywaną metodą szacowania kosztu kapitału własnego jest model CAPM. McLaney, Pointon, Thomas, Tucker zrealizowali badania kwestionariuszowe wśród 193 brytyjskich korporacji giełdowych. Największa grupa, 47% respondentów, wykorzystywała CAPM, natomiast w 27% przypadków stosowano model dywidendowy i stopy dochodu spółki⁴. Rutterford przeprowadził wywiady z dyrektorami finansowymi osiemnastu korporacji brytyjskich z grupy stu największych podmiotów. W przypadku czternastu korzystać z CAPM, w pięciu model dywidendowy, a dla czterech historyczną realną stopę zwrotu z kapitałów własnych. Respondenci z pięciu spółek potwierdzili stosowanie więcej niż jednej metody kalkulacji⁵.

W przypadku wszystkich badań zwracano uwagę na powszechność wykorzystania w kalkulacjach kosztu kapitału własnego modelu CAPM, najczęściej w klasycznej postaci, pozbawionego jakichkolwiek modyfikacji.

2. Specyfika rynków *emerging markets*

Model CAPM jest w praktyce podstawowym sposobem na oszacowanie kosztu kapitału własnego przedsiębiorstwa. Należy jednak pamiętać, że był on definiowany i weryfikowany przede wszystkim w warunkach rozwiniętych rynków kapitałowych, charakteryzujących się dużą liczbą notowanych podmiotów, wieloma uczestnikami operacji oraz dużą płynnością. Specyfika wielu rynków wschodzących okazuje się jednak zupełnie inna. Skala większości *emerging markets* jest zwykle relatywnie niewielka. Najczęściej tylko część istotnych dla danej gospodarki spółek jest notowana na rynku regulowanym. Często skutkuje to ograniczoną kapitalizacją, stosunkowo niską płynnością i niezbyt liczną grupą inwestorów, nie pozostając oczywiście bez wpływu na poziom efektywności rynku.

W państwach segmentu *emerging markets* zwykle popularniejsze jest finansowanie bankowe od pozyskiwanego z rynku kapitałowego. Znaczenie ekonomiczne rynków giełdowych również jest najczęściej dość ograniczone. Na przykład wskaźnik relacji kapitalizacji giełdy do PKB państwa w przypadku większości rynków rozwiniętych wynosi ponad 100%, gdy dla wschodzących najczęściej kształtuje się na poziomie zbliżonym do 50%.

³ S. Armitage, *The Cost of Capital*, Cambridge University Press, New York 2005, s. 262.

⁴ E. McLaney, J. Pointon, M. Thomas, J. Tucker, *Practitioners perspectives on the UK cost of capital*, „European Journal of Finance” 2004, no. 2, s. 123–138.

⁵ S. Armitage, *op. cit.*, s. 262.

Emerging markets często są wysoko skoncentrowane – to znaczy obroty i kapitalizacja pozostają skupione jedynie w kilku największych podmiotach. Powoduje to znaczne utrudnienia w dywersyfikacji portfeli i może skutkować niższą efektywnością rynku, który jest bardziej podatny na manipulacje cenowe. Pojawiają się wtedy także wątpliwości, czy wynagradzane stopą zwrotu może być tylko ryzyko systematyczne, jak ma to miejsce w przypadku modelu CAPM. Utrudnione jest ponadto przeprowadzanie kalkulacji parametrów wejściowych do modeli szacujących koszt kapitału. Serie danych są bardzo krótkie, z uwagi na ograniczony okres funkcjonowania otwartej gospodarki. Sam zakres informacji często jest również ograniczony. Rynki wschodzące charakteryzują się niekiedy daleko posuniętym liberalizmem dotyczącym wymogów informacyjnych. Brak rygorystycznego podejścia może skutkować niską jakością informacji finansowo-księgowych oraz niewielką szczegółowością raportowania. Inwestorzy działający na rynkach wschodzących mogą się ponadto spotkać z szeregiem innych problemów – między innymi dużą zmiennością rynków i walut, niestabilnością gospodarek i systemu prawnego, brakiem niezależności banku centralnego⁶.

Ograniczenia, jakimi charakteryzują się *emerging markets*, mogą powodować, że szacunki kosztu kapitału własnego dokonywane przy wykorzystaniu modelu CAPM będą utrudnione i niezbyt precyzyjne. Dlatego poszukiwane są nowe rozwiązania lub korekty klasycznej postaci modelu CAPM, które mają ułatwić wyznaczanie oszacowań kosztu kapitału w warunkach rynków wschodzących.

3. Propozycje metod szacowania kosztu kapitału własnego na *emerging markets*

Wykorzystanie modelu CAPM do szacowania kosztu kapitału własnego na *emerging markets* może czasem budzić pewne obawy i wątpliwości. Analitycy często jednak podejmują taką próbę z uwagi na stosunkowo ograniczoną liczbę potrzebnych danych wejściowych. Dodatkowo zastosowanie innej nietypowej metody, która nie jest benchmarkiem rynkowym, mogłoby stawiać ich w niewygodnej sytuacji. Model CAPM ponadto jest dość elastyczny i pozwala na łatwe wprowadzanie korekt uwzględniających specyfikę bieżącej sytuacji.

Z uwagi na powyższe na rynku powszechnie stosuje się lokalny wariant modelu CAPM. Wykorzystuje się wówczas klasyczną postać modelu, przyjmując za parametry wejściowe dane charakterystyczne dla danego rynku lokalnego. Premia za ryzyko właściwe dla państwa ma wówczas najczęściej wartość charakterystyczną dla konsensusu obowiązującego na rynku, współczynnik beta jest zwykle szacowany przez analityka, a za stopę wolną od ryzyka przyjmuje się rentowność krajowych skarbowych papierów dłużnych nominowanych w walucie lokalnej. Wtedy, w zależności od

⁶ L.E. Pereiro, *Valuation of Companies in Emerging Markets*, Wiley, New York 2002, s. 105–106.

stopnia rozwoju rynku kapitałowego, wykorzystuje się rentowność papierów krótkookresowych, na przykład rocznych w warunkach wysokiej inflacji, lub rentowność obligacji, najczęściej pięcio- i dziesięcioletnich.

Zwolennicy zmodyfikowanego wariantu modelu CAPM wykazują, że klasyczna postać CAPM w warunkach rynków wschodzących wykazuje skłonność do przeszacowywania poziomu ryzyka⁷. Premia za ryzyko rynku akcji szacowana dla danego państwa w dużym stopniu powtórnie zalicza ryzyko i zawyża poziom wymaganej stopy zwrotu. Wynika to stąd, że znaczna część ryzyka państwa jest już reprezentowana w premii za ryzyko rynku. Dlatego zaproponowano korektę do klasycznej postaci modelu CAPM.

Przeprowadzono badania, aby określić, jaki poziom ryzyka rynkowego wiąże się z elementami ryzyka makroekonomicznego. Okazało się wówczas, że ryzyko państwa (zawiera czynniki makroekonomiczne) objaśnia średnio 40% stóp zwrotu na rynkach kapitałowych, a ryzyko rynków akcji – pozostałe 60% zmienności. Na tej podstawie przyjęto korektę premii za ryzyko systematyczne, wprowadzono parametr $(1 + R^2)$, gdzie R^2 jest współczynnikiem determinacji z regresji przeprowadzonej między zmiennością stopy zwrotu analizowanej spółki a zmiennością ryzyka państwa. Zmodyfikowany model na wyznaczenie kosztu kapitału własnego przedsiębiorstwa jest opisany równaniem:

$$k = r_f + \beta(r_m - r_f)(1 + R^2)$$

gdzie:

$$r_f = r_{f\text{G}} + r_c$$

$r_{f\text{G}}$ – globalna stopa wolna od ryzyka,

r_c – premia za ryzyko państwa.

R^2 informuje, jaka część zmienności kapitałów własnych spółki jest objaśniana przez ryzyko państwa. Wprowadzenie parametru $(1 + R^2)$ obniża wymaganą stopę zwrotu za ryzyko rynku akcji i dzięki temu ogranicza efekt przeszacowywania ryzyka przez model CAPM.

Stopniowe znoszenie barier w swobodzie przepływów kapitałowych i duża dostępność informacji ułatwiają postępującą internacjonalizację rynków finansowych. Wzrost umiędzynarodowienia wpływa natomiast na postępującą integrację rynków kapitałowych. Założenia o zintegrowanych rynkach kapitałowych wykorzystuje się w szacowaniu kosztu kapitału. Ryzykowne aktywa są wówczas wyceniane w stosunku od niedywersyfikowalnego ryzyka rynku światowego. Równanie globalnego CAPM przyjmuje wtedy postać⁸:

⁷ S. Godfrey, R. Espinosa, *A practical approach to calculating costs of equity for investments in emerging markets*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1996, no. 3, s. 80–90.

⁸ T.J. O'Brien, *The global CAPM and a firm's cost of capital in different currencies*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1999, no. 3, s. 73–79; R. Stulz: *Globalization, corporate finance, and the cost of capital*,

$$k = r_{fG} + \beta_{LG} (r_{MG} - r_{fG})$$

gdzie:

k – koszt kapitału własnego przedsiębiorstwa,

r_{fG} – globalna stopa wolna od ryzyka,

r_{MG} – globalna rynkowa stopa zwrotu,

β_{LG} – współczynnik beta lokalnej spółki wyznaczany względem globalnego indeksu akcji.

W przypadku gdy analizowana spółka nie jest notowana na żadnym rynku regulowanym, proponuje się wyznaczanie współczynnika beta dla grupy podobnych spółek giełdowych.

Model zakłada międzynarodową dywersyfikację aktywów, dlatego ryzyko niesystematyczne związane z danym państwem zostaje pominięte. Zaprezentowana wersja równania zakłada również, że wartość aktywów nie jest związana ze zmianami kursów wymiany walut. Wydaje się to dość mocnym założeniem. Zwolennicy modelu powołują się jednak na badania empiryczne, które pokazują niskie kowariancje między stopami zwrotu akcji a wahaniami kursów wymiany⁹. Model, mimo tych dowodów, budzi pewne wątpliwości. Na przykład, zdaniem Pereiro, trudno mu się obronić w warunkach obserwowanych nieefektywności rynków kapitałowych¹⁰.

Wysoka zmienność rynków wschodzących powoduje szereg problemów z wyznaczeniem premii za ryzyko i współczynników beta spółek. Niestabilność notowań może powodować, że dokonywane szacunki będą budzić wiele wątpliwości. W takich przypadkach pomocny w przeprowadzeniu obliczeń może być zmodyfikowany hybrydowy wariant CAPM. Model jest nazywany hybrydowym, ponieważ łączy elementy krajowego i globalnego ryzyka. Zgodnie z hybrydowym wariantem CAPM koszt kapitału własnego jest wyznaczany z następującego równania¹¹:

$$k = r_{fG} + r_c + BC_{LG} \beta_{GG} (r_{MG} - r_{fG}) (1 - R^2)$$

gdzie:

BC_{LG} to współczynnik kierunkowy prostej z regresji pomiędzy stopami zwrotu lokalnego indeksu akcji a stopami zwrotu globalnego indeksu akcji,

β_{GG} jest średnim współczynnikiem beta podobnych spółek, które są notowane na zagranicznych rynkach.

„Journal of Applied Corporate Finance” 1999, no. 3, s. 8–25; R.M. Schramm, H.N. Wang, *Measuring the cost of capital in an international CAPM framework*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1999, no. 3, s. 63–72.

⁹ B. Solnik, B. Noetzlin, *Optimal international asset allocation*, „Journal of Portfolio Management” 1982, no. 1, s. 11–21.

¹⁰ L.E. Pereiro, *op. cit.*, s. 108.

¹¹ *Ibidem*, s. 112.

W modelu hybrydowym obok odpowiednio wyznaczanego współczynnika beta występuje również parametr $(1 + R^2)$, pozwalający na korektę wymaganej stopy zwrotu i ograniczenie efektu przeszacowywania ryzyka.

Zadaniem modelu jest sprowadzenie charakterystyki podobnych spółek z poziomu rynku globalnego do warunków rynku lokalnego. Parametrem, który pozwala na odpowiednią kalibrację danych globalnych, jest BC_{LG} – współczynnik beta państwa, wyznaczony na podstawie stóp zwrotu indeksów rynku akcji.

Godfrey i Espinosa zaproponowali, aby problemy związane z szacowaniem parametrów na potrzeby wyceny kosztu kapitału własnego przedsiębiorstw na *emerging markets* rozwiązywać przy wykorzystaniu danych z rynku amerykańskiego¹². Korygując model CAPM, otrzymali równanie:

$$k = r_{JUS} + r_C + \beta_A (r_{MUS} - r_{JUS})$$

$$\beta_A = \frac{\sigma_m}{\sigma_{MUS}} \times 0,60$$

gdzie:

r_{JUS} – stopa wolna od ryzyka na rynku amerykańskim,

r_{MUS} – oczekiwana stopa zwrotu z amerykańskiego rynku akcji,

β_A – zmodyfikowany współczynnik beta,

σ_m – odchylenie standardowe stóp zwrotu na lokalnym rynku,

σ_{MUS} – odchylenie standardowe stóp zwrotu na rynku amerykańskim.

Model korzysta z danych największego rynku kapitałowego na świecie, traktowanego jako poziom referencyjny. Podstawą do ustalenia właściwej stopy wolnej od ryzyka jest stopa z rynku amerykańskiego powiększona o stosowną premię z rynku długu. Jako premię za ryzyko rynku akcji model wykorzystuje premię właściwą dla rynku amerykańskiego. Współczynnik beta jest natomiast wyznaczany jako iloraz zmienności stóp zwrotu rynku wschodzącego i amerykańskiego. W tym miejscu należy wspomnieć, że szacunki zmodyfikowanego współczynnika beta opierają się na mocnym założeniu o korelacji między rynkami równej 1. W równaniu na obliczenie zmodyfikowanego współczynnika beta występuje parametr 0,60. Iloraz odchyłeń standardowych jest mnożony przez 0,60, ponieważ na poziomie 60% rynki kapitałowe objaśniają zmienność stóp zwrotu.

Model powinien mieć zastosowanie raczej dla bardzo niestabilnych *emerging markets*, charakteryzujących się słabym rozwojem rynku kapitałowego, trudną sytuacją makroekonomiczną, wysoką inflacją.

¹² S. Godfrey, R. Espinosa, *op. cit.*, s. 80–90.

Estrada zaproponował technikę szacowania kosztu kapitału opartą również na amerykańskich aktywach, ale z założeniem o międzynarodowej dywersyfikacji¹³. Zgodnie z modelem Estrady koszt kapitału przedsiębiorstwa wyznacza równanie:

$$k = r_{fUS} + (r_{MC} - r_{fD})RM_i$$

gdzie:

RM_i – miara ryzyka, wykorzystująca i -ty indeks rynku.

Klasyczny model CAPM został pozbawiony współczynnika beta i zastąpiony nową syntetyczną miarą ryzyka, a jako odpowiednik stopy wolnej od ryzyka model przyjął stawki właściwe dla rynku amerykańskiego. RM_i jest definiowane jako stosunek między odchyleniem standardowym stóp zwrotu i -tego rynku, porównywanego ze średnią, a odchyleniem standardowym stóp zwrotu rynku światowego, porównywanego ze średnią. Estrada argumentuje, że dzięki stosowaniu nowej miary RM_i model lepiej opisuje ryzyko, jakie jest postrzegane przez inwestorów. Według niego ryzyko i dochód są w istotnych relacjach, gdy ryzyko mierzy różnice między rzeczywistymi poziomami a wielkościami zakładanymi.

Erb, Harvey i Viskanta zaproponowali, aby dla państw rozwijających się i nieposiadających rynku akcji wyznaczać koszt kapitału własnego przedsiębiorstwa za pomocą modelu opartego na ratingu kredytowym¹⁴:

$$CS_{i,t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 \times \ln(CCR_{i,t}) + e_{i,t+1}$$

gdzie:

CS_i – jest półrocznym zwrotem właściwym dla i -tego państwa, wyznaczany w USD,

CCR_i – jest ratingiem kredytowym i -tego państwa,

t – określa okresy półroczne,

γ_0, γ_1, e – parametry regresji.

Model przy braku parametrów rynkowych dokonuje szacunków przy wykorzystaniu danych makroekonomicznych, branych pod uwagę przy ustalaniu ratingów kredytowych.

Przedstawione powyżej metody wyznaczania kosztu kapitału własnego przedsiębiorstwa zwykle są traktowane w literaturze jako alternatywne dla CAPM. Zadaniem proponowanych modeli jest wyeliminowanie ograniczeń, jakimi może się charakteryzować klasyczny CAPM w warunkach rynków wschodzących.

¹³ J. Estrada, *The cost of equity in emerging markets: a downside risk approach*, „Emerging Markets Quarterly” 2000, no. 3, s. 1–20.

¹⁴ C.B. Erb, C.R. Harvey, T.E. Viskanta, *Expected Returns and Volatility in 135 countries*, „The Journal of Portfolio Management” 1996, no. 3, s. 46–58.

Zakończenie

Omawiane i analizowane metody szacowania kosztu kapitału własnego przedsiębiorstwa są proponowane jako techniki alternatywne dla CAPM. Model wyceny aktywów kapitałowych był definiowany w warunkach rynku amerykańskiego, natomiast *emerging markets* mogą się dość zdecydowanie różnić od rynków rozwiniętych. W warunkach znacznej nieefektywności rynków wschodzących klasyczny model wyceny aktywów kapitałowych może być obarczony szeregiem wad i niewłaściwie definiować zależność między ryzykiem a oczekiwaną stopą zwrotu. Dlatego poszukuje się nowych rozwiązań, pozwalających uzyskiwać lepsze przybliżenia kosztu kapitału własnego przedsiębiorstwa niż klasyczny model CAPM.

Proponuje się na przykład modele mające zastosowanie na rynkach wschodzących, gdzie nie rozwinął się jeszcze odpowiedni poziom infrastruktury rynku kapitałowego. Przygotowano również rozwiązania przydatne w warunkach wysokiej inflacji czy też w przypadku znacznej niestabilności politycznej państwa. Należy jednak podkreślić, że mimo pewnych ograniczeń największą popularnością w dokonywanych szacunkach kosztu kapitału cieszy się klasyczny model CAPM, który stał się swego rodzaju benchmarkiem rynkowym.

Bibliografia

1. Armitage S., *The Cost of Capital*, Cambridge University Press, New York 2005.
2. Burner R.F., Eades K.M., Harris R.S., Higgins R.C., *Best practices in estimating the cost of capital: survey and synthesis*, „Financial Practice and Education” 1998, no. 1.
3. Erb C.B., Harvey C.R., Viskanta T.E., *Expected Returns and Volatility in 135 countries*, „The Journal of Portfolio Management” 1996, no. 3.
4. Estrada J., *The cost of equity in emerging markets: a downside risk approach*, „Emerging Markets Quarterly” 2000, no. 3.
5. Godfrey S., Espinosa R., *A practical approach to calculating costs of equity for investments in emerging markets*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1996, no. 3.
6. Graham J.R., Harvey C.R., *The theory and practice of corporate finance: evidence from the field*, „Journal of Financial Economics” 2001, no. 2/3.
7. McLaney E., Pinton J., Thomas M., Tucker J., *Practitioners perspectives on the UK cost of capital*, „European Journal of Finance” 2004, no. 2.
8. O'Brien T.J., *The global CAPM and a firm's cost of capital in different currencies*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1999, no. 3.
9. Pereiro L.E., *Valuation of Companies in Emerging Markets*, Wiley, New York 2002.
10. Schramm R.M., Wang H.N., *Measuring the cost of capital in an international CAPM framework*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1999, no. 3.
11. Solnik B., Noetzelin B., *Optimal international asset allocation*, „Journal of Portfolio Management” 1982, no. 1.
12. Stulz R., *Globalization, corporate finance, and the cost of capital*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1999, no. 3.

Estimating the cost of equity in emerging markets

The appropriate cost of equity's level and its assessment methods are one of the major problems of finance, both in theoretical and practical aspect. The cost of capital is a key factor in the business valuation, assessing the effectiveness of mergers and acquisitions. It is also very important in the process of value management. Researchers are looking for ways to objectively determine the appropriate cost of equity. The problem of a proper valuation of the cost of equity is even more difficult in terms of emerging markets, because of its short history, a relatively small capital markets and high volatility. Therefore, the goal of the article is to review and evaluate techniques for determining the cost of equity on emerging markets.