

Katarzyna Byrka-Kita

Wynagrodzenie z tytułu ponoszenia ryzyka rynkowego : podejście ex-ante

Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 12, 199-209

2009

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

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

Katarzyna Byrka-Kita

WYNAGRODZENIE Z TYTUŁU PONOSZENIA RYZYKA RYNKOWEGO – PODEJŚCIE *EX ANTE*

Premia z tytułu ryzyka rynkowego jest definiowana jako dodatkowe wynagrodzenie, którego oczekuje inwestor inwestując w akcje i ponosząc większe ryzyko niż ryzyko generowane przez aktywa wolne od ryzyka. Innymi słowy, premia za ryzyko mierzy „dodatkowy zwrot”, którego domagają się inwestorzy w zamian za rezygnację z inwestowania w aktywa wolne od ryzyka i ulokowanie swoich zasobów w aktywach charakteryzujących się ryzykiem odpowiadającym średniej rynkowej. Z teoretycznego punktu widzenia premia za ryzyko jest funkcją dwóch zjawisk – poziomu awersji przejawianej przez inwestorów w stosunku do ryzyka oraz tego za jak ryzykowne w porównaniu z walorami wolnymi od ryzyka uważają oni akcje i inne obciążone ryzykiem inwestycje¹. Ponieważ każdy inwestor na rynku inaczej postrzega akceptowany poziom premii za ryzyko, premia tu stanowi średnią ważoną wszystkich indywidualnych premii, gdzie wagami jest bogactwo poszczególnych inwestorów. Premia z tytułu ryzyka to istotny element większości modeli służących do szacowania kosztu kapitału własnego, czyli stopy zwrotu, jakiej inwestorzy mogliby oczekiwać od przedsięwzięć o danym poziomie ryzyka. Zastosowanie modelu CAPM, modelu APT czy metody składania (tzw. *build-up approach*) oznacza zatem konieczność wyznaczenia premii za ryzyko². Należy podkreślić, że premia za ryzyko, będąc elementem składowym stopy dyskontowej, powinna odzwierciedlać oczekiwania inwestorów w stosunku do kształtowania się ryzyka w przyszłości.

¹ A. Damodaran, *The Dark Side of Valuation*, Prentice Hall, USA 2001, s. 60.

² O znaczeniu pierwszej z wymienionych metod świadczą wyniki badań przeprowadzonych przez J.R. Grahama i C.R. Harvey'a, które pokazują, iż 73,5% przedsiębiorstw używa do szacowania kosztu kapitału własnego modelu CAPM zawsze lub prawie zawsze. Zob. J.R. Graham, C.R. Harvey, *The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field*, „Journal of Financial Economics” 2001, No. 60, s. 187–243.

Niestety oczekiwana premia za ryzyko nie jest parametrem, który mógłby być bezpośrednio zaobserwowany na rynku i stąd wynika potrzeba estymacji jego wartości. Kontrowersje dotyczące premii za ryzyko wynikają właśnie z faktu, że ani wśród teoretyków, ani praktyków nie ma zgody co do sposobu kwantyfikacji oczekiwań inwestorów oraz ich awersji do ryzyka. W literaturze rekomendowane są dwa całkowicie odmienne podejścia do szacowania premii³:

- a) podejście tradycyjne: najszerszej upowszechniona metoda, która polega na przyjęciu, że premia z tytułu ryzyka jest równa historycznej premii rynkowej, przy czym zakłada się, iż inwestorzy oczekują w przyszłości takich samych zwrotów jak w przeszłości;
- b) podejście *ex ante*: zastosowanie alternatywnej metody nie wymaga prowadzenia badań na podstawie danych historycznych, lecz sprowadza się do przyjęcia założenia, że rynek wycenia akcje właściwie, a wymagana przez inwestorów premia rynkowa jest implikowana przez wysokość cen akcji.

Na początku 2003 roku na rynku amerykańskim średnia arytmetyczna premia rynkowa ponad zwroty z obligacji skarbowych wyniosła 6,62%⁴. Pojawia się tu wątpliwość, czy uzyskana premia rynkowa rzeczywiście jest taka, jaką oczekują kupując akcje. Jak już wspomniano, klasyczna metoda wyznaczania premii to metoda *ex post*, zgodnie z którą wartość premii jest równa pomniejszonej o stopę zwrotu z instrumentów wolnych od ryzyka sumie dochodów z aprecjacji cen akcji, otrzymanych dywidend i wykupu akcji. Do połowy lat dziewięćdziesiątych ubiegłego wieku metodę tę powszechnie akceptowano. Jednak wysokie stopy zwrotu na rynku akcji w latach osiemdziesiątych, a szczególnie dziewięćdziesiątych XX wieku spowodowały wzrost premii z tytułu ryzyka do około 6–8% w zależności od sposobu liczenia. Pod koniec lat dziewięćdziesiątych ubiegłego wieku stopa zwrotu z dywidend i wykupów akcji kształtowała się na poziomie około 3% wartości akcji, natomiast stopa wolna od ryzyka wynosiła w ujęciu realnym około 3%. Tak więc:

realna aprecjacja cen akcji + stopa zwrotu z dywidend oraz wykupu akcji – stopa zwrotu z instrumentów wolnych od ryzyka = historyczna premia z tytułu ryzyka,
realna aprecjacja cen akcji +3% –3% = około 7%,
realna aprecjacja cen akcji = około 7%.

³ A. Damodaran, *The Dark Side...*, s. 61; *idem*, Estimating Equity Risk Premiums, www.stern.nyu.edu/~adamodar, s. 5.

⁴ *Stocks, Bonds, Bills and Inflation 2003 Yearbook, Valuation Edition*, Ibbotson Associates, Chicago 2003, s. 66.

Jednocześnie badania nad gospodarką amerykańską dowodzą, że w długim okresie PKB USA może rocznie przyswajać w ujęciu realnym o około 3%. Ponadto wiadomo, że historycznie zyski spółek amerykańskich pozostają średnio na stałym poziomie PKB (ok. 6%), co oznacza, że będą one także rosły realnie w tempie około 3%. Wzrost cen akcji w tempie około 7% doprowadziłby do oderwania się cen od zysków i za kilkadziesiąt lat wskaźnik P/E byłby trzycyfrowy. Jeżeli jednak przyjąć, że zyski spółek będą rzeczywiście rosły w ujęciu realnym w tempie około 7% rocznie, to oznaczałoby, że za 50 lat zyski spółek amerykańskich byłyby wyższe niż PKB Stanów Zjednoczonych. Kontynuując te rozważania wielu naukowców uważa, że można oczekiwać co najwyżej około 3-procentowej rocznej realnej aprecjacji cen akcji w USA i dodatkowo około 3-procentowej stopy zwrotu z dywidend i wykupów akcji. Po odjęciu od tego 3-procentowej realnej stopy zwrotu z instrumentów wolnych od ryzyka otrzymuje się premię na poziomie 3%. W roku 1987 R. Mehra i E. Prescott opublikowali artykuł, w którym rozważali problem premii z tytułu ryzyka z punktu widzenia teorii użyteczności⁵. Zgodnie z ich opinią premia z tytułu ryzyka oszacowana na podstawie danych historycznych jest zbyt wysoka i niemożliwa do wyjaśnienia w ramach istniejących teorii ekonomicznych. Szacunki uzyskane przez nich na podstawie modelu teorii użyteczności znacznie odbiegały od tych, które zaobserwowano na rynku. Kolejnym argumentem przeciwników historycznej premii za ryzyko są wyniki badań ankietowych przeprowadzonych wśród amerykańskich inwestorów instytucjonalnych. Mianowicie, oczekują oni, że w przyszłości uzyskają premię na poziomie około 3–4%, czyli znacznie niższym od wielkości oszacowanej na podstawie tradycyjnej metody⁶. Z kolei brytyjscy dyrektorzy finansowi uznali, że premia za ryzyko powinna ukształtować się na poziomie 5%⁷. Ponadto zgodnie z opinią znanego amerykańskiego inwestora Warrena Buffeta, premia rynkowa w przyszłości będzie nawet niższa niż 3–4%⁸. W związku z tym, że problem premii rynkowej jest przedmiotem wielu dyskusji naukowcy poszukują alternatywnych metod szacowania ERP (premia z tytułu ryzyka – *equity risk premium*). Takim właśnie modelem, którego zastosowanie nie wymaga posługiwania się danymi historycznymi lub przeprowadzania korekt z tytułu ry-

⁵ R. Mehra, E. Prescott, *The Equity Premium: A Puzzle*, „Journal of Monetary Economics” 1985, Vol. 15, s. 145–161.

⁶ I. Welch, *Views on Financial Economists on Equity Premium and on Professional Controversies*, www.papers.ssrn.com, s. 23.

⁷ C.A. Hope, *Finding a Realistic Cost of Capital*, Bank Accounting & Finance, December 2002, s. 303, 319.

⁸ *Ibidem*.

zyka kraju, jest model dywidendowy. Wymagana przez inwestorów premia rynkowa jest tu implikowana wysokością cen akcji⁹:

$$\begin{aligned} & \text{cena akcji w danym momencie (wartość)} = \\ & = \frac{\text{oczekiwany strumień dywidend w następnym okresie}}{(\text{wymagana stopa zwrotu z akcji} - \text{oczekiwana stopa zwrotu})}, \end{aligned}$$

stąd:

$$\begin{aligned} & \text{wymagana stopa zwrotu (średni koszt kapitału własnego)} = \\ & = \frac{\text{oczekiwany strumień dywidend w następnym okresie}}{\text{cena akcji w danym momencie}} + \\ & \quad + \text{oczekiwana stopa wzrostu.} \end{aligned}$$

Zastosowanie tego wzoru nie nastęca większych trudności – przyjmuje się, że historycznie stopa zwrotu z dywidend na rynku amerykańskim kształtowała się na poziomie 2–3%, znana jest również wartość indeksu giełdowego w danym momencie, natomiast szacując długoterminową stopę wzrostu, zakłada się, że w długim okresie stopa wzrostu PKB gospodarki amerykańskiej w ujęciu realnym wynosi 3%, a długoterminowe oczekiwania w stosunku do inflacji również wynoszą około 3%.

Niewątpliwą zaletą prezentowanego podejścia jest to, że opiera się na bieżących wartościach rynkowych i nie wymaga znajomości długich szeregów czasowych stóp zwrotu z akcji. Może być zatem stosowane do wyznaczania implikowanej premii za ryzyko na jakimkolwiek rynku, jednak z założeniem, że model jako taki zostanie uznany za właściwy, a niezbędne dane wejściowe będą dostępne. Należy jednak pamiętać, że stosując modele szacowania implikowanej premii za ryzyko, przyjmujemy, iż rynek poprawnie wycenia akcje, a ponadto prognozy przyszłych dywidend zastosowane w obliczeniach są zgodne z oczekiwaniami rynku w danym momencie. W przypadku rynku amerykańskiego analitycy dysponują kilkudziesięcioletnimi szeregami czasowymi zysków, na których podstawie są w stanie tworzyć wiarygodne prognozy przyszłych wyników finansowych badanych spółek. Jednocześnie oponenci podejścia *ex ante* – takie autorytety w dziedzinie finansów, jak T. Copeland, T. Koller oraz J. Murrin – twierdzą, że „Są dwa powody, dla których nie mamy zbyt wiele zaufania do tej metody. Po pierwsze, analitycy wykazują ograniczoną

⁹ D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999, s. 192.

zdolność do przewidywania zmian notowań (wzrostu) indeksu S & P 500. Po drugie, wzór będący podstawą tego podejścia zakłada pośrednio nieustanny wzrost według stałej stopy g . Jest to bardzo mocne założenie¹⁰. Na rynkach wschodzących, ze względu na dynamikę ich rozwoju i proces transformacji, który przechodzą, szacowanie długoterminowych stóp wzrostu jest jeszcze trudniejsze, a powstałe szacunki są bardzo dyskusyjne.

Ze względu na wagę omawianego zagadnienia poniżej przytoczono wyniki kilku badań nad premią rynkową *ex ante*:

1. J. Claus i J. Thomas oszacowali, że w okresie od 1985 do 1998 średnia implikowana premia za ryzyko wyniosła 3,36%, a przedział, w którym się wahała, to 2,51–3,98%¹¹. W swoich badaniach posłużyli się modelem zysku rezydualnego, a za stopę wolną od ryzyka przyjęli stopę zwrotu do terminu zapadalności z 10-letnich obligacji skarbowych. W tym samym okresie historyczna premia za ryzyko (mierzona jako średnia arytmetyczna i geometryczna) podawana przez Ibbotson Associates wyniosła odpowiednio 7,73 i 6,10%¹², czyli była dwukrotnie wyższa od oszacowanej przez J. Clausa i J. Thomasa premii *ex ante*. Dodatkowym uzasadnieniem wyników uzyskanych dla rynku amerykańskiego są szacunki premii implikowanej wyznaczone przez tych samych badaczy dla Francji, Niemiec, Wielkiej Brytanii i Kanady, które wyniosły odpowiednio: 2,60, 2,02, 2,81 i 2,23%¹³.
2. A. Damodaran, posługując się dwufazowym modelem dywidendowym i badając lata 1961–2003, wyznaczył średnią implikowaną premię za ryzyko na poziomie 3,84% powyżej stopy zwrotu z obligacji skarbowych¹⁴. Ponadto na podstawie rezultatów przeprowadzonych badań sformułował następujące wnioski:
 - a) implikowana premia za ryzyko rzadko kształtowała się na poziomie premii historycznej, nawet jej najwyższa wartość – 6,5%, z 1978 roku jest niższa niż wartość historycznej premii przyjmowanej przez wielu praktyków do szacowania kosztu kapitału na podstawie takich modeli, jak CAPM czy technika składania (*build-up approach*);

¹⁰ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG Press, Warszawa 1997, s. 254.

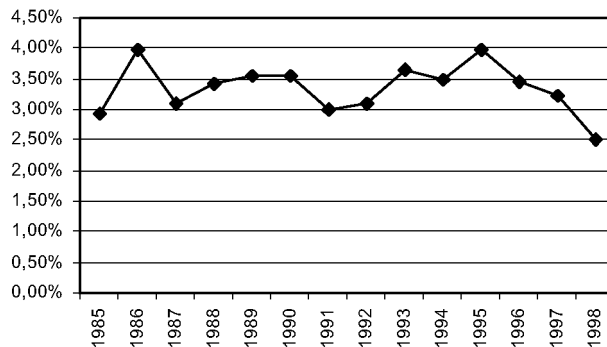
¹¹ J. Claus, J. Thomas, *The Equity Premium is Much Lower Than You Think It Is: Empirical Estimates from a New Approach*, www.papers.ssrn.com, s. 25.

¹² *Stocks, Bonds, Bills...*, s. 66.

¹³ J. Claus, J. Thomas, *op.cit.*, s. 29.

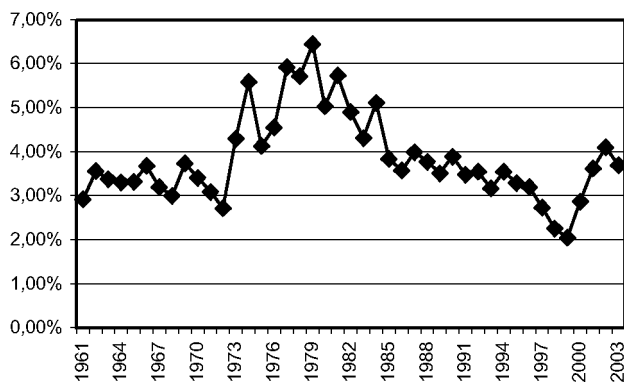
¹⁴ A. Damodaran, *Estimating Equitu...*, s. 17.

Rysunek 1. Premia z tytułu ryzyka oszacowana metodą *ex ante* w okresie od 1985 do 1998



Źródło: opracowanie własne na podstawie J. Claus, J. Thomas, *op.cit.*

Rysunek 2. Premia z tytułu ryzyka oszacowana metodą *ex ante* w okresie od 1961 do 2003



Źródło: opracowanie własne na podstawie A. Damodaran, *Estimating Equity...*

- b) implikowana premia za ryzyko rosła wraz ze wzrostem inflacji w latach siedemdziesiątych ubiegłego wieku; obserwacja ta może mieć duże znaczenie z punktu widzenia czynników wpływających na wartość premii z tytułu ryzyka; szacując premię w ujęciu *ex post* przyjmuje się, że jest ona wartością stałą i niezależną od poziomu inflacji oraz stóp procentowych; być może znacznie bardziej realistycznym byłoby założenie, że jej wartość rośnie wraz ze wzrostem oczekiwanej inflacji i stóp procentowych;

- c) implikowana premia za ryzyko osiągnęła swój szczyt w 1978 roku i od tamtego momentu spadała, aby w 1999 roku osiągnąć wartość 2,05%, a w 2003 wynieść 3,69%; według A. Damodarana, przyczyną tego spadku było zmniejszenie niepewności w stosunku do inflacji oraz spadek stóp procentowych, może to również oznaczać spadek awersji do ryzyka; jednocześnie nie wykluczył on tego, że w tym okresie nastąpiło przewartościowanie rynku.
3. E.F. Fama i K.R. French w swoich badaniach, posługując się modelem jednofazowym oraz przyjmując za stopę wolną od ryzyka stopę zwrotu z 6-miesięcznych papierów komercyjnych (*commercial paper*), oszacowali wartość zarówno premii historycznej jak i implikowanej dla okresu 1872–1999¹⁵. W rezultacie przeprowadzonych badań stwierdzili, że:
- a) średnia premia historyczna w okresie 1872–1999 wyniosła 6,10%, podczas gdy premia implikowana – 4,03%; dzieląc okres badawczy na dwie części: 1872–1949 (w ramach tego okresu przebadano oddzielnie lata: 1926–1949) i 1950–1999, E.F. Fama i K.R. French zauważyli, że w pierwszym okresie premie implikowana i historyczna ukształtowały się na zbliżonym poziomie, czyli 4,35 i 4,52% (w okresie 1926–1949 wyniosły odpowiednio 8,12 i 7,93%), natomiast w drugim ich wartości znacznie się już od siebie różniły i wyniosły 3,54% (implikowana) i 8,41% (historyczna);
- b) szacunki otrzymane na podstawie modelu jednofazowego są znacznie bardziej precyzyjne – w okresie 1950–1999 błąd standardowy średniej premii wyznaczonej na podstawie modelu Gordona wyniósł 0,87% w porównaniu z 2,38% premii historycznej;
- c) w okresie 1950–1999 nastąpił w porównaniu z latami 1872–1949 spadek zmienności stóp zwrotu z akcji mierzonej odchyleniem standardowym, co w konsekwencji spowodowało spadek ryzyka inwestowania w akcje; zjawisko to znalazło odzwierciedlenie w spadku premii *ex ante* (4,35% w okresie 1872–1949 w porównaniu z 3,54% w okresie 1950–1999), natomiast pozostałe w sprzeczności z gwałtownym wzrostem premii historycznej (4,52% w okresie 1872–1949 w porównaniu do 8,41% w okresie 1950–1999); E.F. Fama i K.R. French tłumaczą to tym, że zmniejszenie ryzyka inwestowania w akcje doprowadziło do spadku wymaganej pre-

¹⁵ E.F. Fama, K.R. French, *The Equity Premium*, The Center for Research in Security Prices, Working Paper No. 522, www.papers.ssrn.com, s. 35.

mii za ryzyko, co w konsekwencji wzrostu wartości bieżącej przyszłych dywidend dało rezultat w postaci nieoczekiwanie wysokich stóp zwrotu z akcji.

Na podstawie przytoczonych badań, pomimo że różnią się one pod względem stosowanej metodologii, można wysnuć wspólny wniosek, którego z punktu widzenia zarówno teorii jak i praktyki finansów nie powinno się lekceważyć – historycznie średnia zrealizowana premia z tytułu ryzyka na rynku amerykańskim była znacznie wyższa niż implikowana premia rynkowa wymagana przez inwestorów w zamian za podjęcie ryzyka inwestowania w akcje. Co więcej, szacunki premii za ryzyko sporządzone metodą *ex ante* są spójne z wynikami badań ankietowych przeprowadzanych wśród amerykańskich inwestorów instytucjonalnych i opiniami na jej temat wielu autorytetów w dziedzinie finansów:

1. Mauboussin – Columbia Business School, CSFB–CSFB używa średniej premii implikowanej **4%** ponad obligacje, w ciągu ostatnich lat premia implikowana nie przekraczała 5%, a spadła do 2%: *Reaearch Roundtable, The Equity Premium*, www.papers.ssrn.com.
2. Gebhardt, Lee, Swaminathan – Cornell University – **2–3%** ponad obligacje: *Toward an Ex Ante Cost of Capital*, www.papers.ssrn.com.
3. Welch – **3%** ponad obligacje: *A Note on The „Equity Size Puzzle”*, linux.anderson.ucla.edu/academic.finance.
4. Pernold – Harvard Business School – **3%** ponad obligacje: *Reaearch Roundtable, The Equity Premium*, www.papers.ssrn.com.
5. Cochrane – najwyżej **3–4%**: *Reaearch Roundtable: The Equity Premium*, www.papers.ssrn.com.
6. Ritter – rynek implikuje premię niewiele ponad **0%** ponad obligacje (0,1%): *Reaearch Roundtable: The Equity Premium*, www.papers.ssrn.com.
7. Siegel – uważa, że premia wyniesie między **0** a **2%** ponad obligacje: *The Shrinking Equity Premium*, „Journal of Portfolio Management” 1999, Fall.
8. Stulz – premia malała a nie rosła, w związku z czym wzrosły ceny akcji i premia historyczna: *Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital*, www.papers.ssrn.com.
9. Buffet – premia możliwa do uzyskania to co najwyżej około **2%**: *Mr. Buffet on the Stock Market*, „Fortune” 1999, November.
10. Glassman, Hassett – uważają że obecnie premia z tytułu ryzyka oscyluje wokół **3%**, niemniej jednak jej wartość będzie w przyszłości spadać i zbliżać się do **0%**: *Stock Prices Are Still Far Too Low*, „Wall Street Journal Europe” 1999, March 18.

W kontekście przytoczonych opinii pojawia się pytanie, jeżeli premia z tytułu ryzyka jest rzeczywiście tak niska, to co doprowadziło do tak znacznego jej spadku w ciągu ostatnich 50 lat. Rezultaty prac, J. Siegela, który przebadął niemal 200-letnie szeregi czasowe stóp zwrotu, dowodzą, że w długim horyzoncie czasu (okresy inwestycyjne powyżej 20-lat) stopa zwrotu z akcji zawsze była wyższa od inflacji, czego nie można powiedzieć o stopie zwrotu z obligacji. Należy podkreślić, że zjawisko to zaobserwowano także w okresach, w których były dwie wojny światowe oraz różnego rodzaju kryzysy gospodarcze i polityczne. W konsekwencji można stwierdzić, że akcje jako takie w rzeczywistości były bezpieczniejszą inwestycją długoterminową niż obligacje. Zgodnie z teorią finansów, inwestorzy kupując akcje i podejmując związane z nimi ryzyko, w zamian oczekują wynagrodzenia w postaci premii. Jeżeli jednak akcje w długim horyzoncie czasu okazują się bezpieczniejszą inwestycją niż obligacje, to tego typu oczekiwania można uznać za irracjonalne. J.K. Glassman i K.A. Hassett z American Enterprise Institution uważają, że od początku lat osiemdziesiątych ubiegłego wieku inwestorzy zaczęli zauważać tę tendencję. Zgodnie z ich opinią, przyczyn spadku premii z tytułu ryzyka na rynku amerykańskim można upatrywać w następujących zjawiskach¹⁶:

- a) inwestorzy dysponują obecnie znacznie większą wiedzą na temat giełdy, częściowo dzięki działalności funduszy powierniczych, a częściowo dzięki większemu zainteresowaniu tą problematyką mediów;
- b) wzrost zainteresowania oszczędzaniem w postaci indywidualnych rachunków emerytalnych, w odniesieniu do których w USA możliwe jest skorzystanie z odroczenia płatności zobowiązań podatkowych, wymusza przyjmowanie długoterminowego horyzontu inwestycyjnego, a im dłuższy horyzont, tym bezpieczniejsza jest inwestycja w akcje;
- c) pod presją akcjonariuszy i na skutek globalizacji konkurencji firmy poddają się procesom restrukturyzacji, stają się efektywniejsze, a w konsekwencji mniej podatne na następstwa recesji;
- d) polityka fiskalna i monetarna prowadzona przez kolejne rządy w USA uległa znacznej poprawie;
- e) złagodzenie biurokracji w sferze regulacji i podatków;
- f) zmniejszenie zagrożeń zewnętrznych (np. koniec zimnej wojny).

Jest jednak bardzo wielu inwestorów, których horyzont inwestycyjny jest znacznie krótszy niż ten, w którego przypadku premia zbliża się do zera (powyżej 20 lat)

¹⁶ J.K. Glassman, K.A. Hassett, *Stock Prices Are Still Far Too Low*, „Wall Street Journal Europe” 1999, March 18, s. 12.

i właśnie oni będą oczekiwać wyższej premii, niż sugerowana przez J.K. Glassmana i K.A. Hassetta. Są przykładowo inwestorzy w średnim wieku – z ich punktu widzenia wysokość krótkoterminowych stóp zwrotu z akcji jest bardzo ważna, od nich bowiem zależy wysokość ich przyszłej emerytury. Pięćdziesięcioletni inwestor, który ma zamiar przejść na emeryturę za 5 lat, nie może czekać na ożywienie rynku, jeżeli w danym momencie właśnie się rozpoczyna recesja. Podobnie bywa w przypadku młodszych inwestorów, którzy przyjmując krótszy horyzont inwestycyjny, oszczędzają na zakup domu lub sfinansowanie edukacji dzieci. Z tego względu tacy naukowcy jak S.D. Young oraz S.F. O’Byrne, nie zgadzają się z J.K. Glassmanem i K.A. Hassettem, twierdzącymi, że inwestowanie w akcje nie wiąże się z większym ryzykiem niż inwestowanie w obligacje, ponieważ racjonalni inwestorzy, tacy jak inwestujący w fundusze emerytalne, są w stanie przyjmować odpowiednią długość horyzontu czasowego inwestycji¹⁷. Jest to prawda, ale oprócz nich jest bardzo wielu innych uczestników rynku, którzy również kierując się racjonalnymi przesłankami, wybierają krótsze horyzonty inwestycyjne. Skrócenie horyzontu inwestycyjnego powoduje jednak zwiększenie ryzyka inwestowania w akcje. W takich przypadkach jak najbardziej logiczne jest oczekiwanie premii za ryzyko zasadniczo różniącej się od zera. Według S.D. Younga i S.F. O’Byrne’a, należy jednocześnie odrzucić premii na poziomie od 0 do 3% i przyjmowanej przez niektórych analityków premii na poziomie wyższym niż 7%. Oni rekomendują innym i sami przyjmują w swoich analizach premię wynoszącą 5%.

Przedstawione rozważania mają duże znaczenie z punktu widzenia praktyki finansów, ponieważ znajomość kosztu kapitału jest niezbędna do wyceny przedsiębiorstw, analiz efektywności przedsięwzięć inwestycyjnych czy w zarządzaniu przedsiębiorstwem przez wartość. Należy podkreślić, że przedmiotem zainteresowania zarówno praktyków jak i teoretyków finansów jest stopa zwrotu wymagana przez inwestorów od przedsięwzięć o danym poziomie ryzyka, a jej wysokość jest uzależniona od obecnego poziomu awersji do ryzyka, a nie wysokości stóp zwrotu wygenerowanych w przeszłości. Jak widać, w środowisku naukowym nie ma zgody, zarówno co do metody szacowania premii za ryzyko jak i jej wysokości. Na popularność premii *ex post* wpłynęły jej rozpowszechnienie w literaturze i prostota tego podejścia, a także zbieżność uzyskiwanych wyników z wyrażanymi przez inwestorów oczekiwaniami. Należy tu podkreślić, że problem premii z tytułu ryzyka i kontrowersje z nim związane przedstawiono na podstawie danych pochodzących

¹⁷ S.D. Young, S.F. O’Byrne, *EVA And Value-Based Management*, McGraw-Hill, USA 2001, s. 176.

z USA, czyli z najlepiej rozwiniętego rynku kapitałowego na świecie. Jest oczywistym, że obliczenie premii dla słabiej rozwiniętych rynków kapitałowych czy też gospodarek wschodzących jest znacznie trudniejsze. W ich przypadku nie ma równie wiarygodnych pod względem jakości i równie długimi szeregów czasowych danych, dlatego wszystkie opisane problemy uwypuklają się jeszcze bardziej.

RENUMERATION FOR TAKING THE MARKET RISK PREMIUM – EX-ANT APPROACH

Summary

The article discusses ex-ante approach to the equity risk premium estimation. According to the research results quoted in the paper it is possible to draw the conclusion that historical equity risk premium calculated by means of traditional approach is much higher than the implied risk premium. Moreover the ex-ante estimates of the equity risk premium are consistent with the results of the questionnaire conducted among American institutional investors and opinions expressed by the prestigious scientists. On the other hand there are many opponents of this approach, who present arguments which are difficult to be refuted.

Translated by Katarzyna Byrka-Kita