

Dylematy identyfikacji i pomiaru kosztu kapitału własnego w małym przedsiębiorstwie w warunkach współczesnych rynków finansowych

Jacek Jaworski*

Streszczenie: *Cel* – Wskazanie specyfiki identyfikacji kosztu kapitału własnego w małym przedsiębiorstwie, a także trudności w jego szacowaniu.

Metodologia badania – Analizę przeprowadzono w oparciu o kwerendę literatury oraz spostrzeżenia własne autora.

Wynik – Zaproponowano kierunki poszukiwania metod odpowiednich dla małych przedsiębiorstw.

Oryginalność/wartość – Zidentyfikowano główne czynniki kształtujące koszt kapitału własnego małego przedsiębiorstwa, w ich świetle wskazując możliwe do zastosowania metody jego pomiaru.

Słowa kluczowe: koszt kapitału własnego, małe przedsiębiorstwo

Wprowadzenie

Jednym z ważniejszych zagadnień dla zarządzania finansami przedsiębiorstw jest problematyka kosztu kapitału. Kapitał w tym ujęciu należy rozumieć jako kombinację źródeł finansowania przedsiębiorstwa, czyli zasobów finansowych powierzonych przedsiębiorstwu przez jego właścicieli (kapitał własny) i wierzycieli (kapitał obcy). Koszt kapitału jest wypadkową przyjętej lub projektowanej struktury finansowania oraz jednostkowych kosztów związanych z poszczególnymi jej składowymi.

Koszt kapitału jest jednym z podstawowych wyznaczników ekonomicznego prognozy rentowności przedsiębiorstwa. Wykorzystywany jest do szacowania opłacalności inwestycji, wyceny przedsiębiorstwa oraz w wielu innych narzędziach informacyjnego wsparcia zarządzania finansami firmy. Jego prawidłowa identyfikacja oraz pomiar są więc niezbędne dla podejmowania większości kluczowych decyzji w przedsiębiorstwie.

Kapitał własny jest sumą środków wniesionych przez właścicieli przedsiębiorstwa (kapitał wniesiony) oraz wypracowanych przez przedsiębiorstwo (kapitał wypracowany). Zatem koszt kapitału własnego wynika: z jednej strony z oczekiwań właścicieli jako inwestujących środki w działalność przedsiębiorstwa, a z drugiej z interesów przedsiębiorstwa jako

* dr hab. Jacek Jaworski prof. nadzw. WSB, Wyższa Szkoła Bankowa w Gdańsku, ul. Dolna Brama 8, 80-821 Gdańsk, e-mail: jjaworski@wsb.gda.pl.

korzystającego i pomnażającego owe środki. Koszt ten jest pojęciem abstrakcyjnym, którego identyfikacja i szacowanie nie jest tak jednoznaczne, jak w przypadku kosztu kapitału obcego.

W przypadku przedsiębiorstw dużych istnieje szereg teorii kwantyfikujących koszt kapitału własnego, uwzględniających uwarunkowania współczesnych rynków finansowych, gdzie kapitał ów się pozyskuje. Wynikające z nich metody pozwalają z określoną dokładnością wskazać składowe koszty kapitału i obliczyć wartość. Biorąc pod uwagę specyficzne cechy małych przedsiębiorstw oraz wspomniane uwarunkowania rynkowe, teorie te mogą mieć ograniczone zastosowanie. Zatem opracowanie właściwych metod szacowania kosztu kapitału własnego w małym przedsiębiorstwie pozostaje sprawą otwartą.

Celem opracowania jest wskazanie specyfiki identyfikacji kosztu kapitału własnego w małym przedsiębiorstwie, a także trudności w jego szacowaniu. Analizę przeprowadzono w oparciu o kwerendę literatury oraz spostrzeżenia własne autora.

1. Koszt kapitału własnego – podstawowe teorie i metody szacowania

Koszt kapitału jest to wielkość, którą większość autorów identyfikuje jako stopę zwrotu, jakiej oczekują inwestorzy (właściciele i wierzyciele) z zainwestowanego kapitału (szerzej patrz tabela 1). Cytując za P. Szczepankowskim (2004: 123–124) można zatem koszt kapitału określić następująco:

- w najszerszym ujęciu jest to relacja dochodu oczekiwanego przez dawców kapitału i wartości zaangażowanego przez nich kapitału,
- cena, jaką powinna zapłacić firma za prawo do dysponowania pozyskanym na inwestycje kapitałem,
- graniczna stopa zwrotu, którą powinna generować firma ze swoich inwestycji, aby utrzymywana była wartość przedsiębiorstwa,
- minimalna, uwzględniająca ryzyko stopa zwrotu, którą firma powinna osiągać z podejmowanych inwestycji, aby inwestycje były zaakceptowane przez właścicieli,
- stopa procentowa wyrażająca minimalną rentowność, na jaką inwestorzy gotowi są zaangażować swój kapitał w daną inwestycję, aby osiągnąć z niej oczekiwane korzyści.

Powyższa definicja oznacza w odniesieniu do kosztu kapitału własnego, że będzie to wyrażona procentowo relacja pomiędzy oczekiwanymi korzyściami właścicieli a zaangażowanym kapitałem. Na korzyści te składają się (Duliniec 1998: 67):

- dochód bieżący (dywidendy),
- zysk kapitałowy, będący różnicą pomiędzy ceną sprzedaży a ceną zakupu udziału lub akcji.

Tabela 1

Definicja kosztu kapitału

Autor	Definicja
P. Kapuś	Wierzyciele, jak i akcjonariusze, oczekują rekompensaty odpowiadającej kosztowi alternatywnemu związanemu z ulokowaniem środków w daną firmę, zamiast w inne o podobnym charakterze i ryzyku. Koszt kapitału można więc zdefiniować jako minimalną stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału oczekiwaną przez dostarczających tenże kapitał.
T. Wiśniewski	Poziom kosztu kapitału jest uzależniony od stóp zwrotu, których oczekują akcjonariusze i wierzyciele firmy, a także od systemu podatkowego i wielu innych warunków wynikających z otoczenia.
D. Dziawgo, A. Zawadzki	Koszt kapitału to oczekiwany przez inwestorów zwrot z zainwestowanego kapitału wyrażony w stosunku rocznym z uwzględnieniem ryzyka przedsięwzięcia.
A. Motylska-Kuźma, J. Wieprow	Koszt kapitału można zdefiniować jako stopę zwrotu oczekiwaną przez dawców kapitału. Koszt ten wyrażony jest procentowo i odnosi się do sumy kapitału.
W. Rogowski	Koszt kapitału (koszt utraconych korzyści, koszt alternatywny) określa się jako wymagany przez inwestorów minimalny zwrot, który mógłby być zrealizowany przez nich z alternatywnej inwestycji w danej klasie ryzyka i o takim samym okresie zaangażowania kapitału.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Karpuś (2006): 213; Wiśniewski (2008): 109; Dziawgo, Zawadzki (2011): 157; Motylska-Kuźma, Wieprow (2013): 82; Rogowski (2013): 218.

Podstawową miarą efektywności wykorzystania kapitałów własnych jest wskaźnik rentowności tychże kapitałów ROE (Rogowski 2013: 218):

$$ROE = \frac{\text{zysk netto}}{\text{kapitał własny ogółem}}$$

Poziom ROE w dłuższym okresie kształtuje skłonność właścicieli do utrzymywania kapitałów w przedsiębiorstwie. Im jest on wyższy, tym właściciele są bardziej zainteresowani pozostawieniem kapitałów w przedsiębiorstwie. Konieczność osiągnięcia wyższego ROE oznacza ponoszenie kosztów związanych ze zwiększaniem sprawności, efektywności i wydajności działania, a także wykorzystania kapitałów obcych w kreowaniu zysku przy określonym poziomie ryzyka. ROE nie jest jednak jedynym wyznacznikiem korzyści właścicieli. Na ich satysfakcję wpływają również inne uwarunkowania. Najważniejsze z nich to prowadzona polityka dywidend oraz kształtowanie wartości rynkowej posiadanych akcji. Obciążenia dla przedsiębiorstwa wynikające z osiągnięcia oczekiwanego przez właścicieli ROE, wypłacania dywidend oraz maksymalizacji wartości rynkowej akcji składają się na koszt kapitałów własnych.

Biorąc pod uwagę doświadczenia oraz bieżące uwarunkowania funkcjonowania rynków finansowych stanowiących źródło kapitału własnego, wyróżnić można trzy podstawowe metody szacowania jego kosztu (Duliniec 1998: 86–96; Jakubczyc 2008: 148–161; Jaworski 2010: 255–257):

- 1) model wzrostu dywidendy (podejście tradycyjne),

- 2) model wyceny aktywów kapitałowych (CAPM),
- 3) metoda premii z tytułu ryzyka, zwana również metodą arbitrażu cenowego (APT – *arbitrage pricing theory*).

W pierwszym z modeli zakłada się, że wartość akcji (jej cena rynkowa – P_0) jest równa zdyskontowanej wartości przyszłego strumienia dywidend (DIV_t), a poziom stopy dyskontowej (r_e) wyznacza pożądaną stopę zwrotu z inwestycji:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{(1+r_e)^1} + \frac{DIV_2}{(1+r_e)^2} + \dots = \sum_{i=1}^t \frac{DIV_i}{(1+r_e)^i}.$$

Zakładając, że dywidendy będą wypłacane w nieskończoność ($t \rightarrow \infty$) oraz stałą ich kwotę (DIV), można wyprowadzić zależność:

$$P_0 = \frac{DIV}{r_e} \Rightarrow r_e = \frac{DIV}{P_0}.$$

Jeżeli dywidendy przypadające na jedną akcję będą rosły w jednakowym tempie ($DIV_t = DIV_0 \times (1+g)^t$), to przy $t \rightarrow \infty$:

$$P_0 = \frac{DIV_0(1+g)}{r_e - g} = \frac{DIV_1}{r_e - g} \Rightarrow r_e = \frac{DIV_1}{P_0} + g.$$

Zależność ta nosi nazwę modelu stałego wzrostu dywidend lub modelu Gordona.

Model Gordona obarczony jest kilkoma istotnymi wadami (Duliniec 1998: 88–89):

- można go stosować tylko wówczas, gdy tempo wzrostu dywidend jest mniejsze od kosztu kapitału własnego,
- brak wypłat dywidend, czyli $= 0$ nie oznacza, że ceny akcji spadają do zera, jakby to wynikało z zależności,
- model ten w niewystarczający sposób uwzględnia ryzyko towarzyszące prowadzonej działalności.

W praktyce gospodarczej częściej stosowany jest model wyznaczania kosztu kapitału własnego oparty na koncepcji w skrócie zwanej CAPM (*capital assets pricing model*). Opiera się on na założeniu, że koszt kapitału własnego, czyli oczekiwana stopa zwrotu z kapitałów zainwestowanych w przedsiębiorstwo wynosi (Jaworski 2010: 256):

$$r_e = r_{RF} + \beta \times (r_M - r_{RF}),$$

gdzie:

- r_{RF} – nominalna stopa zwrotu wolna od ryzyka,
- r_M – rynkowa stopa zwrotu z portfela inwestycyjnego,
- β – współczynnik beta, charakteryzujący stopień korelacji pomiędzy zwrotem z inwestycji w akcje danej spółki a hipotetycznej inwestycji w indeks rynku lub określonego pakietu akcji różnych spółek. Obliczenia dokonywane są czteroznacznie.

- 1) oszacowanie nominalnej stopy wolnej od ryzyka,
- 2) obliczenie rynkowej stopy zwrotu – najczęściej przy wykorzystaniu indeksów rynku kapitałowego,
- 3) wyliczenie premii za ryzyko równej różnicy stóp powyżej wymienionych,
- 4) określenie współczynnika – jest on bardzo często obliczany i podawany dla każdej notowanej spółki przez organizatorów rynku kapitałowego w odniesieniu do podstawowego indeksu giełdowego.

Jednak i pod adresem modelu CAPM wysuwane są pewne obiektywne zastrzeżenia:

- bazuje na oczekiwaniach dotyczących przyszłości, ale wykorzystuje w obliczeniach dane przeszłe,
- współczynnik może przybierać różne wartości w zależności od przyjętej struktury portfela inwestycyjnego przyjętego jako bazowy,
- rynkowe stopy zwrotu oraz premie za ryzyko odnoszone są do parametrów rynków lokalnych, a nie do rynku globalnego, wobec czego model ten nie uwzględnia całego ryzyka towarzyszącego danej działalności.

Ostatnią z popularnych metod szacowania kosztu kapitału własnego jest model oparty o szacowanie premii za ryzyko (ATP). Zasadza się ona na twierdzeniu, że koszt kapitału własnego (r_e) jest równy stopie zwrotu z inwestycji w obligacje tego przedsiębiorstwa (r_d) powiększonej o premię za dodatkowe ryzyko, jakie ponoszą akcjonariusze w porównaniu z ryzykiem wierzycieli (R_e):

$$r_e = r_d + R_e.$$

Zastosowanie tej uproszczonej metody możliwe jest jednak dla przedsiębiorstw, które wyemitowały obligacje notowane na aktywnym rynku. Obarczone jest również subiektywnym podejściem w określaniu premii za dodatkowe ryzyko akcjonariuszy.

W literaturze przedmiotu wymieniane są także inne metody szacowania kosztu kapitału własnego. Formuły te najczęściej uwzględniają specyficzne warunki danego rynku kapitałowego bądź też specyfikę wycenianego podmiotu bazując na ogólnym modelu CAPM. Należą do nich (Jaworski 2010: 258):

- model Famy-Frencha,
- model Butlera-Pinkertona (*BPM Model*),
- metoda składania (*Build-Up Method*).

Model Famy-Frencha opiera się na trójczynnikowej formule CAPM obejmującej (Fama, French 1996):

- stopę wolną od ryzyka,
- różnicę stóp zwrotu pomiędzy papierami o dużej i małej kapitalizacji,
- różnicę stóp zwrotu pomiędzy papierami o wysokim i niskim stosunku wartości księgowej do wartości rynkowej.

BPM model (Butler, Pinkerton 2008), podobnie jak klasyczny CAPM, jest modelem jednoskładnikowym. Przy czym wykorzystywany w nim współczynnik β zwany również

Total- β (beta całkowita) liczony jest jako stosunek odchylenia standardowego historycznych cen akcji danej spółki do odchylenia standardowego całego rynku. Obejmuje on całkowite ryzyko danej spółki (systematyczne i specyficzne).

Metoda składania (*Build-Up Method*) wzięła zaś swą nazwę z idei sumowania ryzyka związanego z różnymi klasami papierów wartościowych. W tym podejściu szacowanie kosztu kapitału własnego obejmuje tyle składników, ile klas ryzyka można wyodrębnić na danym rynku (ryzyko systematyczne) oraz dla danej spółki (ryzyko specyficzne).

2. Wpływ cech małego przedsiębiorstwa na pojęcie i wielkość kosztu kapitału własnego

Opisane powyżej metody identyfikacji i szacowania kosztu kapitału własnego opracowane były dla przedsiębiorstw dużych. W przypadku małych firm należy uwzględnić ich cechy specyficzne, odróżniające je od podmiotów większych, a także ich pozycję na rynkach finansowych. Cechy te wpływają z jednej strony na korzyści właścicieli, z drugiej na ryzyko prowadzonej działalności, czyli w efekcie na oczekiwaną stopę zwrotu.

Różnice w ujęciu kosztu kapitału własnego w zależności od wielkości przedsiębiorstwa występują już na etapie jego identyfikowania. Oczekiwana stopa zwrotu to relacja oczekiwanych korzyści właściciela przedsiębiorstwa do zaangażowanych kapitałów. Jak wspomniano wcześniej, dla przedsiębiorstw dużych oczekiwane korzyści właściciela to przede wszystkim wypłacane dywidendy oraz wzrost cen rynkowych akcji/udziałów, czyli cechy wprost pozycjonujące je na rynkach finansowych. Są to wielkości dość łatwo mierzalne i przewidywalne. Takie ujęcie korzyści właściciela jest skutkiem rozdzielenia w dużych firmach funkcji właścicielskich od zarządczych. W małych przedsiębiorstwach właściciele najczęściej samodzielnie nimi zarządzają. Powoduje to, że oprócz dochodów z posiadania udziałów, czerpią oni szereg innych korzyści wynikających z kompetencji zarządczych. Są to zatem korzyści wynikające z uwarunkowań pozarynkowych (Szerzej: Cegłowski 2003: 63).

Typowym przykładem korzyści wynikających z decyzji zarządczych właściciela małej firmy może być zakup nowego samochodu służbowego. Akcjonariusz dużej firmy nie będzie odczuwał tej decyzji jako zwiększającej jego korzyści. Dla osoby będącej właścicielem i zarządzającym małym przedsiębiorstwem rodzi zgoła inne konsekwencje. Często samochód służbowy wykorzystywany jest także dla celów prywatnych. Wypracowany dochód zostaje w ten sposób przeznaczony na wydatki konsumpcyjne przedsiębiorcy z pominięciem dywidend i związanego z nimi opodatkowania. Innym przykładem może być sytuacja, w której przedsiębiorstwo zatrudnia rodzinę właściciela. Wypłacane wynagrodzenie z jednej strony stanowi koszt obniżający kwotę zysku przedsiębiorstwa, a więc i potencjalnych dywidend. Z drugiej jednak strony powoduje zwiększenie prywatnych korzyści właściciela poprzez przepływ środków do rodziny oraz zmniejszenie podstaw opodatkowania. W tym ostatnim zakresie właściciel małej firmy ma niewspółmiernie większe możliwości niż akcjonariusze

dużych przedsiębiorstw. Może on ukrywać w kosztach przedsiębiorstwa wiele swoich prywatnych wydatków, uzyskując korzyści wynikające z budowanych tym sposobem, nie zawsze legalnych, pozaodsetkowych tarcz podatkowych (Jaworski 2009a: 34).

Właściciele małych przedsiębiorstw podkreślają także znaczenie korzyści niebędących stricte strumieniami finansowymi, np. zabezpieczenia przyszłości własnej i rodziny, stabilizacji źródeł i kwot dochodów w rodzinie czy też budowanie trwałych relacji z otoczeniem poprzez wspólne interesy. W wielu przypadkach istotnymi są korzyści całkowicie niezwiązane z finansami. Są one często niewymierne i trudno mierzalne, np. prestiż i status społeczny, samorealizacja zawodowa czy też uniezależnienie się od kierowników wyższych szczebli, realizacja planów i marzeń (Szerzej: Jaworski 2009b).

Kolejna różnica wyróżniająca sektor małych przedsiębiorstw dotyczy charakteru własności. Właściciele przedsiębiorstw dużych to głównie inwestorzy korporacyjni oraz anonimowi inwestorzy indywidualni związani z przedsiębiorstwem jedynie zainwestowanym kapitałem. Zarówno jedni, jak i drudzy, ze względu na brak innych powiązań, skłonni są przenosić swoje środki do przedsiębiorstw gwarantujących wyższą stopę zwrotu. Tym oczekiwaniom odpowiadają preferowane w sektorze dużych firm formy prawne przedsiębiorstw (spółki kapitałowe). Ich udziały/akcje notowane są na otwartych rynkach (giełdach), a transakcje na nich zawierane są szeroko ujawniane. Łatwo jest więc szacować koszt kapitału własnego opierając się o szacowane rynkowe stopy zwrotu.

W przeciwieństwie do przedsiębiorstw dużych, małe firmy są dla ich właścicieli zazwyczaj wynikiem głębokich przemyśleń, pomysłem na organizację swojego życia zawodowego, miejscem angażowania nie tylko kapitałów, ale także umiejętności, pracy i marzeń. Oznacza to, że poza typowo finansowymi przesłankami prowadzenia przedsiębiorstwa istnieją inne, które w znaczący sposób wpływają na skłonność właścicieli małych firm do zbywania i nabywania udziałów/akcji. Transakcje takie występują zazwyczaj rzadko, a jeśli nawet, to w interesie ich uczestników nie leży ich ujawnianie. Małe przedsiębiorstwa są rzadko notowane na otwartych rynkach. Nie ma więc w tym przypadku dostępu do wiarygodnych danych o rynkowych stopach zwrotu.

Na koszt kapitału własnego w małych przedsiębiorstwach będzie miał wpływ także ich rodzinny charakter. W warunkach stabilnego wzrostu gospodarczego angażowanie kapitałów we własne przedsiębiorstwo sprzyja stabilizowaniu majątkowej sytuacji rodziny. Przedsiębiorstwo jest wówczas korzystną alternatywą pomnażania majątku w porównaniu do innych inwestycji. Sytuacja ta będzie wpływała na obniżenie kosztu kapitału własnego poniżej przeciętnych stóp w całym sektorze przedsiębiorstw. Jednak w przypadku niestabilnej sytuacji gospodarczej, lokowanie środków rodziny we własne przedsiębiorstwo staje się wysoce ryzykowne, co powoduje gwałtowne zwiększenie kosztu kapitału własnego powyżej przeciętnych stóp.

Działalności małych przedsiębiorstw towarzyszy z reguły zawsze większe ryzyko niż w przypadku dużych firm. Małe przedsiębiorstwa działają na rynkach lokalnych, przez co nie są w stanie w tym samym stopniu dywersyfikować swojej działalności. Towarzyszą

jej wysokie bariery wejścia, a także niewspółmiernie większe niż w sektorze dużych firm bariery rozwoju (Szerzej: Nogalski i in. 2004; Bednarz, Gostomski 2009). To powoduje, że ryzyko operacyjne działania małej firmy jest zdecydowanie wyższe niż przedsiębiorstwa dużego. Taka sama relacja dotyczy ryzyka finansowego. Jedną z kluczowych przywołanych barier rozwoju małych firm jest ich utrudniony dostęp do kapitałów obcych. Działają one pod presją deficytu kapitałów, które dodatkowo są zdecydowanie droższe niż dla firm dużych. Wysokie ryzyko łączne, które towarzyszy działalności małego przedsiębiorstwa wpływa na zdecydowanie wyższą premię za ryzyko, której oczekują mali przedsiębiorcy. To z kolei podnosi koszt kapitału własnego (Kester 1990).

Uwagi końcowe

Z omówionej specyfiki sektora małych przedsiębiorstw wynika wątpliwość zasadności szacowania kosztu kapitału własnego w małej firmie za pomocą najpopularniejszych metod dla dużych przedsiębiorstw, opartych na modelu CAPM. Brak aktywnych rynków papierów wartościowych, niedoszacowane ryzyka oraz uwarunkowania rodzinne, w jakich przychodzi działać małym przedsiębiorstwom powodują, że jednostki te nie są w tym zakresie porównywalne z dużymi firmami. Z tych samych powodów należy wykluczyć wykorzystanie w modelu CAPM danych z sektora dużych przedsiębiorstw dla celów szacowania kosztu kapitału własnego małych jednostek, bowiem dane te nie są adekwatne.

W pewnym zakresie wydaje się możliwy do wykorzystania model ATP. Stopę procentową długu można próbować szacować analizując dane o rynkowych stopach procentowych kredytów dla małych przedsiębiorstw. Problemem pozostaje wiarygodne oszacowanie premii za dodatkowe ryzyko właściciela małego przedsiębiorstwa. Bowiem ryzyko to zależy, w o wiele większym zakresie niż dla przedsiębiorstw dużych, od branży i rynku, na którym funkcjonuje mała firma. Arbitralność szacunków, która z tego wynika powoduje, że nie można ich uznać za wystarczająco precyzyjne.

W ocenie autora, do dalszych badań i weryfikacji należy rekomendować model Gordona. Jednak w jego formule należałoby dokonać znaczących korekt. Zamiast dywidend (DIV) należałoby uwzględnić strumień zagregowanych korzyści przedsiębiorcy. Zawierać on powinien wszystkie elementy finansowe: zysk akumulowany i wypłacany, ukryte w kosztach przedsiębiorstwa ciche dochody właściciela, korzyści z wykorzystania majątku firmy do celów prywatnych itp. Powinien także obejmować odpowiednio wycenione korzyści niematerialne (prestż, satysfakcję zawodową itp.). Należałoby także rozpoznać, w jaki sposób określić wartość rynkową kapitału (P_0) oraz stopę oczekiwanego wzrostu (g).

Literatura

- Bednarz J., Gostomski E. (2009), *Działalność małych i średnich przedsiębiorstw na rynkach zagranicznych*, Wydawnictwo UG, Gdańsk.
- Butler P.J., Pinkerton K.A. (2008), *The Butler-Pinkerton Model: Empirical Support for com-pany-specific Risk*, "A Professional Development Journal For the Consulting Disci-plines" no. 5/6.
- Cegłowski B. (2003), *Nośniki wartości małych i średnich przedsiębiorstw w warunkach polskich*, w: *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa*, red. E. Urbańczyk, Kreos, Szczecin.
- Duliniec A. (1998), *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa.
- Dziawgo D., Zawadzki A. (2011), *Finanse przedsiębiorstwa. Istota – narzędzia – zarządzanie*, Wydawnictwo SKwP, Warszawa.
- Fama E.F., French K.R. (1996), *Multifactor Explanations of Assets Pricing Anomalies*, „Journal of Finance” no. 51.
- Jakubczyc J. (2008), *Metody oceny projektu gospodarczego*, PWN, Warszawa.
- Jaworski J. (2009a), *Value Based Management w małym przedsiębiorstwie*, „Przegląd Organizacji” nr 3.
- Jaworski J. (2009b), *Cele działalności mikroprzedsiębiorstw*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstw” nr 3 (710).
- Jaworski J. (2010), *Teoria i praktyka zarządzania finansami przedsiębiorstw*, CeDeWu, Warszawa.
- Kester G.W. (1990), *Market Timing with Small Versus Large-Firm Stocks: Potential Gains and Required Predictive Ability*, „Financial Analysts Journal” no. 46.
- Motyłska-Kuźma A., Wieprow J. (2013), *Decyzje finansowe w przedsiębiorstwie*, CeDeWu, Warszawa.
- Nogalski B., Karpacz J., Wójcik-Karpacz A. (2004), *Funkcjonowanie i rozwój małych i średnich przedsiębiorstw. Od czego to zależy?*, OPO, Bydgoszcz.
- Rogowski W. (2013), *Rachunek efektywności inwestycji. Wyzwania teorii i potrzeby praktyki*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Szczepankowski P. (2004), *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa. Podstawy teoretyczne, przykłady i zadania*, Wydawnictwo WSPiZ im. L. Koźmińskiego.
- Wiśniewski T. (2008), *Ocena efektywności inwestycji rzeczowych ze szczególnym uwzględnieniem ryzyka*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Zarządzanie finansami przedsiębiorstw* (2006), red. P. Karpuś, Wydawnictwo UMCS, Lublin.

DILEMMAS OF IDENTIFICATION AND MEASUREMENT OF COST OF EQUITY IN SMALL ENTERPRISE IN CONDITIONS OF MODERN FINANCIAL MARKETS

Abstract: *Purpose* – Analysing the specific of identification of the cost of equity in small enterprise, as well as difficulties in its estimation.

Design/methodology/approach – Analysis was based on a review of the literature and author's observations.

Findings – methods suitable for small enterprises were proposed.

Originality/value – Identifying the main factors affecting the cost of equity of small businesses and in their light, indicating methods for its measurement possible to use.

Keywords: cost of equity, small enterprises

Cytowanie

- Jaworski J. (2015), *Dylematy identyfikacji i pomiaru kosztu kapitału własnego w małym przedsiębiorstwie w warunkach współczesnych rynków finansowych*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 854, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 73, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 179–187; www.wneiz.pl/frfu.

