

Ewa Komajda

Koszt kapitału własnego w przedsiębiorstwie

Pojęcie „kapitał” ma ogromną literaturę i długą historię. Inaczej jest definiowany kapitał w naukach makroekonomicznych, a inaczej w mikroekonomicznych. Makroekonomiczne ujęcie kapitału związane jest z zasobami pieniężnymi i rzeczowymi przynoszącymi dochód. W tym znaczeniu majątek wykazywany w aktywach bilansu jest kapitałem. Jedną z definicji kapitału jest jego określenie jako **wartości środków ekonomicznych skapitalizowanych w zasobach rzeczowych i ludzkich**¹⁾. Kierując się tą definicją można stwierdzić, że przedsiębiorstwa opierają swoją działalność nie tylko na kapitale posiadającym egzystencję fizyczną, czyli kapitale „dotykalnym” (*tangible capital*), ale także na kapitale „niedotykalnym” (*intangible capital*)²⁾, którego jedną z form jest kapitał ludzki, obejmujący wiedzę i umiejętności pracowników nabyte w wyniku wykształcenia i doświadczenia³⁾.

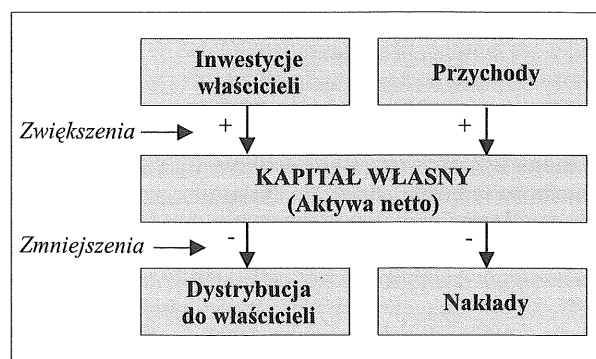
Mikroekonomiczne ujęcie kapitału rozróżnia pojęcie „majątku” i „kapitału”. Majątek ma charakter czynny (aktywny), natomiast kapitał wykazywany w pasywach ma charakter bierny i odzwierciedla źródła pochodzenia tego majątku. Należy dodać, że istnieją aktywne metody sterowania pasywami poprzez odpowiednie manipulowanie strukturą kapitałów⁴⁾. Wykazywane w pasywach bilansu kapitały dzieli się na kapitały własne i obce, uszeregowane według kryterium wymagalności (czasowej dyspozycyjności) – od najmniej wymagalnych do najbardziej wymagalnych. **Kapitał własny** (*owner's equity*) jest to równowartość środków gospodarczych wniesionych do przedsiębiorstwa przez właściciela oraz środków wygospodarowanych przez podmiot w toku działalności gospodarczej. **Kapitał obcy** to kapitał pożyczony, który należy zwrócić wierzycielowi w określonym czasie i z reguły za wynagrodzeniem w postaci odsetek od kapitału. Kapitałem obcym są zatem zobowiązania (*liabilities*), które można określić jako prawdopodobne przyszłe wyrzeczenie się ekonomicznych korzyści, związanych z transferem aktywów (zazwyczaj środków pieniężnych) lub świadczeniem usług innym podmiotom w przyszłości⁵⁾. Kapitał obcy jest długiem przedsiębiorstwa wobec innych podmiotów, który dana jednostka jest zobowiązana spłacić w przyszłości, a jednocześnie jest jedną z form finansowania majątku tego przedsiębiorstwa w teraźniejszości.

Kapitał własny można określić jako wartość rezydualną aktywów, czyli tzw. aktywa netto, które pozostają po odjęciu od wartości majątku zobowiązań wobec wierzycieli⁶⁾. Kapitał własny jest bezterminowym wkładem finansowym właściciela. Wysokość tego wkładu ulega zmianie, zwiększa się lub zmniejsza, wraz ze

zmianami wartości aktywów na skutek czterech głównych typów transakcji: inwestycji właścicieli, dystrybucji do właścicieli, przychodów i nakładów⁷⁾. Schemat 1. przedstawia zwiększanie się kapitału własnego w rezultacie inwestowania właścicieli w firmę i w wyniku osiągania przychodów, a także zmniejszanie się tego kapitału w wyniku wycofywania wniesionego kapitału i osiągniętych zysków oraz ponoszenia nakładów.

Kapitał własny posiada dwojakie znaczenie. Z jednej strony spełnia funkcję roboczą, gdyż służy finansowaniu działalności, a z drugiej strony stanowi zabezpieczenie roszczeń wierzycieli, zatem spełnia funkcję gwarancyjną. Kapitały własne przedsiębiorstw obejmują przede wszystkim: kapitał powierzony (podstawowy), pochodzący z wkładów pieniężnych lub rzeczowych właścicieli przedsiębiorstwa oraz kapitały samofinansowania, czyli kapitały powstałe na podstawie przepisów zobowiązujących firmę do ich utworzenia, utworzone rezerwy lub fundusze celowe z zysku po opodatkowaniu oraz zyski nie rozliczone w latach poprzednich i zyski zatrzymane z bieżącego roku⁸⁾.

Koszt kapitału stanowi odzwierciedlenie kosztu wykorzystania kapitału w działalności przedsiębiorstwa, który mógłby być użyty w alternatywnych zastosowaniach generujących przyszłe zyski. Zatem koszt kapitału odzwierciedla koszt utraconych możliwości, z których inwestor rezygnuje, nie będąc w stanie sfinansować alternatywnych strategii lub działań po zaangażowaniu swojego kapitału w dane przedsięwzięcie⁹⁾. Do czynników determinujących koszt kapitału należą przede wszystkim: ryzyko związane z osiągnięciem zysków, udział długu w strukturze kapitałów,



Schemat 1. Transakcje zmieniające wielkość kapitału własnego (aktywów netto)

Źródło: K.D. LARSON, *Fundamental Accounting Principles*, Irwin, Homewood, Il., 1990, s. 28–29.

kondycja finansowa przedsiębiorstwa oraz ocena papierów wartościowych przez inwestorów¹⁰. Przy obliczaniu całkowitego kosztu kapitału należy wziąć pod uwagę fakt, że przedsiębiorstwo może być finansowane nie tylko ze źródeł własnych i obcych, ale także poprzez kapitał hybrydowy (*hybrids*), taki jak akcje uprzywilejowane czy obligacje zamienne¹¹.

Ze względu na powiązania przyczynowo-skutkowe decyzji finansowych nie należy rozpatrywać odrębnie kosztów poszczególnych źródeł finansowania. Bardziej użyteczny przy podejmowaniu decyzji gospodarczych, szczególnie w długim okresie, jest **średni ważony koszt kapitału** (WACC – *Weighted Average Cost of Capital*), czyli średnia kosztu poszczególnych składników kapitału przedsiębiorstwa ważona udziałem tych składników w kapitale całkowitym. W celu obliczenia kosztu całkowitego kapitału firmy należy obliczyć oddzielnie koszt kapitału własnego i obcego, a następnie pomnożyć przez proporcje udziału, tzw. wagi¹², danego źródła w całości kapitału, które powinny odzwierciedlać strukturę kapitału przedsiębiorstwa¹³. Za stosowaniem wartości księgowej jako wag poszczególnych składników kapitału przemawiają takie argumenty, jak:

- wartość rynkowa może być trudna do określenia, a wartości księgowe są zawsze dostępne w bilansie;
- wartość rynkowa, w szczególności kapitału własnego, podlega dużym wahaniom cen, a wartość księgowa jest bardziej stabilna (lepszy punkt odniesienia);
- udział długu wyliczony według wartości rynkowych jest zwykle mniejszy niż dla wartości księgowych, co zmniejsza jego udział w kształtowaniu kosztu w firmie.

Pomimo tych argumentów teoretycy i praktycy analizujący rynek kapitałowy uważają, że jeżeli jest to tylko możliwe, udziały długu i kapitału własnego powinny być wyrażone według ich wartości rynkowej. Ponieważ wartość przedsiębiorstwa jest weryfikowana na rynku kapitałowym, to struktura kapitału powinna być określona według wartości rynkowej poszczególnych składników. Wagi rynkowe lepiej odzwierciedlają otoczenie, w jakim funkcjonuje firma, gdyż są odbiciem wciąż zmieniających się cen papierów wartościowych i warunków na rynku¹⁴.

Średni ważony koszt kapitału można wyrazić wzorem¹⁵:

$$k = k_d w_d + k_p w_p + k_e w_e \quad (1)$$

gdzie: k – średni ważony koszt kapitału (WACC),
 k_d – koszt kapitału obcego po uwzględnieniu korzyści podatkowych, czyli inaczej koszt długu po opodatkowaniu,

k_p – koszt kapitału własnego uprzywilejowanego,
 k_e – koszt kapitału własnego zwykłego,
 w_d, w_p, w_e – procentowy udział, czyli wagi odpowiednio kapitału obcego, kapitału własnego uprzywilejowanego i kapitału zwykłego w kapitale przedsiębiorstwa.

Średni ważony koszt kapitału, który jest funkcją indywidualnych kosztów poszczególnych rodzajów kapitałów oraz posiadanej struktury kapitału, określający wymagany zwrot przez akcjonariuszy i stanowiący stopę dyskonta dla inwestycji, może być zapisany również w następującej postaci¹⁶:

$$WACC = \frac{E}{E+D} \times k_e + \frac{D}{E+D} \times k_d \times (1-T) \quad (2)$$

gdzie: E – wartość kapitału własnego,
 D – wartość długu (kapitałów obcych),
 k_e – koszt kapitału własnego,
 k_d – koszt (długu) kapitału obcego,
 T – stopa podatku dochodowego.

Przy szacowaniu średniego ważonego kosztu kapitału należy uwzględnić koszt każdego rodzaju finansowania, w tym koszt akcji uprzywilejowanych, zysków zatrzymanych, koszt akcji zwykłych i koszt kapitału obcego. Akcje uprzywilejowane są instrumentem hybrydowym, który posiada cechy zarówno obligacji, jak i akcji zwykłych. Dywidendy z akcji uprzywilejowanych wypłacane są według takich samych zasad, jak odsetki z obligacji, ale w przypadku decyzji walnego zgromadzenia o niewypłaceniu dywidendy ten rodzaj papierów wartościowych staje się podobny do akcji zwykłych. Koszt akcji uprzywilejowanych można obliczyć na podstawie następującej formuły¹⁷:

$$k_p = \frac{d_p}{p} \quad (3)$$

gdzie:

k_p – koszt kapitału własnego uprzywilejowanego,
 d_p – wartość roczna dywidendy uprzywilejowanej,
 p – przychody ze sprzedaży akcji uprzywilejowanych po potrąceniu kosztów emisji i sprzedaży (kosztów planowania emisji).

Akcje uprzywilejowane nie mają określonego terminu wykupu, co daje możliwość bezterminowego obrotu pozyskanym kapitałem, jednak przedsiębiorstwo musi zapewnić wypłatę dywidendy, a w przypadku, gdy działalność nie przynosi zysków, dywidenda musi być wyasygnowana z przyszłych zysków przed wypłaceniem dywidendy zwykłym akcjonariuszom. W przypadku bankructwa właściciele akcji uprzywilejowanych zostaną spłaceni przed posiadaczami akcji zwykłych, ale dopiero po uregulowaniu krótko- i długoterminowych zobowiązań dłużnych¹⁸.

Kapitał własny przedsiębiorstwa (wyłączając akcje uprzywilejowane) może być powiększany w wyniku finansowania wewnętrznego, którego źródłem są zyski zatrzymane i w wyniku finansowania zewnętrznego, czyli emisji dodatkowych akcji. Zyski zatrzymane (*retained earnings*) oznaczają część bieżących zysków, która jest reinwestowana, a więc nie odnoszą się do części wypłacanej jako dywidenda i zakumulowanej nadwyżki finansowej¹⁹. Zyski zatrzymane nie są bezpłatnym źródłem finansowania i dlatego przedsiębiorstwo powinno je zatrzymywać tylko wówczas, gdy może zapewnić akcjonariuszom zwrot co najmniej równy temu, który by otrzymali inwestując te środki na rynku kapitałowym²⁰. Koszt zysków zatrzymanych równa się kosztowi w pełni subskrybowanej emisji akcji zwykłych (stopie zwrotu z akcji zwykłych, oczekiwanej przez akcjonariuszy przedsiębiorstwa)²¹, a więc:

$$k_z = k_e \quad (4)$$

gdzie: k_z – koszt zysków zatrzymanych,
 k_e – koszt kapitału własnego.

Faktyczny koszt zysków zatrzymanych jest niższy niż koszt zgromadzenia nowego kapitału na rynku w postaci emisji akcji wskutek występowania kosztów emisji akcji, lecz wyższy od kosztu instrumentów dłużnych lub akcji uprzywilejowanych²²⁾.

W przypadku akcji zwykłych ich posiadacze podejmują większe ryzyko niż posiadacze akcji uprzywilejowanych, dlatego akcje zwykle muszą oferować wyższą stopę zwrotu. Koszt akcji zwykłej jest minimalnym zwrotem wymaganym przez inwestorów na rynku warunkującym zakup akcji, nazywanym też stopą kapitalizacji części przepływów pieniężnych firmy stosowaną przez inwestorów, składającym się z dochodu uwzględniającego „wartość pieniądza w czasie” powiększonego o premię z tytułu ryzyka²³⁾.

Do metod obliczania kosztu akcji zwykłych należy **model wyceny aktywów kapitałowych CAPM** (*Capital Asset Pricing Model*), zakładający podział ryzyka na systematyczne i niesystematyczne, którego autorami są W. Sharpe, J. Lintner i J. Mossin. Do obliczenia kosztu kapitału zwykłego w tym modelu niezbędne jest:

- oszacowanie stopy wolnej od ryzyka (r_f) – przyjmuje się tutaj stopę procentową bonów skarbowych (w USA – *U.S. Treasury bill rate*). Termin „ryzyko” może być zdefiniowany m.in. jako stan, w którym istnieje możliwość poniesienia straty²⁴⁾. Szersze określenie ryzyka podają J. Downes i J.E. Goodman stwierdzając, że ryzyko jest to mierzalna możliwość straty lub nie osiągnięcia zysków. Ryzyko należy odróżnić od niepewności, która jest niemierzalna²⁵⁾;
- oszacowanie współczynnika beta (β) dla papieru wartościowego (tu: akcji), który jest wskaźnikiem ryzyka systematycznego (zwanego też niedywersyfikowalnym lub rynkowym). Beta mierzy, jak zmiany na rynku wpływają na stopy zwrotu papieru wartościowego;
- oszacowanie oczekiwanej rynkowej stopy zwrotu z portfela rynkowego (r_m) liczonej na podstawie Standard & Poor's 500 Stock Composite Index lub Dow Jones 30 Industrials, a w Polsce na podstawie WIG²⁶⁾;
- oszacowanie oczekiwanej stopy zwrotu akcji firmy, korzystając ze wzoru:

$$k_e = r_f + \beta (r_m - r_f) \quad (5)$$

gdzie: $(r_m - r_f)$ – przeciętna rynkowa premia za ryzyko.

Z modelu wyceny aktywów kapitałowych wynika, że koszt kapitału własnego jest stopą zwrotu wolną od ryzyka powiększoną o premię za ryzyko związaną z inwestowaniem w akcje danego przedsiębiorstwa. Stopa kosztu dla kapitału zwykłego (akcji zwykłych) jest równa oczekiwanej stopie zwrotu przez właścicieli akcji²⁷⁾.

Do obliczenia kosztu kapitału zwykłego można wykorzystać także tzw. **model Gordona**. W tej metodzie przyjmuje się założenie, że wartość akcji jest równa wartości bieżącej wszystkich przyszłych dywidend, które na nią przypadną w nieograniczonym horyzoncie czasowym i przy oczekiwaniu, że dywidendy te będą rosły w każdym z tych okresów według sta-

łej stopy wzrostu²⁸⁾. Stąd model Gordona nazywany jest też procedurą stałego wzrostu dywidendy (*Dividend Growth Model*)²⁹⁾, gdzie żadaną przez inwestorów stopę zwrotu z akcji zwykłych, która w tym przypadku równa jest kosztowi kapitału własnego, szacuje się na podstawie wzoru³⁰⁾:

$$k_e = \frac{D}{P} + g \quad (6)$$

gdzie: k_e – koszt kapitału własnego zwykłego,
 D – dywidenda w roku następnym,
 P – cena akcji w roku bieżącym,
 g – stała stopa wzrostu dywidendy.

Szacunki kosztu kapitału zwykłego muszą być oparte na realistycznych ocenach przyszłego tempa wzrostu. Dla przedsiębiorstw o ustabilizowanym rozwoju tempo wzrostu w przeszłości jest wiarygodną przesłanką przyszłego wzrostu zysków i dywidend. Natomiast w przypadku szybko rozwijających się przedsiębiorstw, np. działających w bardzo rentownych dziedzinach gospodarki, okresowa analiza oparta jedynie na wcześniejszych wskaźnikach może prowadzić do dużego przeszacowania rzeczywistego kosztu kapitału własnego. Rentowne gałęzie gospodarki przyciągają coraz więcej nowych przedsiębiorstw, co powoduje obniżenie zyskowności. Dlatego szacowanie kosztu kapitału własnego musi być oparte na wszechstronnej analizie minionego, bieżącego i spodziewanego tempa wzrostu przychodów przedsiębiorstwa³¹⁾.

Ewa Komajda

PRZYPISY

- ¹⁾ M. DOBIJA, *Kapitał, kapitalizacja i rachunkowość kapitału ludzkiego*, [w:] Zeszyty Teoretyczne Rady Naukowej, numer specjalny, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 1998, s. 74.
- ²⁾ W.J. PAZIO, *Ekonomia i finanse przedsiębiorstwa*. Część czwarta, Wyd. Centralne Biuro ds. Kształcenia Ustawicznego Politechniki Warszawskiej, Warszawa 1995, s. 4.
- ³⁾ Kapitał ludzki nie znajduje bezpośredniego odzwierciedlenia w bilansie.
- ⁴⁾ W. BRZEZIN, *Ogólna teoria rachunkowości*, Wyd. Politechniki Częstochowskiej, Częstochowa 1998, s. 69–72.
- ⁵⁾ D.E. KIESO, J.J. WEYGANDT, *Intermediate Accounting*, John Wiley & Sons, Inc., New York 1992, s. 38; L.G. CHASTEEN, R.E. FLAHERTY, *Intermediate Accounting*, McGraw-Hill, Inc., New York 1989, s. 38–39.
- ⁶⁾ K.D. LARSON, *Fundamental Accounting Principles*, Irwin, Homewood, Il. 1990, s. 15; D.E. KIESO, J.J. WEYGANDT, op.cit. s. 38.
- ⁷⁾ K.A. KOERBER, *College Accounting*, Irwin, Homewood, Il. 1992, s. 13.
- ⁸⁾ M. SIERPIŃSKA, T. JACHNA, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydanie II, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 244.
- ⁹⁾ J. ELLIS, D. WILLIAMS, *Strategia przedsiębiorstwa a analiza finansowa*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1997, s. 379–380.
- ¹⁰⁾ A.A. GROPELLI E. NIKBAKHT, *Finance*. Third Edition, Barron's Educational Series, Inc., New York 1995, s. 158.
- ¹¹⁾ L.P. ANDERSON, V.V. MILLER, D.L. THOMPSON, *The Finance Function*, Intext Educational Publishers, Scranton, Pennsylvania 1971, s. 81.
- ¹²⁾ Wagi, które powinny odzwierciedlać strukturę kapitału przedsiębiorstwa, mogą być oparte na wartościach rynko-

wych, księgowych, docelowych i krańcowych. Wagi według wartości rynkowej (*market value weights*) oblicza się, dzieląc wartość kapitału z każdego źródła finansowania przez sumę rynkowej wartości kapitału ze wszystkich źródeł. Wagi księgowe (bilansowe) (*book value weights*) to wagi oparte na wartościach historycznych. Koszt historyczny kapitału odzwierciedla wartość zainwestowaną w przedsiębiorstwo przez inwestorów w przeszłości i służy do oceny rentowności (zyskowności) poszczególnych przedsięwzięć inwestycyjnych oraz do pomiaru i oceny działalności przedsiębiorstwa w przeszłości. Wagi docelowe (*target weights*) uwzględniają proporcje każdego rodzaju finansowania w długookresowej docelowej strukturze kapitałowej przedsiębiorstwa. Wagi krańcowe (*marginal weights*) służą za podstawę do określania krańcowego ważonego kosztu kapitału; wykorzystują aktualne proporcje źródeł kapitału. M. JERZEMOWSKA, *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 39–40; A.A. GROPELLI, E. NIKBAKHT, op.cit. s. 175–176; J.G. SIEGEL, J.K. SHIM, *Financial Management*, Barron's Business Library, New York 1991, s. 142–145.

- ¹³⁾ M. JERZEMOWSKA, op.cit., s. 39–40.
¹⁴⁾ A. DULINIEC, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 97; A.A. GROPELLI, E. NIKBAKHT, op.cit., s. 175–176.
¹⁵⁾ A. DULINIEC, op.cit., s. 96; J.G. SIEGEL, J.K. SHIM, op.cit., s. 142.
¹⁶⁾ M. JERZEMOWSKA, op.cit., s. 40; W. PLUTA, op.cit., s. 114.
¹⁷⁾ JOG V, SUSZYŃSKI C., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Wyd. Centrum Informacji Menedżera, Warszawa 1995, s. 84; W. PLUTA, op.cit., s. 118; J.G. SIEGEL, J.K. SHIM, op.cit., s. 139.
¹⁸⁾ L.P. ANDERSON, V.V. MILLER, D.L. THOMPSON, op.cit., s. 88; A.A. GROPELLI, E. NIKBAKHT, op.cit., s. 169.
¹⁹⁾ V. JOG, C. SUSZYŃSKI, op.cit., s. 168–169.
²⁰⁾ M. JERZEMOWSKA, op.cit., s. 49.
²¹⁾ Wynika to stąd, że zysk zatrzymany stanowi alternatywę dla emisji dodatkowych akcji. N.A. SKOV, *Finanse i zarządzanie finansami*, Wyd. PRET S.A., Warszawa 1994, s. 169; J.G. SIEGEL, J.K. SHIM, op.cit., s. 139.
²²⁾ A.A. GROPELLI, E. NIKBAKHT, op.cit., s. 173.
²³⁾ M. JERZEMOWSKA, op.cit., s. 48–49.
²⁴⁾ D. DZIAWGO, *Credit-rating. Ryzyko i obligacje na międzynarodowym rynku finansowym*, Wydawnictwo Naukowe, PWN, Warszawa 1998, s. 15.
²⁵⁾ J. DOWNES, J.E. GOODMAN, *Barron's Finance and Investment Handbook*. Barron's Educational Series, Inc., Woodbury, New York 1986, s. 521; *The Financial Desk Book*, Consolidated Capital Communications Group, Inc., California 1985, s. 4. 17.
²⁶⁾ Indeks Standard & Poor's 500 to indeks charakteryzujący giełdę nowojorską, obejmujący obecnie akcje 400 spółek przemysłowych, 40 spółek użyteczności publicznej, 20 spółek transportowych i 40 instytucji finansowych; Dow Jones Industrial Average (DJIA) – najstarszy i najpopularniejszy indeks giełdowy na świecie charakteryzujący nowojorską giełdę akcji – New York Stock Exchange (NYSE); WIG – Warszawski Indeks Giełdowy interpretowany jako średnia procentowa zmiana cen akcji wszystkich spółek od trzech pierwszych sesji, na których akcjami obracano. Szerzej K. JAJUGA, T. JAJUGA, *Inwestycje. Instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 28–30.
²⁷⁾ J. DOWNES, J.E. GOODMAN, *Barron's Finance and Investment Handbook*, op. cit., s. 473, 477–478; A. DULINIEC, op.cit., s. 91–92; J.G. SIEGEL, J.K. SHIM, op.cit., s. 141.
²⁸⁾ M. JERZEMOWSKA, op.cit., s. 49.

- ²⁹⁾ Szerzej: L.P. ANDERSON, V.V. MILLER, D.L. THOMPSON, op.cit., s. 82–85; A. DULINIEC, op.cit., s. 86–87; V. JOG, C. SUSZYŃSKI, op.cit., s. 169; W. PLUTA, op.cit. s. 120–121; J.G. SIEGEL, J.K. SHIM, op.cit., s. 139–140; N.A. SKOV, op.cit., s. 165–167.
³⁰⁾ J.L. LIVINGSTONE, *The Portable MBA in Finance and Accounting*, John Wiley & Sons, Inc., New York 1992, s. 260–261.
³¹⁾ V. JOG, C. SUSZYŃSKI, op.cit., s. 169.

BIBLIOGRAFIA

- [1] ANDERSON L.P., MILLER V.V., THOMPSON D.L., *The Finance Function*, Intext Educational Publishers, Scranton, Pennsylvania 1971.
[2] BRZEZIN W., *Ogólna teoria rachunkowości*, Wyd. Politechnika Częstochowska, Częstochowa 1998.
[3] CHASTEEN L.G., FLAHERTY R.E., *Intermediate Accounting*, 3th Edition, McGraw-Hill, Inc., New York 1989.
[4] DOBIJA M., *Kapitał, kapitalizacja i rachunkowość kapitału ludzkiego*, [w:] Zeszyty Teoretyczne Rady Naukowej, numer specjalny, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 1998.
[5] DOWNES J., GOODMAN J.E., *Dictionary of Finance and Investment Terms*. Fifth Edition. Barron's Educational Series, Inc., Hauppauge, New York 1998.
[6] DOWNES J., GOODMAN J.E., *Barron's Finance and Investment Handbook*. Barron's Educational Series, Inc., Woodbury, New York 1986.
[7] DULINIEC A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1998.
[8] DZIAWGO D., *Credit-rating. Ryzyko i obligacje na międzynarodowym rynku finansowym*, Wydawnictwo Naukowe, PWN, Warszawa 1998.
[9] ELLIS J., WILLIAMS D., *Strategia przedsiębiorstwa a analiza finansowa*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1997.
[10] GROPELLI A.A., NIKBAKHT E., *Finance*. Third Edition, Barron's Educational Series, Inc., New York 1995.
[11] JAJUGA K., JAJUGA T., *Inwestycje, instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
[12] JERZEMOWSKA M., *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1999.
[13] JOG V, SUSZYŃSKI C., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Wyd. Centrum Informacji Menedżera, Warszawa 1995.
[14] KIESO D.E., WEYGANDT J.J., *Intermediate Accounting*, 7th Edition, John Wiley & Sons, Inc., New York 1992.
[15] KOERBER K.A., *College Accounting*, Irwin, Homewood, IL, 1992.
[16] LARSON K.D., *Fundamental Accounting Principles*, Irwin, Homewood, IL, 1990.
[17] LIVINGSTONE J.L., *The Portable MBA in Finance and Accounting*, John Wiley & Sons, Inc., New York 1992.
[18] PAZIO W.J., *Ekonomika i finanse przedsiębiorstwa*. Część czwarta, Wyd. Centralne Biuro ds. Kształcenia Ustawicznego Politechniki Warszawskiej, Warszawa 1995.
[19] SIEGEL J.G., SHIM J.K., *Financial Management*, Barron's Business Library, New York 1991.
[20] SIERPIŃSKA M., JACHNA T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydanie II, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997.
[21] SKOV N.A., *Finanse i zarządzanie finansami*, Wydawnictwo PRET S.A., Warszawa 1994.
[22] *The Financial Desk Book*, Consolidated Capital Communications Group, Inc., California 1985.

Autorka – doktorantka w Kolegium Gospodarki Światowej SGH w Warszawie, pracownik naukowy Wyższej Szkoły Handlu i Pracy w Warszawie oraz Politechniki Warszawskiej.