

*Ewa Komajda*

# Koszt kapitału obcego w przedsiębiorstwie

W teorii finansów pojęcie „kosztu kapitału” często jest używane zamiennie z pojęciem „stopy dyskontowej”. Wysoki koszt kapitału (wysoka stopa dyskontowa) wiąże się z niską wyceną papierów wartościowych, a niska stopa dyskontowa oznacza droższe walory. Gdy przedsiębiorstwo emituje papiery wartościowe, aby pozyskać środki na inwestycje, koszt finansowania rośnie, kiedy wartość tych walorów jest niska, a maleje, gdy wartość tych papierów wartościowych jest wysoka<sup>1</sup>. Mimo że koszt kapitału i stopa dyskontowa są dwoma pojęciami używanymi zamiennie, to istnieje jednak różnica pomiędzy kosztem kapitału dla przedsiębiorstwa (stopą dyskontową), a wymaganą stopą zwrotu (stopą dyskontową) dla poszczególnego projektu, zwłaszcza jeśli poziom ryzyka indywidualnego projektu różni się znacznie od poziomu ryzyka całej firmy. Koszt kapitału dla przedsiębiorstwa jest stopą stosowaną do zdyskontowania strumienia przeciętnych środków pieniężnych firmy i określenia w taki sposób wartości firmy<sup>2</sup>, a więc jest parametrem, który musi być brany pod uwagę w ocenach i decyzjach finansowych przedsiębiorstwa. Znajomość kosztu kapitału jest między innymi niezbędna przy podejmowaniu decyzji o emisji obligacji czy też zastąpieniu starej pożyczki obligacyjnej nową emisją<sup>3</sup>.

Realizacja planów rozwojowych przedsiębiorstwa jest możliwa, jeżeli zostaną pozyskane wystarczające kapitały na realizację przedsięwzięć inwestycyjnych, a przedsiębiorstwo uzyska najwyższą efektywność i rentowność inwestycji przy jak najniższych kosztach finansowania działalności. Im niższy koszt pozyskanego kapitału, tym wyższa zaktualizowana wartość netto (NPV – *net present value*), która jest miarą korzyści netto generowanych w wyniku realizacji projektu inwestycyjnego. Zaktualizowaną wartość netto jako sumę zdyskontowanych strumieni pieniężnych przedstawia wzór (1):

$$(1) \quad \dots \cdot \sum_{t=1}^n \frac{\dots}{(1+k)^t}$$

gdzie:  $NCF_t$  – strumień środków pieniężnych netto w roku  $t$ ,

$k$  – koszt kapitału w okresie życia projektu,

$n$  – okres życia projektu,

$\frac{1}{(1+k)^t}$  – czynnik dyskontujący.

Ponieważ koszt kapitału jest stopą dyskontową takiego sposobu określania efektywności projektu inwestycyjnego, to im mniejsza jest wartość stopy dyskontowej, tym większa jest wartość czynnika dyskontującego, i tym samym wyższa wartość NPV, która stanowi o efektywności projektu<sup>4</sup>.

Przy realizacji projektów inwestycyjnych przedsiębiorstwa korzystają zarówno z kapitałów własnych,

jak i obcych. Kapitałem własnym jest suma wartości środków gospodarczych wniesionych do firmy przez jej właścicieli i środków wygospodarowanych przez firmę w wyniku prowadzenia działalności gospodarczej. **Kapitał obcy** rozumiany jest jako wielkość środków finansowych postawionych do dyspozycji przedsiębiorstwa na czas ograniczony przez jego wierzycieli. W odróżnieniu od kapitałów własnych, które spełniają zarówno funkcję roboczą służącą finansowaniu działalności, jak i gwarancyjną, oznaczającą zabezpieczenie roszczeń wierzycieli, kapitał obcy spełnia w przedsiębiorstwie przede wszystkim funkcję roboczą, stanowiąc poszerzenie bazy finansowania. Przedsiębiorstwa wykorzystują, jako dodatkowe źródła finansowania działalności, takie zasadnicze formy kapitału obcego, jak: emisje dłużnych papierów wartościowych, kredyty bankowe, pożyczki, leasing, zobowiązania krótkoterminowe, zobowiązania pozabilansowe.

Na koszt kapitału obcego zaangażowanego w działalność przedsiębiorstwa składają się odsetki płacone właścicielom kapitału w zamian za jego udostępnienie na określony czas. Nie będą tu uwzględniane krótkoterminowe zobowiązania przedsiębiorstw powstające w wyniku przyjętego trybu rozliczeń za dostarczone towary, świadczone usługi, rozliczeń z budżetem państwa z tytułu zobowiązań podatkowych, z tytułu ubezpieczeń społecznych, rozliczeń z pracownikami z tytułu wynagrodzeń. Zobowiązania te zwykle nie są oprocentowane, więc stanowią najczęściej bezpłatne źródło finansowania, które nie powinno być uwzględnione przy obliczaniu kosztu kapitału. Tym bardziej, że przedsiębiorstwo ze swej strony także udziela kredytu kupieckiego nie oprocentowanego, finansując w ten sposób działalność swoich kontrahentów<sup>5</sup>. Zatem do kosztu kapitału obcego zalicza się przede wszystkim koszty w postaci oprocentowania kredytów bankowych, pożyczek, zobowiązań leasingowych i koszty zobowiązań zaciągniętych na rynku kapitałowym w wyniku emisji i sprzedaży instrumentów dłużnych. Procentowa relacja odsetek do wartości kapitału obcego stanowi nominalny koszt kapitału obcego, czyli stopę jego oprocentowania<sup>6</sup>.

W odróżnieniu od dywidend stanowiących koszt kapitału własnego, wypłaty z tytułu oprocentowania długu zmniejszają podstawę opodatkowania przedsiębiorstw podatkiem dochodowym, stanowiąc tzw. **tarczę podatkową** (*tax shield*). Oprocentowanie, po uwzględnieniu korzyści podatkowych, obniża efektywny koszt pozyskania kapitału obcego. Rzeczywisty koszt długu, jak pokazuje wzór (2), jest niższy od realizowanej przez inwestorów stopy zwrotu<sup>7</sup>:

$$(2) \quad k_d = r_d \times (1 - T)$$

gdzie:  $k_d$  – koszt kapitału obcego (długu),

$r_d$  – stopa oprocentowania długu,  
 $T$  – stawka podatku dochodowego.

Zatem finansowanie działalności kapitałem obcym jest dla przedsiębiorstwa korzystne finansowo, gdyż obniża koszt wykorzystywanego przez firmę kapitału poprzez osłonę podatkową, jaką dają wypłacone odsetki od pożyczonego kapitału. Obniżanie podstawy opodatkowania podatkiem dochodowym poprzez zwiększanie kosztów finansowych związanych z bieżącą obsługą długu ma istotny wpływ na kształtowanie się kosztu kapitału finansującego działalność przedsiębiorstw<sup>8)</sup>.

Przy kalkulacji **kosztu kapitału obcego zaciągniętego w postaci kredytu bankowego** należy wziąć pod uwagę stopę oprocentowania kredytu. Wysokość tego oprocentowania jest ustalana w bezpośrednich kontaktach między przedsiębiorstwem a bankiem komercyjnym. Najistotniejszym czynnikiem determinującym cenę kredytu bankowego są stopy procentowe<sup>9)</sup> określane przez bank centralny. Cenę kredytu wyznaczają także czynniki określające tzw. płynność funduszy pożyczkowych, takie jak: okres, na jaki kredyt jest udzielany oraz wysokość kredytu. Ponadto na wysokość oprocentowania wpływa ryzyko wiążące się z finansowaniem konkretnego przedsiębiorstwa, co oznacza, że firmy znajdujące się w dobrej kondycji finansowej, współpracujące długoterminowo z bankiem, mogą liczyć na tańszy kredyt niż nowo powstałe przedsiębiorstwa, czy znajdujące się w złej kondycji finansowej.

W praktyce amerykańskiej banki ustanawiają pierwszorzędą stopę procentową, tzw. *prime rate*, dla najbardziej wiarygodnych kredytobiorców, a więc takich przedsiębiorstw, które ze względu na wielkość, zasoby finansowe, pozycję w gospodarce, cechuje niewielki poziom ryzyka. Przedsiębiorstwom o mniejszej wiarygodności kredytowej oferowane są kredyty według pierwszorzędnej stopy plus pewna liczba punktów procentowych. Pierwszorzędne stopy procentowe ustalane przez większość banków są identyczne i zbliżone do stóp ustalonych przez bank centralny. Zwykle ustalone są na poziomie 1 do 1,5 punktu procentowego powyżej „kosztu pieniądza” mierzonych przeciętną stopą, płaconą od dużych zbywalnych certyfikatów depozytowych (*negotiable certificates of deposit – CD*). Marżę banku (*spread*), która pokrywa koszty banku i jest źródłem zysku z udzielonego kredytu, stanowi różnica między pierwszorzędą stopą procentową a stopą CD. Zazwyczaj oprocentowanie naliczane najlepszym klientom jest naliczane na bazie bonów skarbowych (0,5 do 1 punktu procentowego powyżej ich rentowności). Ostateczne oprocento-

wanie dla pozostałych kredytobiorców składa się z podstawowej stopy procentowej, naliczanej najlepszym klientom, powiększonej o premię wynoszącą od 0,5 do 4 punktów procentowych<sup>10)</sup>.

O wysokości kosztu kredytu decydują także warunki, na jakich jest on udzielany, a zatem źródła i terminy spłat, sposób naliczania odsetek, formy zabezpieczania kredytu itp. oraz marża bankowa na pokrycie kosztów banku i utworzenie zysku<sup>11)</sup>. Schemat 1. przedstawia główne czynniki wpływające na kształtowanie się stopy oprocentowania kredytu bankowego.

Koszty odsetek zapłaconych w skali rocznej odnośzone do przeciętnej wysokości kredytu oznaczają nominalny koszt danego rodzaju kredytu<sup>12)</sup>. Do obliczenia odsetek, czyli kosztów oprocentowania kredytu bankowego, można wykorzystać formułę:

$$(3) \quad \dots \frac{\dots \times \dots \times \dots}{\dots \times \dots}$$

gdzie:  $O$  – kwota odsetek należnych z tytułu pozyskania kredytu,

$K$  – wartość kredytu,

$i$  – stopa procentowa w skali rocznej wyrażona w procentach,

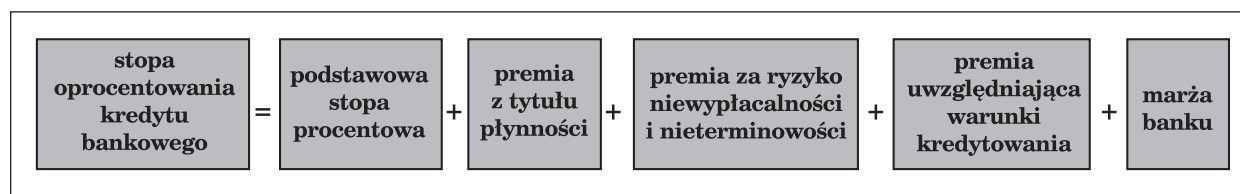
$t$  – czas wykorzystania kredytu w dniach.

Poza oprocentowaniem banki stosują dla pokrycia kosztów i zapewnienia sobie zysków depozyt zabezpieczający i prowizję za gotowość. Depozyt zabezpieczający (*compensating balance*) jest częścią kredytu, którą kredytobiorca musi pozostawić na nie oprocentowanym rachunku. Prowizja za gotowość (*commitment fee*) jest pobierana od kredytobiorcy za otwarcie linii kredytowej i naliczana od nie wykorzystanej części kredytu. Stosowanie depozytu zabezpieczającego i prowizji za gotowość powoduje, że efektywne oprocentowanie kredytu jest zazwyczaj wyższe niż podawane przez banki<sup>13)</sup>. W związku z powyższym efektywna stopa procentowa może być obliczona według następującego wzoru:

$$(4) \quad \text{Efektywna stopa procentowa} = \frac{\text{Podstawowa stopa procentowa}}{1 - \text{Depozyt zabezpieczający}} + \text{Prowizja za gotowość}$$

Podobnie jak w przypadku kredytu bankowego przy kalkulacji **kosztu kapitału pozyskanego w drodze pożyczki**, istotne znaczenie ma stopa oprocentowania pożyczki. Stanowi ona rezultat negocjacji z pożyczkodawcą, którym może być nie tylko instytucja finansowa, ale także towarzystwo ubezpieczeniowe, inne przedsiębiorstwo lub osoba fizyczna.

### Schemat 1. Główne czynniki wpływające na oprocentowanie kredytu bankowego



Źródło: *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, praca zbiorowa pod red. M. WYPYCHA, Wyd. Absolwent, Łódź 1995, s. 103.

Na koszt pożyczki wpływają przede wszystkim ogólne warunki rynkowe, kształtowane przez podstawowe stopy procentowe i stopy oprocentowania kredytów bankowych, a także warunki uwzględniające powiązania pomiędzy pożyczkodawcą a pożyczkobiorcą. Inne czynniki mające istotne znaczenie dla kosztu kapitału pozyskanego w formie pożyczki to kondycja finansowa pożyczkobiorcy, formy zabezpieczenia pożyczki i warunki spłaty<sup>14</sup>.

W przeciwieństwie do kosztu kredytu bankowego, który w tradycyjnej postaci wyrażany jest w odsetkach w skali roku, **koszty leasingu** wyrażone są w tzw. koszcie efektywnym, czyli sumie kosztów leasingu w całym okresie umowy, rozłożonej równomiernie na wszystkie opłaty leasingowe. Na koszt efektywny leasingu składają się: koszty kredytu bankowego zaciągniętego przez firmę leasingową na sfinansowanie zakupu dobra inwestycyjnego oraz jej określony zysk. Ponadto część towarzystw leasingowych wymaga od korzystającego (leasingobiorcy) prowizji nazywanej także opłatą manipulacyjną (*management fee*), płatnej po podpisaniu umowy leasingowej. Opłata manipulacyjna przeznaczona jest na pokrycie kosztów administracyjnych finansującego (leasingodawcy), kosztów obsługi leasingu, a niekiedy stanowi także dodatkowe źródło zysku dla leasingodawcy<sup>15</sup>.

Do oszacowania **kosztu kapitału obcego w przedsiębiorstwie emitującym papiery dłużne** niezbędna jest znajomość oczekiwanej przez inwestorów stopy zwrotu z inwestycji w obligacje. Z tym, że faktyczny koszt kapitału obcego uzyskanego przez emisję obligacji jest mniejszy od realizowanej przez inwestorów stopy zwrotu ze względu na korzyści wpływające ze zmniejszenia obciążeń podatkowych przedsiębiorstwa. Zgodnie z przepisami prawnymi dotyczącymi podatku dochodowego oprocentowanie długu stanowi bowiem koszt uzyskania przychodów, a zatem koszt zmniejszający podstawę opodatkowania<sup>16</sup>. Jednocześnie należy wziąć pod uwagę tzw. koszty emisji papierów wartościowych (*flotation costs*), w szczególności, gdy emisja obligacji następuje poprzez publiczną subskrypcję. Do kosztów emisji obligacji zalicza się: wynagrodzenie doradców prawnych i finansowych oraz firm audytorskich, wydatki związane z przygotowaniem prospektu lub memorandum informacyjnego, koszty gwarancji emisji, koszty techniczne przeprowadzenia emisji. Istotnym elementem kosztów plasowania obligacji jest prowizja banku inwestycyjnego, pełniącego rolę organizatora, pośrednika, a często również gwaranta emisji (*underwritera*). Koszty emisji obligacji zmniejszają przychody przedsiębiorstwa, zwiększając koszt zgromadzenia kapitału<sup>17</sup>. Ostatecznie koszt kapitału obcego pozyskanego w drodze emisji obligacji zależy od wysokości i częstotliwości wypłat oprocentowania, terminu wykupu, ceny emisyjnej uzyskanej ze sprzedaży obligacji pomniejszonej o koszty emisji, a także oszczędności podatkowych, związanych z zaciągnięciem długu<sup>18</sup>.

Obliczając koszt kapitału uzyskanego przez emisję obligacji wykorzystuje się najczęściej technikę dyskontowania. Nominalny koszt kapitału uzyskanego w drodze emisji obligacji jest równy stopie dyskontowej, według której zaktualizowana wartość netto kosztów związanych z obsługą emisji, czyli wypłatą odse-

tek i wykupem obligacji, jest równa dochodowi netto z emisji papierów dłużnych. Koszt długu ( $k_d$ ) dla obligacji o stałym oprocentowaniu można wyznaczyć ze wzoru uwzględniającego odsetki dla całego okresu<sup>19</sup>:

$$(5) \quad \frac{P_0 + \sum_{t=1}^n \frac{I_t}{(1+k_d)^t} - \frac{P_n}{(1+k_d)^n}}{P_n}$$

gdzie:  $P_0$  – cena sprzedaży obligacji,  
 $k_{em}$  – koszty emisji i sprzedaży obligacji,  
 $I$  – odsetki wypłacone nabywcom obligacji,  
 $P_n$  – cena nominalna obligacji (cena wykupu obligacji),  
 $k_d$  – nominalny koszt kapitału obcego pozyskanego w drodze emisji obligacji przed opodatkowaniem,  
 $t$  – kolejne lata okresu emisji obligacji (1, 2, ... n).

Do oszacowania wartości nominalnego kosztu wyemitowanych obligacji przed opodatkowaniem może być wykorzystany wzór uproszczony<sup>20</sup>, uwzględniający odsetki tylko jednego roku:

$$(6) \quad \frac{P_0 + \frac{I}{1+k_d} - \frac{P_n}{1+k_d}}{P_n}$$

gdzie:  $k_d$  – przybliżony koszt kapitału obcego pozyskanego w drodze emisji obligacji przed opodatkowaniem,

$I$  – odsetki wypłacone nabywcom obligacji (*annual interest payments*),

$P_n$  – cena nominalna obligacji,

$V$  – cena rynkowa albo przychód netto ze sprzedaży obligacji,

$n$  – okres emisji w latach.

Innym sposobem obliczenia kosztu kapitału ze sprzedaży własnych obligacji przedsiębiorstwa jest odniesienie wartości rocznych odsetek od obligacji do wartości nominalnej papieru dłużnego, biorąc także pod uwagę koszty emisji obligacji. Koszt długu obliczonego tym sposobem dla nowej emisji obligacji przedstawia poniższy wzór<sup>21</sup>:

$$(7) \quad k_d = \frac{\text{Wartość rocznych odsetek od nowych obligacji}}{\text{Wartość nominalna (1 - Koszty emisji)}}$$

Przy kalkulacji kosztu zadłużenia związanego z obligacjami będącymi w obiegu wartość nominalna nie jest korygowana o koszty emisji i z tego względu koszt długu dla obligacji w obiegu przyjmuje następującą postać<sup>22</sup>:

$$(8) \quad k_d = \frac{\text{Wartość rocznych odsetek dla obligacji w obiegu}}{\text{Wartość rynkowa obligacji}}$$

Ponieważ obligacje obciążone są odsetkami, które zmniejszają zysk emitenta, koszt emisji należy skorygować o korzyści podatkowe. Korzyści wynikające ze zmniejszenia obciążeń podatkowych sprawiają, że emisja obligacji jest z reguły najbardziej opłacalną formą finansowania działalności. Po opodatkowaniu koszt kapitału obcego pozyskanego przez emisję obligacji wynosi<sup>23</sup>:

$$(9) \quad k_{obl} = k_i \times (1 - T)$$

gdzie:  $k_{obl}$  – koszt kapitału obcego (długu) pozyskanego poprzez emisję obligacji po opodatkowaniu,

$k_t$  – przybliżony koszt kapitału obcego pozyskanego w drodze emisji obligacji przed opodatkowaniem,  $T$  – stopa podatku dochodowego.

Przedsiębiorstwo pozyskujące kapitał obcy poprzez zaciąganie długu, a w tym poprzez emisję instrumentów dłużnych, może odliczyć od podstawy opodatkowania odsetki płacone kredytodawcom, co pozwala osiągnąć wyższy zysk po opodatkowaniu w porównaniu z sytuacją, gdyby firma zdobywała fundusze wyłącznie z emisji akcji zwykłych. Do znaczących wskaźników przedstawiających zyskowność spółek należy EPS (*earnings per share*), czyli zysk przypadający na jedną akcję po zapłaceniu podatków i wypłacie dywidend akcjonariuszom uprzywilejowanym i obligatariuszom. Spółki w Stanach Zjednoczonych, zgodnie z nowymi zasadami rachunkowości wprowadzonymi w 1998 r., zobowiązane są do przedstawienia w sprawozdaniu dwóch rodzajów zysku na jedną akcję, tzw. podstawowego zysku na akcję (*basic earnings per share*), do obliczenia którego nie włącza się opcji na akcje, warrantów i obligacji zamiennych oraz (pełnego) rozwodnionego zysku na jedną akcję (*fully-diluted earnings per share*), który obejmuje powyższe papiery wartościowe. Emitując instrumenty dłużne firma osiąga wyższy zysk na jedną akcję, o ile stopa zwrotu z pożyczonych funduszy przewyższa ich oprocentowanie<sup>24</sup>). Powyższe zagadnienie tłumaczy mechanizm dźwigni finansowej.

Ewa Komajda

#### PRZYPISY

- 1) A.A. GROPELLI, E. NIKBAKHT, *Finance*, Third Edition, Barron's Educational Series, Inc., New York 1995, op. cit. s. 158.
- 2) V. JOG, C. SUSZYŃSKI, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Wyd. Centrum Informacji Menedżera, Warszawa 1995, s. 160.
- 3) M. SIUDAK, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 1999, s. 100.
- 4) W. PLUTA, *Planowanie finansowe w przedsiębiorstwie*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1999, s. 113.
- 5) J.C. VAN HORNE, *Financial Management and Policy*, Fifth Edition, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey 1980, s. 492.
- 6) J. CZEKAJ, Z. DRESLER, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa. Podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 81–82; *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, praca zbiorowa pod red. M. WYPYCHA, Wyd. Absolwent, Łódź 1995, s. 101–102.
- 7) A. DULINIEC, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 27, 81.
- 8) A. DULINIEC, op. cit., s. 30–32.
- 9) Podawane w prasie i innych publikacjach stopy procentowe nazywane są nominalnymi. Nominalna stopa procentowa składa się z realnej stopy procentowej i premii w wysokości oczekiwanej stopy inflacji. A. A. GROPELLI, E. NIKBAKHT, op. cit., s. 315.
- 10) A.A. GROPELLI, E. NIKBAKHT, op. cit., s. 306; V. JOG, C. SUSZYŃSKI, op. cit., s. 206.
- 11) *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, op. cit., s. 103.
- 12) *Ibid.*, s. 103–104.
- 13) A. A. GROPELLI, E. NIKBAKHT, op. cit., s. 306–307.

- 14) *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, op. cit., s. 105.
- 15) J. LEMIESZ, *Co jest tańsze? Leasing. Alternatywa dla kredytu bankowego*, „Rzeczpospolita”, 9 marca 1998.
- 16) Należy dodać że efekt tarczy podatkowej nie działa także wtedy, gdy przedsiębiorstwo osiąga wynik finansowy w postaci straty. Firma nie płaci wówczas podatku dochodowego i tym samym nie może skorzystać z osłony podatkowej. Również przedsiębiorstwa małe, nie posiadające osobowości prawnej, nie są obciążone podatkiem dochodowym od osób prawnych i nie mogą wykorzystać efektu tarczy podatkowej. M. SIUDAK, op. cit., s. 101.
- 17) V. JOG, C. SUSZYŃSKI, op. cit., s. 167.
- 18) A. DULINIEC, op. cit., s. 80–81; M. SIUDAK, op. cit., s. 102.
- 19) *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, op. cit. s. 105.
- 20) J.G. SIEGEL, J.K. SHIM, *Financial Management*, Barron's Business Library, New York 1991, s. 138.
- 21) A.A. GROPELLI, E. NIKBAKHT, op. cit., s. 165–166.
- 22) *Ibid.*, s. 166.
- 23) L.P. ANDERSON, V. V. MILLER, D. L. THOMPSON, *The Finance Function*, Intext Educational Publishers, Scranton, Pennsylvania 1971, s. 86–87; A.A. GROPELLI, E. NIKBAKHT, op. cit. s. 165; J.G. SIEGEL, J. K. SHIM, op. cit., s. 138.
- 24) J. DOWNES, J. E. GOODMAN, *Dictionary of Finance and Investment Terms*, Fifth Edition. Barron's Educational Series, Inc., Hauppauge, New York 1998, s. 168–169; A.A. GROPELLI, E. NIKBAKHT, op. cit., s. 191.

#### BIBLIOGRAFIA

- [1] ANDERSON L. P., MILLER V. V., THOMPSON D. L., *The Finance Function*, Intext Educational Publishers, Scranton, Pennsylvania 1971.
- [2] CZEKAJ J., DRESLER Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa. Podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
- [3] DOWNES J., GOODMAN J. E., *Dictionary of Finance and Investment Terms*, Fifth Edition, Barron's Educational Series, Inc., Hauppauge, New York 1998.
- [4] DULINIEC A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1998.
- [5] *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, praca zbiorowa pod red. M. WYPYCHA, Wyd. Absolwent, Łódź 1995.
- [6] GROPELLI A.A., NIKBAKHT E., *Finance*, Third Edition, Barron's Educational Series, Inc., New York 1995.
- [7] JOG V., SUSZYŃSKI C., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Wyd. Centrum Informacji Menedżera, Warszawa 1995.
- [8] LEMIESZ J., *Co jest tańsze? Leasing. Alternatywa dla kredytu bankowego*, „Rzeczpospolita”, 9 marca 1998.
- [9] W. PLUTA, *Planowanie finansowe w przedsiębiorstwie*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1999.
- [10] SIEGEL J. G., SHIM J. K., *Financial Management*, Barron's Business Library, New York 1991.
- [11] SIUDAK M., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 1999.
- [12] VAN HORNE J.C.: *Financial Management and Policy*, Fifth Edition, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey 1980.

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