

**Grzegorz Drozdowski, Mariusz  
Nowak, Janusz Soboń**

---

**Determinanty wyznaczenia kosztu  
użycia kapitału własnego w małych  
przedsiębiorstwach**

---

Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 6, 165-174

---

2008

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](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach  
dozwolonego użytku.

Grzegorz Drozdowski  
Mariusz Nowak  
Janusz Soboń

## DETERMINANTY WYZNACZANIA KOSZTU UŻYCIA KAPITAŁU WŁASNEGO W MAŁYCH PRZEDSIĘBIORSTWACH

### Wstęp

Małe przedsiębiorstwa cechuje silne preferowanie kapitału własnego w finansowaniu inwestycji rozwojowych. Precyzując można stwierdzić, iż finansowanie pierwotne, a więc związane z założeniem przedsiębiorstwa, wiąże się z użyciem oszczędności własnych właściciela i ewentualną pomocą ze strony rodziny. Finansowanie wtórne, nastawione na rozwój w trakcie funkcjonowania firmy, bazuje na samofinansowaniu. Używanie kapitału wiąże się w wyznaczeniu kosztu użycia zaangażowanych środków finansowych, przy czym w literaturze przedmiotu można spotkać się z poglądem, który wskazuje na konieczność odmienności metod wyznaczania kosztu kapitału dla małych i średnich przedsiębiorstw. Koncepcją, która może zostać wykorzystana w tym celu, jest kategoria rynku uniwersalnego. Konsekwentnie teza referatu przedstawia się następująco: *małe przedsiębiorstwa nie stosują kategorii kosztu kapitału ze względu na niski poziom wiedzy z zakresu zarządzania finansami, jak i na stopień skomplikowania metod szacowania – w szczególności w odniesieniu do kapitału własnego.*

## 1. Decyzje finansowe w małym i średnim przedsiębiorstwie

Małe podmioty gospodarcze opierają swój rozwój zasadniczo na samofinansowaniu. Samofinansowanie nie jest jednoznacznie definiowane w literaturze przedmiotu<sup>1</sup>, przy czym w ujęciu szerokim można przyjąć, iż na to pojęcie składa się wypracowany zysk netto, środki uzyskane z amortyzacji podatkowej przy założeniu ich zmonetyzowania poprzez przychody oraz środki pochodzące z dywestycji rzeczowych aktywów trwałych. W literaturze przedmiotu preferowanie środków własnych można w pewnym stopniu tłumaczyć tzw. mentalnością kredytową<sup>2</sup>, którą postrzega się przez pryzmat czynników socjokulturowych jak i psychologicznych. Przedsiębiorca o przedindustrialnej mentalności kredytowej (rzemieślnik) traktuje zadłużanie się jako coś niemoralnego, stąd będzie w swoich decyzjach alokacyjnych preferował samofinansowanie. Druga grupa przedsiębiorców, o mentalności industrialnej, chętnie zgłasza popyt na kapitały obce, przy czym barierą tego typu finansowania jest polityka banków komercyjnych w zakresie oceny ryzyka kredytowania małych przedsiębiorstw. Można zatem stwierdzić, że zjawiska zachodzące na rynku małego kredytu są pochodną oddziaływania dwóch głównych elementów tego rynku: małych przedsiębiorstw tworzących popyt na kapitał oraz zachowań banków, jako strony podażowej, stosujących różne strategie zaangażowania się w ten typ podmiotów. Ważne jest jednakże poczynienie następującej uwagi. Otóż banki komercyjne muszą w swoich decyzjach uwzględniać stopień ryzyka, jakie wiąże się z kredytowaniem podmiotu, którego cechy można przedstawić następująco:

- a) małe przedsiębiorstwa nie posiadają zazwyczaj majątku, który mógłby stanowić zabezpieczenie wierzytelności w razie niepowodzenia projektu inwestycyjnego;
- b) kompetencje właścicieli małych przedsiębiorstw nie przystają zazwyczaj do wymogów prowadzenia inwestycji, które z natury wymagają, oprócz wiedzy technicznej, znajomości szeroko pojętych elementów ekonomiki przedsiębiorstwa;
- c) nawet przy świadomości wysokiej niepewności danych prognostycznych planowanie finansowe w małych przedsiębiorstwach opiera się zasadniczo na intuicji i strategii naśladownictwa, która może w konkretnych warunkach się nie sprawdzać.

---

<sup>1</sup> Zob. szerzej: A. Bielawska, *Samofinansowanie jako instrument finansowania przedsiębiorstw*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstw”, nr 7/2000, s. 14.

<sup>2</sup> W zakresie zjawiska mentalności kredytowej właścicieli małych przedsiębiorstw zob. szerzej: T. Łuczka, *Kapitał obcy w małym i średnim przedsiębiorstwie. Wybrane aspekty mikro- i makroekonomiczne*, PWN, Warszawa–Poznań 2001.

Można zatem przyjąć, iż sposób postrzegania rynkowego systemu finansowania inwestycji silnie wpływa na zachowania inwestycyjne małych i średnich przedsiębiorstw. Z drugiej strony, banki niechętnie angażują się w długoterminowe kredytowanie tego typu przedsiębiorstw, co może prowadzić do ukształtowania się przeświadczenia, że banki nie są naturalnym źródłem finansowania potrzeb kapitałowych małych przedsiębiorstw.

Relacje na rynku kredytowym, a w szczególności na rynku małego kredytu, tłumaczone są za pomocą zjawiska asymetrii informacji. Warto jednakże zauważyć, iż podobne zjawiska przejawiają się na innych typach rynków, a za typowy przykład można uznać rynek dóbr konsumpcyjnych, gdzie nabywca posiada często minimalną wiedzę co do cech nabywanego produktu. W odniesieniu do rynku kredytowego asymetria informacji w sensie ogólnym przejawia się w odmiennym zasobie informacji co do specyficznych cech projektu inwestycyjnego, które mogą determinować uzyskanie dodatniego wyniku ekonomicznego. Brak pełnej informacji (pożądaney z punktu widzenia banku) prowadzi do ograniczenia dostępności kredytu lub też do wyznaczenia ceny kapitału (oprocentowanie kredytu), która ma zrekompensować nadmierne w ocenie banku ryzyko. W praktyce jednak może okazać się, że wyższy koszt kredytu nie wywołał demotywacji w zakresie zadłużania się, lecz doprowadził do efektu substytucji aktywów, co w efekcie doprowadziło do ryzyka dla banku na poziomie wyższym, niż wynikałoby to z klasycznego braku pełnej informacji. Nawet jeżeli założymy, że asymetria informacji ma charakter zewnętrzny, tzn. ani bank, ani przedsiębiorstwo nie są w stanie określić w pełni czynników ryzyka (nie istnieje celowe ukrywanie informacji przez przedsiębiorstwo). Warto także dodać, iż zjawisko powyższe występuje z dużym natężeniem w przypadku mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw.

Syntetycznie sposób postrzegania ryzyka finansowania inwestycji rzeczowych przez bank można zaprezentować przy wykorzystaniu następujących relacji wskaźnikowych w banku. Wyjaśnienie motywów banku w zakresie kompensowania wyższą stopą zwrotu z transakcji (wyższe oprocentowanie kredytu) wyższego poziomu ryzyka można przeanalizować na podstawie korelacji dźwigni finansowej, poziomu stopy zwrotu z aktywów (ROA) i skali ryzyka kredytowego. Banki komercyjne posiadają zasadniczo dwa źródła dochodów – tj. *spread* pomiędzy oprocentowaniem aktywów i pasywów oraz prowizje i opłaty od transakcji nie wymagających użycia kapitału. Czynnikiem determinującym w obecnym stanie prawnym relacje pomiędzy udzielanymi kredytami a funduszami własnymi netto jest współczynnik adekwatności kapitałowej na poziomie 8%. Każdy nowy składnik aktywów (kredyt) przy założeniu rentowności na określonym poziomie

wymaga przyrostu kapitału z zysku zatrzymanego. Kapitał musi zatem przyrastać proporcjonalnie do aktywów. W sensie wymaganej stopy zwrotu marża banku po pokryciu wydatków pieniężnych musi być na takim poziomie, aby kapitał przyrastał proporcjonalnie do przyrostu aktywów.

## 2. Zmiana kosztu kapitału obcego *in plus* jako racjonalna przesłanka obaw przedsiębiorcy przed utratą równowagi finansowej

Małe przedsiębiorstwo ze względu na prymat ochrony zgromadzonego majątku, będącego jednocześnie zabezpieczeniem bytu rodziny, może wykazywać – co jest rzadko analizowane w literaturze przedmiotu – obawy przed utratą równowagi finansowej, a w konsekwencji bankructwem. Zmiana bazowych stóp procentowych w Polsce silnie przekłada się na wzrost stopy oprocentowania kredytu, przez co w pełni uzasadnione mogą być obawy przedsiębiorców co do zwiększania stopnia dźwigni finansowej.

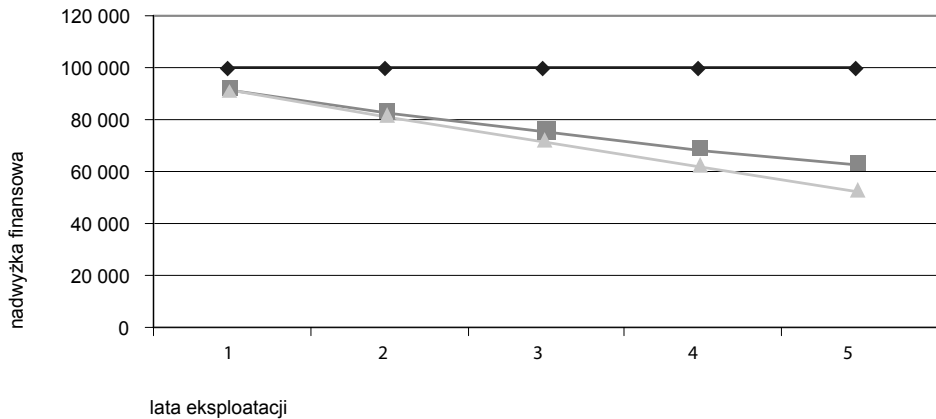
Powyższy problem – niższej planowanej efektywności ekonomicznej małego przedsiębiorstwa – można przedstawić na podstawie analizy wpływu wzrostu kosztu kapitału na zmianę efektywności ekonomicznej projektu inwestycyjnego. Wyliczenie w tabeli nr 1 pokazuje zmianę realnej wartości nadwyżek finansowych przy skokowym wzroście kosztu kapitału. Zmiana ta musi prowadzić, zgodnie z logiką zmiennej wartości pieniądza, do zmniejszenia się efektów ekonomicznych z realizacji inwestycji.

Tabela 1. Zmiana wartości realnej nadwyżek finansowych przy wzroście kosztu kapitału

Treść	Lata				
	Rok 1	Rok 2	Rok 3	Rok 4	Rok 5
Nadwyżka finansowa	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000
Koszt kapitału (1)	10%	10%	10%	10%	10%
MWO (1)	1,1	1,21	1,331	1,464	1,611
Koszt kapitału (2)	10%	12%	14%	16%	18%
MWO (2)	1,1	1,232	1,404	1.628	1.921
Roczna zaktualizowana nadwyżka finansowa (1)	90 909	82 645	75 131	68 306	62 073
Roczna zaktualizowana nadwyżka finansowa (2)	90 909	81 168	71 225	61 425	52 056
Różnica w wartości zaktualizowanych nadwyżek finansowych (1-2)	0	1 477	3 906	6 881	10 017

Źródło: opracowanie własne.

Wykres nr 1. Zmiana wartości zaktualizowanej nadwyżki finansowej przy wzroście kosztu kapitału



Źródło: opracowanie własne.

Różnica w wartości zaktualizowanej nadwyżek finansowych w ciągu 5 lat wynosi 22 281 zł (suma różnic z 5 lat generowania nadwyżek finansowych). Zmianę kosztu kapitału należy jednakże w przypadku małego przedsiębiorstwa postrzegać przez nieco odmienny pryzmat interpretacyjny. W małym przedsiębiorstwie analiza sytuacji w zakresie ryzyka zadłużania się ma bardziej charakter intuicyjny. Problem pierwotnym, jak wskazano wcześniej, jest sama kwestia obciążenia ryzykiem majątku własnego (rodziny), a za drugi kluczowy czynnik należy uznać stopę oprocentowania. Każda niewątpliwie jej zmiana *in plus* będzie zatem wywoływać bardziej negatywną ocenę sytuacji zagrożenia. Analiza procesu zmian jest bowiem bardziej oparta na ocenie emocjonalnej niż kalkulacji ekonomicznej. Problem ten, jak się wydaje, jest prawie w ogóle nie zauważany w odniesieniu do sposobu analizy ryzyka w małych przedsiębiorstwach. Bardziej zakłada się, że zmiany parametrów ekonomicznych poddawane są takiej samej analizie jak w przypadku dużych podmiotów gospodarczych, wyposażonych w potencjał analityczny.

Warto także zauważyć, że zmiana opłacalności inwestycji w małym przedsiębiorstwie nie znajduje zazwyczaj możliwości reakcji obniżającej poziom straty. Nie może być także pokryta z innych źródeł ze względu na homogeniczność oferty produktowej małego przedsiębiorstwa. Inwestycje w tego typu przedsiębiorstwach dotyczą bowiem zazwyczaj jednego lub grupy jednorodnych środków

trwałych. Inaczej sytuacja przedstawia się w dużych przedsiębiorstwach, których produkcja podlega zazwyczaj dywersyfikacji obniżającej ryzyko utraty równowagi finansowej.

### **3. Rynek uniwersalny jako podstawa do wyznaczania kosztu kapitału własnego w małych przedsiębiorstwach**

W ujęciu praktycznym można postawić pytanie, czy istnieje prosty i możliwy do praktycznej adaptacji sposób wyliczania kosztu kapitału własnego. Jeżeli odniesiemy się tylko do finansowania obcego, problem szacowania kosztu kapitału obcego wydaje się nieskomplikowany. Teoria poleca przyjęcie stopy dyskontowej na poziomie nie niższym od kosztów użycia kapitału. W rozwinięciu kosztu kapitału obcego w ujęciu kosztów uzyskania przychodu pojawia się efekt tarczy podatkowej, jednakże, co nie jest silnie akcentowane w literaturze przedmiotu, odnosi się tylko do liniowego podatku dochodowego<sup>3</sup>. Oznacza to, że jeżeli podmiot gospodarczy opodatkowany jest w oparciu o system progresywny, efekt tarczy podatkowej, a więc w konsekwencji efektywny koszt kapitału kształtować się będzie na różnym poziomie. Zasadniczy problem szacowania kosztu kapitału dotyczy źródeł własnych, gdzie dawca (właściciel) musi samodzielnie określić alternatywny koszt kapitału (wymaganą stopę zwrotu). Na potrzeby szacowania kosztu kapitału własnego opracowano wiele modeli, przy czym za najbardziej znane przyjmuje się: model wyceny aktywów kapitałowych (CAPM) oraz podstawowy model Gordona. Oba te modele odnoszą się do wyspecjalizowanego oraz rozwiniętego rynku kapitałowego. Na podstawie założeń modelu Gordona oraz CAPM możliwe jest wykazanie wad, które w praktyce nawet rozwiniętych rynków kapitałowych, a tym bardziej na polskim rynku kapitałowym wydają się trudne do spełnienia. Model Gordona wykorzystywany do szacowania kosztu kapitału własnego wymaga spełnienia dwóch podstawowych założeń:

1. Dodatni wynik finansowy w założonym okresie wyceny – w praktyce oznacza to przyjęcie niekiedy irracjonalnego założenia, że przedsiębiorstwo nie może uzyskać straty netto; jest to tym bardziej założenie sztuczne, że model Gordona wyceny zaktualizowaną wartość dywidend do nieskończoności: niewątpliwie przedział wartości zaktualizowanych dywidend zbliżający się

---

<sup>3</sup> Zob. szerzej: W. Szczęsny, *Uwagi w sprawie neutralności systemu podatkowego*, w: *Systemy gospodarcze i ich ewolucja. Dokąd zmierza Polska?*, red. St. Swadźby, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2001, s. 218-219.

asymptotycznie do granicy  $1/k$  słabo wpływa na wartość graniczną ceny zakupu, niemniej trudno ocenić, gdzie kończy się przedział istotności.

2. Regularnie wypłacana dywidenda – podstawą modelu jest dyskontowanie wartości wypłacanych dywidend.

Model CAPM z kolei opiera się na dwóch zasadniczych parametrach: stopie wolnej od ryzyka oraz premii za ryzyko rynkowe, która jest różnicą pomiędzy stopą zwrotu z portfela rynkowego i stopy wolnej od ryzyka. Posłużenie się tym modelem wymaga spełnienia wielu założeń, które przedstawiają się następująco<sup>4</sup>:

- istnienie rynku doskonałego, tzn. takiego na którym żaden podmiot reprezentujący popyt lub podaż nie ma takiej siły ekonomicznej, aby wpływać na cenę akcji,
- nie występują koszty transakcyjne,
- koszty pozyskania informacji ekonomicznej są zerowe,
- nie istnieją podatki,
- funkcja użyteczności inwestora jest funkcją kwadratową (inwestor podejmuje decyzję w oparciu o wymaganą stopę zwrotu oraz odchylenie standardowe,
- oczekiwania są formułowane na jeden okres do przodu,
- występuje homogeniczność oczekiwań uczestników rynku co do poziomu przyszłych stóp zwrotu oraz ich zmienności dla różnych papierów wartościowych.

Zbiór przedstawionych założeń już po ogólnym przejrzeniu pokazuje, iż model CAPM jest wysoce teoretyczny. Portfel rynkowy, który jest podstawą wyliczania stopy zwrotu z portfela, wpływa na stopę zwrotu z akcji. Najczęściej stopa ta wyrażana jest w postaci wartości indeksu giełdowego. Aby jednak w szacowaniu kosztu kapitału model miał swoje zastosowanie, musi być spełniona zależność, iż stopa zwrotu z portfela rynkowego, czyli wartość indeksu giełdowego, powinna być wyższa od stopy wolnej od ryzyka. W odmiennym przypadku model traci sens. Ponadto szacowanie parametrów odbywa się na jeden okres „do przodu”. To z punktu widzenia oszacowania poziomu stopy dyskontowej powoduje, że koszt kapitału zależny jest od przyjętego okresu wyliczeń. Przykładowo dla gospodarki amerykańskiej premia z tytułu ryzyka rynkowego kształtowała się na poziomie 3,92% (dla okresu 1962-1992), ale już skrócenie tego okresu dla lat 1981-1992 obniżyło jej poziom do 0,13%. Podsumowując, w odniesieniu do szacowania stopy

<sup>4</sup> Na temat założeń oraz wad modelu CAMP zobacz szerzej: J. Czekał, S. Owsiak, *Finansowy mechanizm alokacji zasobów w gospodarce rynkowej*, PWN, Warszawa 1992, s. 219.



dyskontowej na potrzeby oceny opłacalności inwestycji rzeczowej można przyjąć założenie, iż w warunkach hossy na giełdzie stopa zwrotu z portfela rynkowego ukształtuje się na tak wysokim poziomie, że nie znajdzie się żadna inwestycja o dodatnim NPV. „Jednym z możliwych sposobów oceny prawidłowej alokacji kapitałów może być ocena wpływu projektu inwestycyjnego na zmianę kryterium granicznego, które dla inwestora pełni kryterium decyzyjne, a jednocześnie jego konstrukcja i interpretacja są na tyle proste, że nie wymagają bezpośredniego odniesienia do rynku kapitałowego”<sup>5</sup>. Powyższe stwierdzenie pozwala na wyzacowanie kosztu kapitału własnego w oparciu o generowaną dotychczas wartość nadwyżki finansowej (zysk netto + amortyzacja). Model kosztu kapitału własnego w oparciu o czynniki endogeniczne przedstawia się następująco:

$$k_{kwt} = NF/A$$

gdzie:

- $k_{kwt}$  – koszt kapitału własnego,
- $A$  – aktywa ogółem.

Tak wyznaczony koszt kapitału pozwala na wytypowanie do realizacji tych projektów, które nie zmniejszają dotychczas tworzonego poziomu nadwyżki finansowej. W ten sposób można co najmniej utrzymać co najmniej identyczny poziom minimalnego przyrostu wartości małego i średniego przedsiębiorstwa. Tak wyzacowana stopa dyskontowa (koszt kapitału) posiada zasadniczą cechę w postaci uwzględniania ryzyka działalności konkretnego przedsiębiorstwa. Dotyczy to następujących obszarów:

- zmienności popytu na produkty i usługi,
- zmienności cen sprzedaży pod wpływem cenowej elastyczności popytu,
- zmienności kosztów produkcji,
- zakłócenia rentowności pod wpływem działania przewrotnego efektu dźwigni finansowej.

Koncepcja odnosząca się do wewnętrznych uwarunkowań działalności przedsiębiorstwa posiada także istotne wady. Ograniczenia modelu są następujące:

---

<sup>5</sup> W. Szczęsny, *Stopa dyskontowa na rynku uniwersalnym*, w: *Finansowe uwarunkowania rozwoju organizacji gospodarczych*, red. J. Turyn, W. Szczęsny, Difin, Warszawa 2004, s. 645-646.

- przyjęcie kosztu kapitału na poziomie historycznym można uznać za podejście zachowawcze – może przecież wystąpić zmiana warunków gospodarowania *in plus* dla branży, w jakiej działa przedsiębiorstwo,
- poziom wskaźnika NF/A może opierać się na niskiej bazie wyjściowej wynikającej z niskiej rentowności aktywów – każdy następny projekt będzie więc oparty o niższe niż możliwe do uzyskania kryterium graniczne,
- przedsiębiorstwo, bazując na niższej bazie wyjściowej, ponosić może koszt alternatywny zastosowania kapitału, który nie będzie odzwierciedlony w stopie dyskontowej.

Podstawą prezentacji wskaźnika NF/A jest oparcie się na cechach rynku uniwersalnego. „Na rynku uniwersalnym, postrzeganym głównie jako rynek konsumpcyjnych dóbr finalnych, występują podobne zdarzenia i transakcje znane z rozwiniętych rynków papierów wartościowych, tylko że przejawiają się inaczej. Ma tam miejsce również zakładanie i likwidacja firm. Wszystko to odbywa się jednak zgodnie z kryteriami właściwymi rynkowi dóbr konsumpcyjnych, lub ogólniej – rynkowi towarów, a nie z kryteriami rynków wyspecjalizowanych, jakim jest rynek kapitałowy”<sup>6</sup>. Stąd rynek uniwersalny wydaje się bardziej naturalnym odniesieniem dla małych i średnich przedsiębiorstw, dla których istotne jest samofinansowanie oraz lokalne rynki zbytu.

Dominacja samofinansowania jako źródła finansowania inwestycji, wespół z brakiem dostrzegania istotnej roli kosztu kapitału własnego, mogłaby być potraktowana jako czynnik o drugorzędnym znaczeniu. Jednakże obiektywne zjawiska ekonomiczne powodują, że niski poziom kompetencji właścicieli małych i średnich przedsiębiorstw wpływa negatywnie na optymalną alokację zasobów, jak i znajduje swoje odzwierciedlenie niekiedy w zbyt restrykcyjnej polityce banków komercyjnych wobec potrzeb kapitałowych małych i średnich przedsiębiorstw.

## Podsumowanie

Brak stosowania współczesnych metod wyznaczania kosztu kapitału, w szczególności kapitału własnego, jest wynikiem kilku przyczyn. Po pierwsze, należy przyjąć, iż w szerszej świadomości biznesowej samo pojęcie kosztu kapitału jest mało znane. Po drugie, polecane metody wyznaczania kosztu kapitału własnego są zbyt trudne do praktycznego wykorzystania w małych przedsiębiorstwach, mogą też wiązać się jednocześnie z niskim poziomem wiedzy w zakresie współczesnych

<sup>6</sup> Ibidem, s. 664.

finansów. Ponadto można przyjąć, iż w praktyce gospodarczej preferuje się metody i narzędzia ekonomiczne, które mają jednoznaczny charakter i weryfikowalną przydatność. Dodatkowym czynnikiem jest fakt, iż nawet ustawa o rachunkowości nie wyróżnia takiej kategorii jak koszt kapitału własnego, a za cel, jak i miernik oceny przyjmuje się klasyczną postać zysku. Niewątpliwie inne postrzeganie mierników oceny, jak na przykład kategorii zysku ekonomicznego (EVA), mogłoby wskazywać na istotność tego zagadnienia. Podsumowując należy przyjąć, iż choć małe przedsiębiorstwa nie posługują się tego typu kategorią ekonomiczną, to zapewne kategoria kosztu kapitału występuje w małych przedsiębiorstwach przynajmniej w postaci myślenia alternatywnego.

## **DETERMINANTS OF THE COST CALCULATING OF THE USE OF THE NET WORTH IN SMALL ENTERPRISES**

### **Summary**

The lack of applications of modern methods of calculating of the capital cost, particularly, net worth, can be considered as a result of several reasons. Firstly, it is necessary to assume, that the notion of the capital cost in a large business consciousness is not known enough. Secondly, most recommended methods of calculating of the net worth are too difficult for practical application in small enterprises and it can be simultaneously connected with a low level of knowledge in the range of modern finance as well. Besides, it is possible to accept, that in economic practice are preferred these methods and economic instruments, which have clear-cut nature and verifiable usefulness. An additional factor is the fact, that even Accountancy Act does not differ such category as the cost of net worth, but a classic form of increment is taken for a purpose and a meter of estimate as well. There is no doubt that other perception of the meter of estimate, EVA for example, could indicate an economic essentiality of this question. It belongs to accept summing up, that though small enterprises do not use the economic category of that type, it takes for sure a stand at least in the form of alternative reflection.

*Translated by Janusz Soboń,  
Grzegorz Drozdowski, Mariusz Nowak*