

## Wycena kapitału intelektualnego na przykładzie spółki Makarony Polskie S.A. w Rzeszowie – studium przypadku

### Abstrakt

Przez wiele lat o sukcesie przedsiębiorstwa decydowały aktywa materialne i finansowe, jednak z biegiem czasu źródła przewagi konkurencyjnej ewoluowały i obecnie to niematerialne zasoby (bazujące na wiedzy) stają się czynnikiem generującym wartość przedsiębiorstwa. Zarówno w teorii, jak i praktyce zarządzania, rośnie popularność pojęcia kapitału intelektualny, a wycena aktywów niematerialnych staje się umiejętnością niezbędną dla przetrwania i rozwoju przedsiębiorstw w gospodarce opartej na wiedzy. Koncepcja kapitału intelektualnego narodziła się stosunkowo niedawno i wciąż istnieje wiele problemów związanych z określaniem struktury tego kapitału i jego wyceną, gdyż aktywa oparte na wiedzy nie znajdują odzwierciedlenia w tradycyjnym bilansie firmy.

**Słowa kluczowe:** kapitał intelektualny, komponenty kapitału intelektualnego, metody wyceny kapitału intelektualnego,

**Keywords:** intellectual capital, components of intellectual capital, methods for the valuation of intellectual capital,

### Istota kapitału intelektualnego

W literaturze pojęcie kapitału intelektualnego jest różnie rozumiane, co stanowi trudność w identyfikacji jego elementów składowych. Jedną z definicji zakłada, że kapitał intelektualny (określany też mianem kapitału wiedzy), to „ukryte” aktywa przedsiębiorstwa, które nie są w pełni ujęte w sprawozdawczości bilansowej firmy, a które obejmują zarówno to, co tkwi w umysłach członków organizacji, jak i to, co pozostaje w przedsiębiorstwie, gdy pracownicy je opuszczają (Sopińska 2005: 34). Tabela 1 przedstawia definicje kapitału intelektualnego według wybranych autorów.

Tabela 1. Istota kapitału intelektualnego według różnych autorów

Autor	Definicja kapitału intelektualnego
L. Edvinsson, M.S. Malone	Ukryte aktywa, odzwierciedlające lukę pomiędzy wartością rynkową a księgową firmy
T.A. Stewart	Materiał intelektualny: wiedza, informacje, własność intelektualna i doświadczenie, które mogą być wykorzystane do tworzenia bogactwa
M. Bratnicki	Suma wiedzy posiadanej przez ludzi tworzących społeczność przedsiębiorstwa oraz praktyczne przekształcenie tej wiedzy w składniki wartości firmy
D. Dobija	Źródło finansowania niematerialnych zasobów firmy przyczyniających się do generowania przyszłych korzyści, a więc w istotny sposób wpływających na proces kreowania wartości firmy
G. Urbanek	Niewidzialny zasób przedsiębiorstwa, który tworzy widzialne efekty. Kapitał intelektualny to zarówno wiedza sama w sobie, jak i rezultat jej transformacji na aktywa niematerialne
G. Roos, J. Roos.	Suma ukrytych aktywów nieuwzględnionych w sprawozdaniach finansowych, obejmująca zarówno to, co zostaje w głowach pracowników, jak i to co zostaje po wyjściu pracowników do domu.
L. Prusak	Materia intelektualna, która została zmaterializowana, uchwycona i wykorzystana do stworzenia wysoko wartościowych aktywów.

Źródło: opracowanie własne (Edvinsson, Malone 2001: 39, Kwiecień, Iwasieczko 2009: 121-125, Jarugowa, Fijałkowska 2002: 58-59)

Kapitał intelektualny nie jest kategorią jednorodną i posiada wiele specyficznych cech, z których do najważniejszych należy zaliczyć to, że:

- jest oparty na wiedzy,
- obejmuje elementy trudno wymierne,
- elementy składają się różnych kategorii, często o odmiennym charakterze (Sokołowska 2003: 71).

**W literaturze można spotkać wiele prób klasyfikacji kapitału intelektualnego, najczęściej wymienia się takie komponenty jak:**

- **kapitał ludzki** (wiedza, umiejętności, zdolności, motywacje i inne cechy reprezentowane przez pracowników zatrudnionych w przedsiębiorstwie, stanowiące źródło dochodów dla zatrudnionego i zatrudniającego; nie stanowiący własności przedsiębiorstwa a należący do poszczególnych jednostek będących jego nośnikami);
- **kapitał organizacyjny** (strukturalny) (systemy i narzędzia usprawniające przepływ wiedzy w organizacji, m.in. bazy danych, struktura organizacyjna, kultura organizacyjna, patenty, prawa autorskie, systemy informatyczne);
- **kapitał relacyjny** (powstający w wyniku interakcji z różnymi podmiotami zewnętrznymi). (Król, Ludwicyński 2007: 97).

Tabela 2 przedstawia komponenty kapitału intelektualnego według różnych koncepcji, ponieważ do tej pory nie opracowano uniwersalnej miary jego wartości.

Tabela 2. Komponenty kapitału intelektualnego według różnych autorów

Koncepcja	Komponenty kapitału intelektualnego
Koncepcja L. Edvinssona	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Kapitał ludzki</li> <li>○ Kapitał strukturalny</li> </ul>
Modelu platformy wartości H. Saint-Onge'a	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Kapitał ludzki</li> <li>○ Kapitał klientów</li> <li>○ Kapitał organizacyjny</li> </ul>
Koncepcja K. E. Sveiby	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Kompetencje pracowników</li> <li>○ Struktura wewnętrzna</li> <li>○ Struktura zewnętrzna</li> </ul>
Koncepcja A. Brooking	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Aktywa odnoszące się do ludzi</li> <li>○ Aktywa rynkowe</li> <li>○ Aktywa majątku intelektualnego</li> <li>○ Aktywa infrastruktury</li> </ul>
Koncepcja A. Pietruszki-Ortyl	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Kapitał społeczny</li> <li>○ Kapitał organizacyjny (relacyjny, innowacyjny, kultura organizacyjna, infrastruktura)</li> </ul>
Koncepcja M. Bratnickiego i J. Strużyny	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Kapitał ludzki</li> <li>○ Kapitał społeczny</li> <li>○ Kapitał organizacyjny (struktura wewnętrzna, zewnętrzna, kapitał rozwojowy)</li> </ul>

Źródło: opracowanie własne (Kasiewicz, Rogowski, Kicińska 2003: 20-25, Jarugowa, Fijałkowska 2001: 84)

Wycenę aktywów niematerialnych przedsiębiorstwa przeprowadza się szczególnie w przypadku:

- pozyskiwania dodatkowych źródeł finansowania (np. kredytów) pod zastaw aktywów ukrytych,
- ustalania rzeczywistej wartości likwidacyjnej przedsiębiorstw szczególnie działających w sektorze usługowym,
- dla potrzeb transakcyjnych (kupna-sprzedaży) aktywów niematerialnych,
- **ustalania wysokości roszczeń w sporach sądowych wynikających z naruszenia praw własności intelektualnej,**
- **ograniczenia ryzyka inwestycyjnego,**
- **poprawy efektywności zarządzania majątkiem przedsiębiorstwa (Górniak 2006).**

### Metody wyceny kapitału intelektualnego

W tradycyjnych sprawozdaniach finansowych przedsiębiorstw brakuje informacji o istotnym generatorze wartości, jakim jest kapitał intelektualny, a sam pomiar kapitału intelektualnego ze względu na jego nieuchwytny charakter, jest trudnym etapem procesu zarządzania aktywami niematerialnymi. Ponadto do tej pory nie wypracowano jednego standardu wyceny. Metody pomiaru koncentrują się na dwóch podejściach:

- szacowanie ogólnej wartości kapitału intelektualnego zaangażowanego w przedsiębiorstwie,
- pomiar wartości poszczególnych aktywów niematerialnych tworzących kapitał intelektualny.

Celem pomiaru aktywów niematerialnych jest uzupełnienie tradycyjnej wyceny przedsiębiorstwa (koncentrującej się zazwyczaj na wartości aktywów materialnych), o dane dotyczące ilości, jakości i wartości posiadanych aktywów niematerialnych. Metody można podzielić na finansowe oraz jakościowe. Istotą metod finansowych jest wyrażenie wartości kapitału intelektualnego w jednostkach pieniężnych, natomiast metody jakościowe dostarczają charakterystyki jakościowej elementów składowych tegoż kapitału. Zaletą metod jakościowych jest prezentacja szerokiego spektrum na aktywa przedsiębiorstwa, szczególnie na kompetencje, motywację i kreatywność pracowników, kulturę organizacyjną, relacje z klientami oraz potencjał technologiczny. Główną wadą modeli jakościowych jest subiektywny dobór wskaźników, przez co utrudnia to porównywanie wyników między firmami. Tabela 3 przedstawia klasyfikację metod pomiaru kapitału intelektualnego.

Tabela 3. Klasyfikacja metod pomiaru kapitału intelektualnego

Grupa metod	Przykłady metody	Rodzaje metody
Metody oparte na kapitalizacji rynkowej	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ wskaźnik Q-Tobina</li> <li>○ market-to-bookvalue (MV/BV)</li> </ul>	finansowe globalne
Metody bezpośredniego pomiaru kapitału intelektualnego	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ kosztowe</li> <li>○ rynkowe</li> <li>○ dochodowe,</li> <li>○ oparte na opcjach realnych</li> </ul>	finansowe indywidualne
Metody oparte na zwrocie z aktywów (ROA)	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Economic Value Added (EVA)</li> <li>○ Knowledge Capital Earnings (KCE)</li> <li>○ Value Added Intellectual</li> <li>○ Coefficient (VAIC)</li> <li>○ Calculated Intangible Value (CIV)</li> </ul>	finansowe globalne
Metody kart punktowych	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Nawigator Skandii</li> <li>○ IC-Rating</li> <li>○ Zrównoważona Karta Wyników</li> <li>○ Monitor Aktywów Niematerialnych</li> </ul>	Jakościowe

Źródło opracowanie własne (Sveiby 2009: 56)

Na szczególną uwagę zasługuje grupa metod finansowych, które pozwalają zmierzyć efektywność zarządzania kapitałem intelektualnym w jednostkach pieniężnych. Pozwalają one na szacowanie wartości posiadanego kapitału oraz przyszłych korzyści będących wynikiem wykorzystywania aktywów niematerialnych. Metody oparte na kapitalizacji rynkowej umożliwiają stwierdzenie, czy przedsiębiorstwo w ogóle posiada kapitał intelektualny. Nie

pozwalają one wprowadzić na precyzyjnie oszacowanie wartości kapitału intelektualnego, ale identyfikują zdolność firmy do uzyskiwania ponadprzeciętnych wyników związanych z efektywnym wykorzystaniem aktywów niematerialnych. Zasadniczą ich wadą jest podatność na wahania występujące na rynku kapitałowym – skutkiem czego wartość rynkowa może być niedoszacowana lub przeszacowana. Metody rynkowe szacują wartość aktywów niematerialnych na podstawie porównywalnych transakcji dotyczących podobnych aktywów niematerialnych (Panfil, Szablewski 2009: 189).

## **Przedmiot działalności spółki Makarony Polskie S.A.**

**Makarony Polskie S.A.** to jeden z największych i najbardziej dynamicznie rozwijających się rzeszowskich producentów makaronu w Polsce. Siedziba firmy znajduje się w Rzeszowie, przy ulicy Podkarpackiej. **Historia zakładu sięga lat dziewięćdziesiątych dwudziestego wieku. Na początku w Rzeszowie funkcjonowało przedsiębiorstwo państwowe PZZ Rzeszów S.A., którego pakiet większościowy w 1998 r. nabyła Agro-Technika S.A. z siedzibą w Ząbkach.** W wyniku dokonanych przekształceń w tym samym roku wytwórnia makaronu została wydzielona z PZZ Rzeszów S.A. i stała się bezpośrednią częścią Agro-Techniki S.A. jako Oddział Małopolska. Makarony Polskie Sp. z o.o. zostały utworzone przez spółkę Agro-Technika S.A. i od 2002 roku cała działalność operacyjna prowadzona przez Oddział Małopolska została przejęta przez Makarony Polskie Sp. z o.o. W dniu 10 maja 2004 r. Nadzwyczajne Zgromadzenie Wspólników podjęło Uchwałę w sprawie przekształcenia Makarony Polskie Sp. z o.o. w spółkę akcyjną. Pod koniec lipca 2004 roku Makarony Polskie S.A. przejęła innego producenta makaronu – spółkę cywilną Elpast z Płocka. Fuzja umożliwiła dalsze umocnienie pozycji spółki na rynku producentów makaronów. Od kwietnia 2007 roku akcje spółki notowane są na rynku głównym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Od czerwca 2007 roku w skład Grupy Makarony Polskie weszła spółka Stoczek Natura Sp. z o.o., a we wrześniu spółka Abak Sp. z o.o. z Częstochowy. Tabela 4 przedstawia wybrane dane dotyczące spółki Makarony Polskie S.A. ([www.makarony.pl](http://www.makarony.pl) 2007)

Tabela 4. Wybrane dane spółki Makarony Polskie S.A. w latach 2012-2014

	Dane za rok		
	2012	2013	2014
Przychody ze sprzedaży	130 603 (w tys.)	127 987 (w tys.)	123 801 (w tys.)
Zysk brutto	3 870 (w tys.)	1 871 (w tys.)	5 778 (w tys.)
Zysk netto	4 914 (w tys.)	1 899 (w tys.)	4 143 (w tys.)
Aktywa ogółem	112 953 (w tys.)	115 959 (w tys.)	126 579 (w tys.)
Liczba akcji	9 250 071	9 250 071	9 250 071
Stan zatrudnienia	287	207	216

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów rocznych dostępnych na stronie [www.makarony.pl](http://www.makarony.pl).

Proces wytwarzania produktów prowadzony jest w oparciu o nowoczesne linie produkcyjne. W spółce zarówno surowce jak i wyroby gotowe są badane w laboratorium zakładowym. Proces produkcyjny przebiega z wymogami Zintegrowanego Systemu Zarządzania Jakością ISO i HACCP, a nad jego poszczególnymi etapami czuwa Zespół Kontroli Jakości. Na dzień 27 lutego 2016 roku spółka zajmowała 554 miejsce w rankingu popularności spółek na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Przynależy do indeksów: WIG-SPOZ (udział 0,36%), INVESTORMS (udział 0,02%), WIG-POLAND (0,01%) i WIG (0,01%). Cena za akcję wynosiła 5,94 zł ([www.bankier.pl](http://www.bankier.pl) 2006)

### **Wartościowanie kapitału intelektualnego spółki Makarony Polskie S.A.**

Najprostszą metodą szacowania wartości kapitału intelektualnego jest odjęcie od wartości rynkowej przedsiębiorstwa jego wartości księgowej netto. Opierając się na tych dwóch wartościach, można także obliczyć wskaźnik nasycenia firmy kapitałem intelektualnym, jako relację wartości rynkowej do wartości księgowej – im wyższy od jedności, tym bardziej firma opiera swoją działalność na kapitale intelektualnym. Wskaźnik MV/BV (ang. *Market Value to Book Value*) jest wskaźnikiem rynkowym i niesie ze sobą informacje dotyczące sposobu postrzegania firmy przez inwestorów. Wskaźnik ten obliczamy według wzorów (Urbanek 2008: 105):

$$\begin{aligned} & \text{Wartość rynkowa} \\ \text{MV/BV} = & \text{-----} \\ & \text{Wartość księgowa} \\ & \text{lub:} \\ & \text{cena 1 akcji x ilość akcji} \\ \text{MV/BV} = & \text{-----} \\ & \text{Aktywa – Kapitały obce} \end{aligned}$$

Metoda nie pozwala wprawdzie precyzyjnie oszacować wartości kapitału intelektualnego, ale identyfikuje zdolność firmy do uzyskiwania ponadprzeciętnych wyników związanych z efektywnym wykorzystaniem aktywów niematerialnych. Wartość kapitału intelektualnego dla spółki Makarony Polskie S.A. oszacowaną za pomocą wskaźnika rynkowego przedstawia tabela numer 5.

Tabela 5. Wartość wskaźnika MV/BV dla spółki Makarony Polskie S.A. w latach 2012-2014

<b>Makarony Polskie S.A.</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Liczba akcji	9 250 071	9 250 071	9 250 071
Cena akcji (na koniec roku w PLN)	2,15	3,85	5,99
Wartość rynkowa (MV)	19 887 652	35 612 773	55 407 925
Wartość księgową (BV)	112 953 000	115 959 000	126 579 000
<b>MV/BV</b>	<b>0,18</b>	<b>0,31</b>	<b>0,44</b>
<b>Szacunkowa wartość kapitału intelektualnego (MV-BV)</b>	<b>-93 065 438</b>	<b>-80 346 227</b>	<b>-71 171 075</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów rocznych dostępnych na stronie [www.makarony.pl](http://www.makarony.pl) oraz danych dostępnych na stronie [www.bankier.pl](http://www.bankier.pl)

Jeśli wskaźnik MV/BV kształtuje się na poziomie większym od jedności, wówczas uznaje się, że przedsiębiorstwo posiada składniki kapitału intelektualnego, które nie zostały odzwierciedlone w bilansie, a wpływają na wartość rynkową. Jeśli wskaźnik jest równy jedności, wtedy wartość księgową jest równa wartości rynkowej i tym samym uważa się, że przedsiębiorstwo posiada składników kapitału intelektualnego. Natomiast, jeśli wskaźnik przybiera wartości mniejsze od jedności, to rynek wycenia przedsiębiorstwo poniżej wartości księgowej i tym samym należałoby uznać, że kapitał intelektualny ma wartość ujemną. (Nida 2013: 644)

Z analizy danych wynika, że wartość wskaźnika MV/BV była mniejsza od jedności w całym okresie analizy, co oznacza że w spółce Makarony Polskie wartość kapitału intelektualnego przybiera wartość ujemną. Wartość tego kapitału oszacowana zgodnie z formułą zaproponowaną przez L. Edvinsona (Edvinson, Malone 2001) kształtowała się w 2012 roku na poziomie -93 065 438 zł, a w kolejnych latach osiągnęła wartość -80 346 227 zł i roku 2014 -71 171 075 zł, co oznacza, że wartość kapitału intelektualnego firmy posiada tendencję wzrostową jednak nie jest to wynik zadowalający.

Powszechnie stosowanym i równie prostym wskaźnikiem służącym do wyceny kapitału intelektualnego w przedsiębiorstwach jest wskaźnik Q-Tobina, który w ogólnej formule jest obliczany jako relacja wartości rynkowej do wartości odtworzenia aktywów materialnych. Poziom tego wskaźnika odzwierciedla wartość inwestycji w technologie i kapitał ludzki. Do obliczenia wymaga on jednak operacjonalizacji. W tym celu można zastosować poniższą formułę zaproponowaną przez K. Chunga i S. Pruittta (Chung, Pruitt 1994: 70-74):

Wskaźnik Q-Tobina =  $(MVCS+BVLTD+BVINV+BVCL-BVCA)/BVTA$

gdzie:

MVCS – wartość rynkowa akcji zwykłych

BVLTD – wartość księgowa zobowiązań długoterminowych

BVINV – wartość księgowa zapasów

BVCL – wartość księgowa zobowiązań krótkoterminowych

BVCA – wartość księgowa aktywów obrotowych

BVTA – wartość księgowa wszystkich aktywów

Dodatnia wartość wskaźnika oznacza, że przedsiębiorstwo wypracowuje ponadprzeciętne zyski wyższe od przeciętnej stopy zwrotu z inwestycji. Wartość większa od jedności, podobnie jak w przypadku wskaźnika MV/BV, świadczy o występowaniu w przedsiębiorstwie niewidocznego kapitału intelektualnego. Wartość tego kapitału jest wprost proporcjonalna do poziomu wskaźnika – wyższa jest charakterystyczna dla firm opartych na wiedzy. Zasadniczą wadą wskaźnika podobnie, jako w przypadku MV/BV, jest jego podatność na wahania giełdowe. Powoduje to że, można go stosować jedynie do porównania firm działających w tej samej branży lub do monitorowania zmian w przedsiębiorstwie w długiej perspektywie. W tabeli 6 przedstawiono poziom wskaźnika Q-Tobina dla przedsiębiorstwa Makarony Polskie S.A.

Tabela 6. Poziom wskaźnika Q-Tobina dla przedsiębiorstwa Makarony Polskie S.A. w latach 2012-2014 (w tys.)

<b>Makarony Polskie S.A.</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Wartość rynkowa	19 887	35 612	55 407
Zobowiązania długoterminowe	11 468	25 479	23 376
Zobowiązania krótkoterminowe	43 301	30 472	35 743
Zapasy	11 094	12 476	11 570
Aktywa obrotowe	34 161	40 328	38 266
Aktywa ogółem	112 953	115 959	126 579
<b>Wskaźnik Q-Tobina</b>	<b>0,46</b>	<b>0,55</b>	<b>0,69</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów rocznych dostępnych na stronie [www.makarony.pl](http://www.makarony.pl) oraz danych dostępnych na stronie [www.bankier.pl](http://www.bankier.pl)

Na podstawie danych można stwierdzić, że w analizowanym okresie wartość wskaźnika była dodatnia, co oznacza że Makarony Polskie S.A były w stanie wypracować zyski monopolistyczne oraz osiągnęły wyższą przeciętną stopę zwrotu z inwestycji. Wskaźnik ten sukcesywnie wzrasta, co jest tendencją ocenianą pozytywnie. Dodatnia wartość obu obliczonych wskaźników świadczy o efektywnym zarządzaniu kapitałem intelektualnym



przedsiębiorstwa i jest pozytywnym sygnałem dla inwestorów giełdowych, gdyż oznacza szansę na dalszego rozwoju i zyski w przyszłości.

## **Podsumowanie**

Próbując scharakteryzować i dokonać oceny omówionych metod pomiaru kapitału intelektualnego należy stwierdzić, że nie istnieje metoda idealna. Przy odpowiednich założeniach, metody te dają jednak bardzo zbliżone wyniki i są źródłem wartościowych informacji. Pomiar dostarcza wielu korzyści, pozwala oszacować rzeczywistą wartość przedsiębiorstwa zarówno interesariuszom wewnętrznym jak i zewnętrznym, co stanowi podstawę racjonalnych decyzji inwestycyjnych i sprzyja poprawie efektywności zarządzania całą organizacją. Dla uzyskania pełnego obrazu zarządzania kapitałem intelektualnym warto prowadzić analizy wielowymiarowe z uwzględnieniem zarówno aspektów ilościowych jak i jakościowych. Zasadnicze ograniczenie w zastosowaniu tego podejścia może stwarzać brak dostępu do bieżących danych, co stanowi niewątpliwie istotny determinant wyboru metody. Również i w przypadku niniejszego opracowania dostęp do danych był zasadniczym determinantem wyboru metod zastosowanych do analizy kapitału intelektualnego spółki Makarony Polskie S.A.

## **Bibliografia:**

- Chung K.H., Pruitt S.W. (1994). *A Simple Approximation of Tobin's q*. "Financial Management" Autumn (23 nr 3). s. 70-74.
- Edvinsson L., Malone M.S. (2001). *Kapitał intelektualny*. Warszawa: PWN. s. 39.
- Górniak K. (2006). *Wycena własności niematerialnej w przedsiębiorstwie*. W: [www.parp.gov.pl](http://www.parp.gov.pl) (dostęp dnia 21.02.2016).
- Jarugowa A., Fijałkowska J. (2002). *Rachunkowość i zarządzanie kapitałem intelektualnym. Koncepcje i praktyka*, Gdańsk: ODDK. s. 58-59 i 84.
- Kasiewicz S., Rogowski R W., Kicińska M. (red.). *Kapitał intelektualny: spojrzenie z perspektywy interesariuszy*. Kraków: Oficyna Ekonomiczna. s. 20-25.
- Król H., Ludwiczynski A. (red.) (2007). *Zarządzanie zasobami ludzkimi. Tworzenie kapitału ludzkiego organizacji*. Warszawa: PWN. s. 97.
- Kwiecień M., Iwasieczko B. (2013), *Kapitał intelektualny a ład korporacyjny a rachunkowość*. W: E. Okoń- Horodyńska, R. Wisła (red.), *Kapitał intelektualny i jego ochrona*. Warszawa: Instytut Wiedzy i Innowacji. s. 121-125.
- Nida B. (2013), *Wycena kapitału intelektualnego w raportach menedżerskich*. Szczecin: ZN US nr 761. s. 644.
- Panfil M., Szablewski A. (2009). *Metody wyceny spółki*, Warszawa: Poltext. s. 189.
- Sokołowska A., (2003). *Wiedza jako podstawa efektywnego zarządzania kapitałem intelektualnym*. W: S. Kasiewicz, R W. Rogowski, M. Kicińska (red.). *Kapitał intelektualny: spojrzenie z perspektywy interesariuszy*. Kraków: Oficyna Ekonomiczna. s. 71.
- Sopińska A. (2005). *Przewaga konkurencyjna*. W: P. Wachowiak (red.). *Pomiar kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa*. Warszawa: Szkoła Główna Handlowa. s. 34.
- Sveiby K.E. (2009). *Methods for Measuring Intangible Assets*. W: A. Ujwary-Gil. *Kapitał intelektualny a wartość rynkowa przedsiębiorstwa*, Warszawa: C.H. Beck. s. 56.
- Urbanek G. (2008). *Wycena aktywów niematerialnych przedsiębiorstwa*, Warszawa: PWE. s. 105.
- <http://www.makarony.pl/firma.html> (2017) (dostęp dnia 18.02.2017).
- <http://www.bankier.pl/inwestowanie/profile/quote.html?symbol=MAKARONPL> (2016) (dostęp dnia 27.02.2016).