

Spis rzeczy

Niektóre powszechnie stosowane skróty i symbole występujące w tekście	22
---	----

Niektóre przydatne wzory	24
------------------------------------	----

CZĘŚĆ PIERWSZA. WARTOŚĆ

1. Dlaczego finanse są ważne	31
1.1. Rola dyrektora finansowego	32
1.2. Formy prowadzenia działalności gospodarczej	34
Firma jednoosobowa	34
Spółka cywilna	34
Spółki akcyjne	35
1.3. Kim jest dyrektor finansowy?	37
1.4. Tematy omówione w książce	38
1.5. Podsumowanie	40
Quiz	41
2. Wartość zaktualizowana i alternatywny koszt kapitału	43
2.1. Wprowadzenie do wartości zaktualizowanej	44
Obliczanie wartości zaktualizowanej	44
Wartość zaktualizowana netto	46
Kilka uwag na temat ryzyka i wartości zaktualizowanej	46
Wartość zaktualizowana i stopy dochodu	47
Alternatywny koszt kapitału	48
Dwa źródła nieporozumienia	50
2.2. Założenia zasady wartości zaktualizowanej netto	51
Jak rynki kapitałowe pomagają wygładzić wzorce konsumpcyjne	53
A teraz słów kilka o efektywnych możliwościach inwestycyjnych	55
Istotne założenia	58
Niedoskonałe rynki kapitałowe	59
2.3. Podstawy teorii wartości zaktualizowanej	60
Inne cele przedsiębiorstwa	61
2.4. Podsumowanie	65
Bibliografia	66
Quiz	67
Pytania i zadania	69

3. Obliczanie wartości zaktualizowanej	73
3.1. Ustalanie wartości aktywów długoterminowych	73
Ustalanie wartości przepływów pieniężnych w kilku okresach	74
Dlaczego czynnik dyskonta maleje wraz z wydłużeniem okresu inwestycji oraz krótka dygresja o maszynkach do robienia pieniędzy	75
O tym, jak leniwi mogą korzystać z tablic wartości zaktualizowanej	76
3.2. Idąc na skróty – renty wieczyste i roczne	78
Obliczanie wartości rosnących rent wieczystych	79
Obliczanie wartości rent rocznych	80
3.3. Procent składany i wartość zaktualizowana	82
Uwaga o okresach kapitalizacji odsetek	85
3.4. Nominalne i realne stopy procentowe	87
3.5. Zastosowanie wzorów na obliczanie wartości zaktualizowanej do wyceny obligacji	90
Co się dzieje w wypadku zmian stóp procentowych?	92
Okresy kapitalizacji a ceny obligacji	92
3.6. Podsumowanie	93
Bibliografia	94
Quiz	95
Pytania i zadania	97
4. Wartość akcji	103
4.1. Na czym polega obrót akcjami przedsiębiorstw?	104
4.2. Wycena akcji	106
Bieżący kurs waloru	106
Co wpływa na kurs akcji w następnym roku?	107
4.3. Prosty sposób na oszacowanie stopy kapitalizacji	110
Zastosowanie modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) do ustalania cen gazu i elektryczności	111
Kilka przestróg dotyczących wzorów opartych na stałych stopach wzrostu	115
4.4. O tym, jak cena akcji jest powiązana ze wskaźnikiem zysku na akcję (EPS)	117
Obliczanie wartości zaktualizowanej potencjalnych możliwości wzrostu dla firmy Fledgling Electronics	119
Czyżby nowe możliwości wzrostu?	121
Wolny strumień pieniężny	122
O czym świadczy mnożnik zysku czyli wskaźnik P/E?	123
O czym świadczą zyski?	124
4.5. Wycena przedsiębiorstwa metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych	125
Wycena zakładu produkcji konkatenatorów	127
Horyzont wyceny	128
Szacowanie wartości w horyzoncie H	129
Jeszcze jedna konfrontacja z rzeczywistością	131
4.6. Podsumowanie	132
Bibliografia	134
Quiz	134
Pytania i zadania	135
5. Wartość zaktualizowana netto najlepszym kryterium oceny inwestycji	142
5.1. Przegląd podstawowych zasad	143
5.2. Rywale wartości zaktualizowanej netto	145
5.3. Zwrot (opłacalność)	146
Zasada zwrotu	147
Zdyskontowany zwrot nakładów	148
5.4. Średnia stopa dochodu z wartości księgowej	148
5.5. Wewnętrzna stopa dochodu (zdyskontowanych przepływów pieniężnych)	151

Pułapka 1 – Zaciąganie czy udzielanie pożyczki?	154
Pułapka 2 – Gdy w grę wchodzi kilka stóp dochodu	155
Pułapka 3 – Wzajemnie wykluczające się przedsięwzięcia	157
Pułapka 4 – Co się dzieje, gdy czasowa struktura stóp procentowych nie jest stała?	161
Werdykt	162
5.6. Wybór programu inwestycyjnego przy ograniczonych środkach	162
Łatwy przypadek racjonowania kapitału	163
Bardziej wyrafinowane modele racjonowania kapitału	165
Zastosowanie modeli racjonowania kapitału	166
5.7. Podsumowanie	169
Dodatek. Kilka dodatkowych atrybutów modelu racjonowania kapitału	171
Przeniesienie środków pieniężnych na następny okres	171
Przedsięwzięcia wzajemnie się wykluczające oraz przedsięwzięcia zależne	172
Ograniczenia w dostępności środków niefinansowych	172
Bibliografia	173
Quiz	173
Pytania i zadania	175
6. Podejmowanie decyzji inwestycyjnych na podstawie zasady wartości zaktualizowanej netto	179
6.1. Co należy dyskontować?	179
Istotny jest tylko przepływ pieniężny	180
Zawsze należy oceniać narastające przepływy pieniężne	180
Zachować spójność w sposobie traktowania inflacji	183
6.2. Przykład – Przedsięwzięcie IM&C	186
Rozdzielenie decyzji inwestycyjnych od decyzji o sposobach finansowania	189
Dodatkowe uwagi na temat ustalania szacunkowej wartości przepływów pieniężnych	189
Dodatkowa uwaga na temat amortyzacji	190
Końcowa uwaga na temat podatków	193
Końcowa uwaga na temat analizy przedsięwzięcia	194
6.3. Interakcje pomiędzy przedsięwzięciami	194
Przypadek 1 – Optymalny moment podjęcia inwestycji	195
Przypadek 2 – Wybór pomiędzy wyposażeniem o długiej i krótkiej żywotności	196
Przypadek 3 – Kiedy wymienić działającą maszynę?	201
Przypadek 4 – Koszty nadmiernej wydajności	202
Przypadek 5 – Fluktuacja współczynników obciążenia	202
6.4. Podsumowanie	204
Bibliografia	205
Quiz	205
Pytania i zadania	207

CZĘŚĆ DRUGA. RYZYKO

7. Ryzyko, dochód i alternatywny koszt kapitału – wprowadzenie	217
7.1. Sześćdziesiąt dziewięć lat historii rynków kapitałowych w pigułce	217
Średnie arytmetyczne i składane roczne stopy dochodu	221
Korzystanie z danych historycznych przy obliczaniu bieżącego kosztu kapitału	222
7.2. Pomiar ryzyka portfela	223
Wariancja i odchylenie standardowe	225
Pomiar zmienności	227
Jak dywersyfikacja zmniejsza ryzyko	229
7.3. Obliczanie ryzyka portfela	233

Ogólny wzór na obliczanie ryzyka portfela	236
Granice dywersyfikacji	236
7.4. Wpływ poszczególnych walorów na ryzyko portfela	238
Współczynnik beta jest miarą ryzyka systematycznego	238
Dlaczego współczynniki beta papierów wartościowych determinują ryzyko portfela	240
7.5. Dywersyfikacja a zasada dodawania wartości	243
7.6. Podsumowanie	244
Bibliografia	246
Quiz	246
Pytania i zadania	249
8. Ryzyko i dochód	254
8.1. Harry Markowitz i narodziny teorii portfela	255
Łączenie walorów w portfel	257
Udzielanie i zaciąganie pożyczek	260
8.2. Związek między ryzykiem a dochodem	262
Szacunkowe obliczenia oczekiwanych dochodów – przykłady	263
Dowód na słuszność modelu równowagi rynkowej	265
Co by się stało, gdyby walor <i>nie</i> leżał na linii rynku?	266
8.3. Słuszność i rola modelu równowagi rynkowej	267
Testy modelu równowagi rynkowej	268
Założenia leżące u podstaw modelu równowagi rynkowej	273
8.4. Niektóre teorie alternatywne	274
Konsumpcyjne a rynkowe współczynniki beta	274
Arbitrażowa teoria wyceny	275
Porównanie modelu równowagi z arbitrażową teorią wyceny	277
Przykład zastosowania arbitrażowej teorii wyceny	278
8.5. Podsumowanie	281
Bibliografia	282
Quiz	283
Pytania i zadania	287
9. Budżetowanie środków kapitałowych a ryzyko	293
9.1. Pomiar wartości współczynników beta	296
Księga współczynników beta	298
Współczynniki beta różnych gałęzi przemysłu i wewnętrzny koszt kapitału wydziału przedsiębiorstwa	302
Koszt kapitału niczym wysokość tonu	304
9.2. Struktura kapitału i wewnętrzny koszt kapitału przedsiębiorstwa	305
Wpływ zmiany struktury kapitału na oczekiwane stopy dochodu	305
Wpływ zmiany struktury finansowej na wartość współczynnika beta	307
Słowo przestrogi oraz kilka uwag	310
9.3. Jak obliczyć szacunkowy wewnętrzny koszt kapitału firmy Duke Power – przykład	310
Oczekiwany dochód z akcji firmy Duke Power	311
Szacunkowa wartość wewnętrznego kosztu kapitału firmy Duke Power	313
9.4. Ustalanie stóp dyskontowych, gdy nie można skorzystać z księgi współczynników beta	314
Unikanie pozornych czynników ryzyka przy ustalaniu stóp dyskontowych	314
Co determinuje wartości współczynników beta składników majątku?	317
W poszukiwaniu wskazówek	319
9.5. Jeszcze jedno spojrzenie na ryzyko i zdyskontowane przepływy pieniężne	319
Ustalanie wartości równoważnych przepływów pieniężnych	322
A gdy nie można zastosować jednej stopy dyskontowej uwzględniającej ryzyko do wyceny aktywów długoterminowych...	323
Często popełniany błąd	325

9.6. Podsumowanie	325
Dodatek. Jak wykorzystać model równowagi rynkowej CAPM do obliczania równoważników pewności	327
Bibliografia	329
Quiz	329
Pytania i zadania	331

CZĘŚĆ TRZECIA. PRAKTYCZNE PROBLEMY BUDŻETOWANIA ŚRODKÓW KAPITAŁOWYCH

10. Przedsięwzięcie inwestycyjne to nie magiczne pudełko	339
10.1. Analiza wrażliwości	340
Wartość informacji	342
Granice analizy wrażliwości	343
Ocena przedsięwzięcia przy założeniu różnych scenariuszy	344
Analiza prognozy rentowności	344
Dźwignia operacyjna i progi rentowności	348
10.2. Symulacja Monte Carlo	350
Symulacja realizacji programu produkcji pojazdu o napędzie elektrycznym	351
Symulacja inwestycji w prace badawczo-rozwojowe w przemyśle farmaceutycznym	356
Niewłaściwe stosowanie symulacji	358
10.3. Drzewa decyzyjne i następstwo decyzji	361
Przykład: Vegetron	361
Trudniejszy przykład: Magna Charter	362
Wyjście awaryjne	366
Wartość zaniechania a budżetowanie środków kapitałowych	369
Drzewa decyzyjne: za i przeciw	369
Drzewa decyzyjne i symulacja Monte Carlo	371
10.4. Podsumowanie	371
Bibliografia	373
Quiz	374
Pytania i zadania	375
11. Skąd się bierze dodatnia wartość zaktualizowana netto?	380
11.1. Przede wszystkim wartość rynkowa	381
O cadillacu i gwiazdzie filmowej	381
Przykład: inwestycja w nowy dom handlowy	382
Kolejny przykład: nowa kopalnia złota	385
11.2. Prognozowanie rent ekonomicznych	387
O tym, jak pewna firma uniknęła kosztownej pomyłki za 100 mln dolarów	388
11.3. Przykład – Marvin Enterprises decyduje się na wykorzystanie nowej technologii	390
Prognozowanie ceny gardłopłuków pasmowych	393
Wartość programu rozwoju Marvin Enterprises	394
Alternatywne plany rozbudowy	395
Wartość akcji Marvin Enterprises	397
Nauki płynące z przykładu Marvin Enterprises	397
11.4. Podsumowanie	400
Bibliografia	400
Quiz	401
Pytania i zadania	402
12. Organizacja przedsięwzięć inwestycyjnych i ocena ich realizacji	409
12.1. Budżety kapitałowe i autoryzacja przedsięwzięć inwestycyjnych	409

Autoryzacja przedsięwzięcia	411
Faktycznie stosowane kryteria podejmowania decyzji	413
Kontrola decyzji inwestycyjnych	414
12.2. Problemy i ich rozwiązywanie	415
Zapewnienie spójności prognoz	415
Eliminowanie konfliktu interesów	415
Ograniczanie subiektywizmu prognoz	416
Dostarczenie zarządowi przedsiębiorstwa wszystkich koniecznych informacji	417
Rozpoznanie „dopasowania” strategicznego	419
12.3. Ocena realizacji przedsięwzięć	419
Kontrola przebiegu realizacji przedsięwzięć	420
Kontrola wyników	420
Problemy z pomiarem wielkości narastających przepływów pieniężnych post factum	421
Ocena skuteczności	422
12.4. Przykład – pomiar rentowności supermarketu w Nodhead	425
Zyski księgowe kontra zyski faktyczne	426
Pomiar wartości ekonomicznych stóp dochodu	427
Czy ROI prowadzi do słusznych wniosków w dłuższym okresie?	429
12.5. Co począć z przekłamaniami w księgowych miarach rentowności?	431
Czy menedżerowie niepotrzebnie się martwią księgowymi miarami rentowności?	432
12.6. Podsumowanie	434
Bibliografia	436
Quiz	436
Pytania i zadania	437

CZĘŚĆ CZWARTA. DECYZJE O SPOSOBACH FINANSOWANIA I EFEKTYWNOŚĆ RYNKU

13. Finansowanie działalności przedsiębiorstwa i sześć lekcji efektywności rynku	445
13.1. Zawsze powracamy do wartości zaktualizowanej netto	446
Różnice pomiędzy decyzjami inwestycyjnymi a decyzjami o sposobach finansowania	447
Efektywne rynki kapitałowe	448
13.2. Czym jest rynek efektywny?	449
Zaskakujące odkrycie: kursy akcji zmieniają się losowo	449
Teoria na potrzeby faktów	453
Trzy formy efektywności rynków	455
Krach giełdowy w 1987 r.	458
Nie ma teorii doskonałych	461
13.3. Sześć lekcji efektywności rynku	464
Lekcja pierwsza: Rynki nie mają pamięci	464
Lekcja druga: Zaufajcie cenom rynkowym	465
Lekcja trzecia: Wnikliwa analiza informacji	466
Lekcja czwarta: W finansach nie ma miejsca na złudzenia	469
Lekcja piąta: Alternatywa „zrób to sam”	474
Lekcja szósta: Pokaż mi jeden walor, a powiem ci jaki jest rynek	475
13.4. Podsumowanie	477
Bibliografia	478
Quiz	478
Pytania i zadania	480
14. Przegląd metod finansowania	486
14.1. Akcje zwykłe	487
Definicje	487

Prawa akcjonariuszy	489
Kapitał własny w przebraniu	490
14.2. Pierwsze spojrzenie na dłużne papiery wartościowe, akcje uprzywilejowane i obligacje zamienne	492
Dług może przybierać wiele form	492
Dług nie jedno ma imię	496
Akcje uprzywilejowane	497
Zamienne papiery wartościowe	498
14.3. Różnorodność nadaje życiu smak	499
Innowacje wśród instrumentów finansowych	501
14.4. Wzorce finansowania działalności przedsiębiorstw	502
Czy firmy nie polegają zbyt mocno na finansowaniu wewnętrznym?	504
Emisje i umorzenia udziałowych papierów wartościowych	504
Czy struktura kapitału uległa zmianie?	505
14.5. Władze spółek akcyjnych w Stanach Zjednoczonych, Niemczech i Japonii	510
Zarządzanie i kontrola w przedsiębiorstwach niemieckich	512
... i w przedsiębiorstwach japońskich	515
14.6. Podsumowanie	518
Bibliografia	521
Quiz	521
Pytania i zadania	524
15. Mechanizmy emitowania papierów wartościowych przez przedsiębiorstwa	526
15.1. Venture capital czyli kapitał wysokiego ryzyka	527
15.2. Pierwotna publiczna oferta akcji	531
Przygotowanie oferty publicznej	532
Wycena akcji nowej emisji	534
Koszty emisji publicznej	535
15.3. Emisje kapitałowe akcji notowanych przedsiębiorstw	537
Emisje kapitałowe i zbiorcze dopuszczenie nowych emisji do obrotu	537
Emisje papierów wartościowych na rynkach międzynarodowych	539
Koszty emisji kapitałowej	541
Reakcja rynku na emisje akcji	543
Błędna interpretacja „rozwodnienia” kapitału	545
15.4. Rola gwarantów emisji	546
Kim są gwaranci emisji?	548
15.5. Plasowanie emisji na rynku prywatnym	550
15.6. Podsumowanie	552
Dodatek A. Subskrypcja uprzywilejowana czyli emisja z prawem poboru	553
Mechanizm emisji akcji z prawem poboru	554
Wpływ emisji z prawem poboru na cenę akcji	555
Cena emisyjna nie ma znaczenia, jeżeli prawa poboru zostaną wykorzystane	556
Wybór pomiędzy emisją kapitałową a emisją z prawem poboru	556
Dodatek B. Prospekt emisyjny firmy Marvin Enterprises	559
Bibliografia	564
Quiz	565
Pytania i zadania	567

CZĘŚĆ PIĄTA. POLITYKA WYPŁACANIA DYWIDEND I STRUKTURA KAPITAŁU

16. Kontrowersyjny charakter dywidendy	573
16.1 Mechanizm wypłacania dywidend	574
Ograniczenia prawne	574
Dywidendy mogą przybierać różne formy	575

Odkup akcji	576
16.2. W jaki sposób przedsiębiorstwa podejmują decyzje o wypłacie dywidendy?	578
Model Lintnera	578
Informacje zawarte w dywidendach	580
16.3. Kontrowersje wokół polityki dywidendy	581
Polityka wypłacania dywidend nie ma żadnego znaczenia na doskonałych rynkach kapitałowych	582
Nieistotność dywidendy – ilustracja	584
Obliczanie ceny akcji	585
Odkup akcji	586
16.4. Partia prawicowa	587
Czy MiM nie biorą pod uwagę ryzyka?	588
Niedoskonałości rynku	589
Dywidendy a polityka inwestycyjna	591
16.5. Podatki i radykalna lewica	591
Po co w ogóle płacić dywidendy?	592
Empiryczny dowód w sprawie dywidend i podatków	593
Opodatkowanie dywidend i zysków kapitałowych	595
16.6. Ugrupowanie centrowe	597
Alternatywne systemy podatkowe	598
16.7. Podsumowanie	601
Bibliografia	603
Quiz	604
Pytania i zadania	606
17. Czy polityka zadłużenia ma znaczenie?	614
17.1. Efekt dźwigni w gospodarce konkurencyjnej i wolnej od obciążeń podatkowych	615
Na scenę wchodzi Modigliani i Miller	617
Prawo zachowania wartości	618
Twierdzenie I: przykład	620
17.2. Wpływ dźwigni finansowej na stopy dochodu	623
Co implikuje twierdzenie I	623
Twierdzenie II	625
Wybór pomiędzy ryzykiem a stopą dochodu	626
17.3. Tradycyjny punkt widzenia	629
Dwie przestrogi	630
Stopy dochodu z akcji firmy korzystającej z dźwigni finansowej – tradycyjny punkt widzenia	630
Gdzie doszukiwać się niezgodności twierdzeń MiM z rzeczywistością	634
Nie usatysfakcjonowani inwestorzy są prawdopodobnie zainteresowani egzotycznymi papierami wartościowymi	635
Walory cząstkowe firmy Pfizer	635
Pakiety PERC firmy General Motors	637
Niedoskonałości i okazje do zarobienia pieniędzy	637
17.4. Podsumowanie	639
Dodatek: MiM i model równowagi rynkowej	640
Bibliografia	641
Quiz	642
Pytania i zadania	645
18. Jaki powinien być poziom zadłużenia przedsiębiorstwa?	650
18.1. Podatki płacone przez przedsiębiorstwa	651
Jaki jest wkład osłony podatkowej odsetek w wartość kapitału własnego?	653
Zmiany struktury kapitału firmy Merck	654

MiM i podatki	655
18.2. Podatki od dochodów przedsiębiorstw i od dochodów osobistych	656
Polityka zaciągania długu przed wejściem i po wejściu w życie Nowej Ustawy Podatkowej	659
„Dług i podatki” Mertona Millera	661
Ostateczny rozrachunek z długiem i podatkami	663
18.3. Koszty trudnej sytuacji finansowej	665
Koszty bankructwa	666
Dowód na istnienie kosztów upadłości	669
Bezpośrednie a pośrednie koszty upadłości	670
Gdy trudna sytuacja finansowa nie prowadzi do bankructwa	673
Pierwsza gra: przesunięcie ciężaru ryzyka	674
Druga gra: odmowa podwyższenia kapitału własnego	675
I jeszcze krótko o trzech innych grach	676
Jakie są koszty tych gier?	677
Koszty trudnej sytuacji finansowej zmieniają się w zależności od rodzaju majątku firmy	679
Teoria doboru dźwigni finansowej	681
18.4. Hierarchia metod finansowania	684
Emisja papierów dłużnych i udziałowych w świetle asymetrii informacji	685
Implikacje teorii hierarchii źródeł finansowania	688
Swoboda finansowa	690
Wolny strumień pieniężny i ciemna strona swobody finansowej	690
18.5. Podsumowanie	692
Dodatek: Postępowanie upadłościowe w Stanach Zjednoczonych	695
Czy przepisy rozdziału 11 są skuteczne	698
Rozstrzygnięcia polubowne	700
Alternatywne procedury upadłościowe	701
Bibliografia	702
Quiz	703
Pytania i zadania	706
19. Interakcje pomiędzy decyzjami inwestycyjnymi a decyzjami o sposobach finansowania	712
19.1. Średni ważony koszt kapitału po opodatkowaniu	714
Przykład: Przedsięwzięcie firmy Geothermal	716
Kilka prostych rad	719
Koszt kapitału branży	722
Błędy popełniane przy stosowaniu wzoru na obliczanie średniego ważonego kosztu kapitału	724
19.2. Skorygowana wartość zaktualizowana	725
Wartość wyjściowa	725
Koszty emisji	726
Dodatkowa zdolność kredytowa firmy	726
Wartość osłon podatkowych kreowanych przez zadłużenie	727
Podsumowanie zasady skorygowanej wartości zaktualizowanej	729
19.3. Skorygowane stopy dyskontowe i skorygowana wartość zaktualizowana	729
Skorygowana wartość zaktualizowana przedsięwzięcia geotermalnego	730
APV i średni ważony koszt kapitału	734
APV i stopy dyskontowe	735
Ogólna definicja skorygowanego kosztu kapitału	736
19.4. Dyskontowanie bezpiecznych nominalnych przepływów pieniężnych	741
Zasada ogólna	742
Kilka innych przykładów	744

Skorygowane stopy dyskontowe dla przepływów pieniężnych równoważnych z zadłużeniem	745
19.5. Koszt kapitału w pytaniach i odpowiedziach	747
19.6. Podsumowanie	752
Bibliografia	755
Quiz	756
Pytania i zadania	759

CZĘŚĆ SZÓSTA. OPCJE

20. Zobowiązania przedsiębiorstw i wycena opcji	795
20.1. Opcje kupna, sprzedaży i akcje	797
Sprzedaż akcji oraz opcji kupna i sprzedaży	800
20.2. Kombinacje akcji, opcji kupna oraz opcji sprzedaży	801
Różnica pomiędzy obligacjami bezpiecznymi a obligacjami obciążonymi ryzykiem. Jak rozpoznać opcję?	804
20.3. Co determinuje wartość opcji?	807
20.4. Model wyceny opcji	809
Dlaczego metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych nie sprawdza się w wypadku opcji?	814
Konstruowanie ekwiwalentów opcji z akcji zwykłych i zaciąganych pożyczek	815
Wycena opcji sprzedaży akcji firmy Intel	815
20.5. Wzór Blacka–Scholesa	818
Korzystanie z wzoru Blacka–Scholesa	820
20.6. Podsumowanie	821
Bibliografia	823
Quiz	824
Pytania i zadania	824
21. Zastosowania teorii wyceny opcji	835
21.1. Wartość kontynuacji programu inwestycyjnego	836
Opcje rzeczywiste i wartość zarządu przedsiębiorstwa	838
21.2. Opcja zaniechania	839
Wycena opcji zaniechania typu put – przykład	841
Co się dzieje z opcją pani Magna, jeżeli istnieją więcej niż dwa możliwe wyniki działalności firmy?	843
Wartości opcji po sześciu miesiącach	844
Wartość opcji w chwili obecnej	845
Ogólna metoda dwumianu	846
21.3. Wartość opcji wyczekiwania	848
Przykład opcji wyczekiwania	849
Wycena opcji inwestowania w zakład produkcji słoju śledziowego	851
Wycena opcji i drzewa decyzyjne	853
21.4. Elastyczność środków produkcji	854
21.5. Rzut oka na wartość opcji	855
Czyżby problem natury koncepcyjnej?	860
21.6. Podsumowanie	861
Bibliografia	862
Quiz	863
Pytania i zadania	864
22. Warranty i zamienne papiery wartościowe	871
22.1. Co to jest warrant?	871
Ustalanie wartości warrantów	872

Dwie komplikacje: dywidendy i rozwodnienie	873
Przykład: wycena warrantów firmy United Glue	874
Wpływ rozwodnienia na wartość warrantów United Glue	875
22.2. Co to jest obligacja zamienna?	878
Różnorodność zamiennych papierów wartościowych	879
Wycena obligacji zamiennych	880
Jeszcze raz o rozwodnieniu i dywidendach	883
Wymuszanie konwersji	884
22.3. Różnice pomiędzy warrantami a obligacjami zamiennymi	886
22.4. Dlaczego przedsiębiorstwa emitują warranty i obligacje zamienne?	887
22.5. Podsumowanie	891
Bibliografia	892
Quiz	893
Pytania i zadania	894

CZĘŚĆ SIÓDMA. FINANSOWANIE PRZEDSIĘBIORSTWA DŁUŻNYMI PAPIERAMI WARTOŚCIOWYMI

23. Wycena dłużnych papierów wartościowych obarczonych ryzykiem	901
23.1. Klasyczna teoria stóp procentowych	902
Realne stopy procentowe	903
Inflacja i stopy procentowe	903
23.2. Struktura czasowa i stopy dochodu w okresie do wykupu	907
Stopa dochodu w okresie do wykupu	907
Problemy związane ze stopą dochodu w okresie do wykupu	910
Pomiar struktury czasowej	912
23.3. Okres trwania i zmienność	913
23.4. Struktura czasowa	915
Problem pani Long	915
Problem pana Shorta	917
Hipoteza oczekiwania	919
Teoria preferencji płynności	920
Inflacja	921
Porównanie teorii opisujących strukturę czasową stóp procentowych	923
Niektóre nowe teorie opisujące strukturę czasową stóp procentowych	925
23.5. Uwzględnianie ryzyka niewywiązywania się pożyczkobiorcy z zobowiązań	929
Rating obligacji	931
Obligacje „śmieciovne”	933
Wycena opcji i papiery dłużne obciążone ryzykiem	934
Wycena rządowych gwarancji kredytowych	938
23.6. Podsumowanie	940
Bibliografia	942
Quiz	944
Pytania i zadania	946
24. Dług przybiera wiele różnych postaci	953
24.1. Obligacje krajowe, obligacje zagraniczne i euroobligacje	955
24.2. Kontrakt określający warunki emisji obligacji	957
Umowa powiernicza	958
Warunki emisji obligacji	959
24.3. Zabezpieczenie i starszeństwo papierów dłużnych	961
24.4. Warunki spłaty długu	963
Fundusze umorzeniowe	963

Warunki wcześniejszego odkupu obligacji	965
Anulowanie zadłużenia przez przeniesienie zobowiązań	967
24.5. Klauzule restryktywne	968
Zmiany w klauzulach restryktywnych	970
Klauzule nakazowe	971
24.6. Emisje plasowane na rynku prywatnym i finansowanie przedsięwzięcia	973
Przykład z przemysłu naftowego	974
Kto korzysta z finansowania przedsięwzięcia?	976
Pewne cechy wspólne umów finansowania przedsięwzięć	977
Korzyści płynące z <i>project finance</i>	978
24.7. Innowacje na rynku obligacji	979
Powody innowacji	981
Korzyści płynące z innowacji	983
Innowacje o trwałym charakterze	984
24.8. Podsumowanie	985
Bibliografia	987
Quiz	987
Pytania i zadania	989
25. Hedging – zabezpieczenie przed ryzykiem finansowym	993
25.1. Ubezpieczenie	995
O tym, jak firma British Petroleum zmieniła swą strategię ubezpieczeniową	997
Samodzielne skonstruowanie polis ubezpieczeniowych	998
25.2. Hedging za pomocą kontraktów terminowych futures	999
Finansowe i towarowe kontrakty futures	1001
Mechanizm obrotu kontraktami terminowymi futures	1002
Ceny kasowe oraz ceny futures finansowych kontraktów terminowych	1002
Ceny kasowe oraz ceny futures towarowych kontraktów terminowych	1004
25.3. Kontrakty terminowe forward	1006
Jak samodzielnie stworzyć kontrakt forward	1007
25.4. Transakcje swapowe	1009
Zrób to sam, czyli jak skonstruować swap stóp procentowych	1011
25.5. Tworzenie hedgingu	1014
Wykorzystanie teorii finansów przy tworzeniu hedgingu: przykład	1016
Opcje oraz współczynniki delta i beta	1018
25.6. Czy „derywaty” to brzydkie słowo?	1020
25.7. Podsumowanie	1022
Bibliografia	1024
Quiz	1025
Pytania i zadania	1027
26. Leasing	1037
26.1. Co to jest leasing?	1038
26.2. Dlaczego leasing?	1039
Rozsądne przesłanki leasingu	1039
Niekóre wątpliwe przesłanki leasingu	1042
26.3. Leasing operacyjny	1045
Przykład leasingu operacyjnego	1045
Wziąć w leasing czy kupić?	1048
26.4. Wycena leasingu finansowego	1049
Przykład leasingu finansowego	1050
Kto tak naprawdę jest właścicielem sprzętu?	1051
Leasing a władze podatkowe	1053
Pierwsza próba wyceny umowy leasingowej	1053

Dotychczasowe wnioski	1056
26.5. Kiedy leasing finansowy jest opłacalny?	1058
26.6. Ocena leasingu kredytowanego o dużej wartości	1059
26.7. Podsumowanie	1063
Bibliografia	1065
Quiz	1065
Pytania i zadania	1068

CZĘŚĆ ÓSMA. PLANOWANIE FINANSOWE

27. Analiza finansowa	1075
27.1. Wskaźniki finansowe	1076
Wskaźniki dźwigni finansowej	1078
Wskaźniki płynności finansowej	1081
Wskaźniki rentowności (lub efektywności)	1083
Wskaźniki wartości rynkowej	1087
Definicje z zakresu rachunkowości	1090
Dobór punktu odniesienia	1093
Z których wskaźników korzystać?	1094
27.2. Dane historyczne o zyskach	1095
Znaczenie zysków księgowych	1097
O tym, jak inflacja wpływa na księgowe stopy dochodu	1098
27.3. Różne zastosowania analizy finansowej	1099
Wykorzystanie wskaźników finansowych do oszacowania ryzyka rynkowego	1101
Wykorzystanie wskaźników finansowych przy przewidywaniu oceny ratingowej obligacji	1101
27.4. Podsumowanie	1103
Bibliografia	1103
Quiz	1104
Pytania i zadania	1108
28. Planowanie finansowe: metody i zastosowanie	1112
28.1. Co to jest planowanie finansowe?	1113
Planowanie finansowe to spojrzenie na ogólny obraz przedsiębiorstwa	1113
Planowane finansowanie	1115
Planowanie finansowe nie polega jedynie na prognozowaniu	1116
Zawartość kompletnego planu finansowego	1116
28.2. Trzy wymagania stawiane efektywnemu planowaniu	1117
Prognozowanie	1117
Znalezienie optymalnego planu finansowego	1118
Monitorowanie realizacji planu finansowego	1120
28.3. Modele planowania finansowego	1120
Model finansowy firmy Executive Fruit	1121
Pułapki przy projektowaniu modeli finansowych	1126
Modele finansowe nie zawierają ani odrobiny finansów	1126
28.4. Finansowanie zewnętrzne i wzrost	1127
28.5. Podsumowanie	1130
Dodatek: Model LONGER	1131
Przykład	1132
Rozszerzenie modelu LONGER	1135
Porównanie modelu LONGER z typowymi modelami planowania	1138
Koszty krańcowe	1138
Bibliografia	1141

Quiz	1141
Pytania i zadania	1143
29. Krótkoterminowe planowanie finansowe	1148
29.1. Składniki kapitału obrotowego	1149
29.2. Związki pomiędzy długoterminowymi a krótkoterminowymi decyzjami o sposobach finansowania	1152
Wygoda posiadania nadwyżki środków pieniężnych	1153
29.3. Śledzenie zmian ilości środków pieniężnych i kapitału obrotowego	1154
Śledzenie zmian wielkości kapitału obrotowego netto	1156
Zyski i przepływ pieniężny	1157
29.4. Budżetowanie środków pieniężnych	1159
Przygotowywanie budżetu środków pieniężnych: wpływy	1159
Przygotowywanie budżetu środków pieniężnych: wypływy	1161
29.5. Plan finansowania krótkoterminowego	1164
Dostępne źródła finansowania krótkoterminowego	1164
Pierwszy plan finansowania	1165
Drugi plan finansowania	1168
Uwaga na temat modeli krótkoterminowego planowania finansowego	1169
29.6. Podsumowanie	1171
Bibliografia	1172
Quiz	1173
Pytania i zadania	1175

CZĘŚĆ DZIEWIĄTA. KRÓTKOTERMINOWE DECYZJE FINANSOWE

30. Zarządzanie kredytem handlowym	1181
30.1. Warunki sprzedaży	1182
30.2. Instrumenty kredytu handlowego	1184
30.3. Analiza kredytowa	1185
Analiza wskaźników finansowych	1186
Systemy punktacji zdolności kredytowej	1186
Konstruowanie lepszych indeksów ryzyka	1189
30.4. Podejmowanie decyzji kredytowej	1192
Na czym poprzestać?	1194
Podejmowanie decyzji kredytowej w wypadku powtórnych zamówień	1195
Kilka ogólnych zasad	1197
30.5. Polityka ściągania należności	1198
Faktoring i ubezpieczenie kredytu	1200
30.6. Podsumowanie	1201
Bibliografia	1202
Quiz	1202
Pytania i zadania	1204
31. Zarządzanie środkami pieniężnymi	1209
31.1. Zapasy i salda środków pieniężnych	1210
Rozszerzenie modelu na salda środków pieniężnych	1214
Model Millera–Orra	1215
Korzystanie z modelu Millera–Orra	1217
Pożyczki jako sposób gromadzenia gotówki	1218
Zarządzanie środkami pieniężnymi w największych korporacjach	1220
31.2. Systemy ściągania należności i realizacji wypłat	1221
Opóźnienia w procesie rozliczeń	1221
Zarządzanie płynnością	1223

Przyśpieszanie ściągania należności	1223
Kontrola rozchodów	1226
Komputery i zarządzanie środkami pieniężnymi	1227
Zarządzanie środkami pieniężnymi na rynkach międzynarodowych	1228
31.3. Kontakty z bankami	1229
Co się dzieje, jeżeli rachunek przedsiębiorstwa jest oprocentowany?	1230
31.4. Podsumowanie	1230
Bibliografia	1232
Quiz	1232
Pytania i zadania	1234
32. Pożyczki krótkoterminowe	1238
32.1. Udzielanie pożyczek krótkoterminowych	1238
Rynek pieniężny	1238
Wycena inwestycji na rynku pieniężnym	1240
Obliczanie stopy dochodu z inwestycji na rynku pieniężnym	1241
32.2. Instrumenty rynku pieniężnego	1242
Bony skarbowe	1242
Papiery wartościowe agend rządu federalnego	1244
Krótkoterminowe papiery dłużne oferujące przychody odsetkowe zwolnione od podatku dochodowego	1244
Bankowe wkłady terminowe i certyfikaty depozytowe	1245
Bony i weksle (papiery) komercyjne	1246
Weksle średnioterminowe	1248
Akcepty bankowe	1249
Umowy repo	1249
32.3. Akcje uprzywilejowane o zmiennej stopie dywidendy – alternatywa wobec instrumentów rynku pieniężnego	1250
32.4. Zaciąganie pożyczek krótkoterminowych	1253
Racjonowanie kredytu	1253
Kredyty nie zabezpieczone	1254
Kredyty zabezpieczone należnościami	1255
Kredyty zabezpieczone zapasami	1257
32.5. Kredyty długoterminowe	1259
Partycypacja i przeniesienie kredytów	1260
32.6. Podsumowanie	1261
Bibliografia	1264
Quiz	1264
Pytania i zadania	1266

CZĘŚĆ DZIESIĄTA. FUZJE I FINANSE MIĘDZYNARODOWE

33. Fuzje przedsiębiorstw	1273
33.1. Szacowanie ekonomicznych korzyści i kosztów fuzji przedsiębiorstw	1274
Prawidłowe i nieprawidłowe sposoby szacowania korzyści płynących z fuzji przedsiębiorstw	1276
33.2. Rozsądne motywy fuzji przedsiębiorstw	1277
Ekonomika skali	1279
Ekonomika integracji pionowej	1280
Łączenie zasobów komplementarnych	1281
Nie wykorzystane osłony podatkowe	1282
Fuzja jako sposób na wykorzystanie nadwyżki środków pieniężnych	1282
Eliminowanie nieefektywności	1283
33.3. Kilka wątpliwych powodów fuzji	1284
Dywersyfikacja	1284

Pozorny przyrost czyli fuzje a wielkość zysków na akcje	1285
Niższe koszty finansowania	1288
33.4. Szacowanie kosztów fuzji	1290
Szacowanie kosztów fuzji finansowanej gotówką	1290
Szacowanie kosztów fuzji finansowanej akcjami przedsiębiorstwa	1292
Asymetria dostępu do informacji	1293
33.5. Mechanizm fuzji	1294
Fuzje a przepisy prawa antymonopolowego w Stanach Zjednoczonych	1294
Forma zakupu	1295
Uwaga o rachunkowości procesów fuzji	1296
Uwarunkowania podatkowe	1298
33.6. Taktyka przejmowania przedsiębiorstw	1299
Walka o firmę Cities Service	1300
Czy lepiej sprzedawać niż kupować?	1302
Sposoby obrony przed przejęciem	1303
O tym, jak restrukturyzacja zapobiegła przejęciu Phillips Petroleum	1306
Sprzedaż części przedsiębiorstwa i wydzielenie podmiotów zależnych	1308
33.7. Wykup kredytowany	1309
RJR Nabisco	1309
Barbarzyńcy u bram?	1312
33.8. Fuzje przedsiębiorstw a gospodarka	1315
Okresy wzmożonej aktywności rynku fuzji	1315
Czy fuzje są źródłem korzyści netto?	1317
33.9. Podsumowanie	1319
Dodatek: Fuzje konglomeracyjne i zasada dodawania wartości	1321
Bibliografia	1324
Quiz	1325
Pytania i zadania	1227
34. Zarządzanie finansami na rynkach międzynarodowych	1330
34.1. Rynek walutowy	1331
34.2. Pewne podstawowe zależności	1334
Stopy procentowe i kursy wymiany	1335
Premia forward i zmiany kasowych kursów wymiany	1336
Zmiany kursu wymiany oraz zmiany stóp inflacji	1337
Stopy procentowe i stopy inflacji	1338
Czy życie jest naprawdę aż tak łatwe?	1339
34.3. Zabezpieczenie przed ryzykiem walutowym	1344
Przykład: Outland Steel	1345
34.4. Podejmowanie decyzji inwestycyjnych na rynkach międzynarodowych	1347
Przykład: Obliczanie wartości zaktualizowanej netto inwestycji firmy Outland Steel	1349
34.5. Koszt kapitału dla inwestycji zagranicznych	1351
Czy w Japonii koszt kapitału jest niższy?	1353
Unikanie pozornych czynników ryzyka przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych na rynkach międzynarodowych	1355
34.6. Finansowanie działalności firmy za granicą	1355
Podatki a dobór metody finansowania	1358
34.7. Ryzyko polityczne	1360
34.8. Interakcje pomiędzy decyzjami inwestycyjnymi a decyzjami o sposobach finansowania	1362
34.9. Podsumowanie	1363
Bibliografia	1365
Quiz	1366
Pytania i zadania	1368

CZĘŚĆ JEDENASTA. WNIOSKI

35. Wnioski: Co wiemy, a czego nie wiemy o finansach	1377
35.1. Co wiemy o finansach, czyli siedem najistotniejszych koncepcji finansów	1377
1. Wartość zaktualizowana netto	1377
2. Model równowagi rynkowej	1378
3. Efektywne rynki kapitałowe	1379
4. Zasada dodawania wartości czyli prawo zachowania wartości	1379
5. Teoria struktury kapitałowej	1380
6. Teoria opcji	1380
7. Teoria zarządzania pośredniego	1381
35.2. Czego nie wiemy o finansach, czyli 10 nie rozwiązanych problemów wiedzy o fi- nansach	1381
1. Jak są podejmowane istotne decyzje finansowe?	1382
2. Co decyduje o ryzyku i wartości zaktualizowanej przedsięwzięcia?	1383
3. Ryzyko i stopa dochodu – czy coś przegapiliśmy?	1383
4. Jak duże znaczenie mają wyjątki od teorii efektywności rynku?	1385
5. Czy zarząd przedsiębiorstwa jest zobowiązaniem pozabilansowym?	1386
6. Jak można wytłumaczyć powodzenie nowych rodzajów papierów wartości- wych oraz nowych rynków?	1387
7. Jak rozwikłać problem kontrowersyjnego charakteru dywidendy?	1387
8. Jakiego rodzaju ryzyko przedsiębiorstwo powinno podejmować?	1387
9. Jaką wartość ma płynność?	1388
10. Czym można wytłumaczyć fale wzmożonej aktywności na rynku fuzji?	1389
35.3. Słowo na zakończenie	1390
Dodatek: Tablice wartości zaktualizowanej	1391
Słowniczek	1406
Odpowiedzi do quizów	1418