

Spis treści

Przedmowa do wydania drugiego	17
Podziękowania do wydania drugiego	18

1 WPROWADZENIE

1 Wprowadzenie	21
1.1 W jaki sposób dokonujemy wyboru między różnymi inwestycjami?	22
1.2 Proces inwestycyjny	22
1.3 Koncepcja wymaganej stopy zwrotu inwestora	23
1.4 W jaki sposób ryzyko wpływa na kryteria inwestycji?	24
1.5 Czy wybór sposobu finansowania wpływa na wartość firmy?	24
1.6 Literatura zalecana	25

2 OCENA INWESTYCJI

2 Procent składany i wartość bieżąca	29
2.1 Wprowadzenie	29
2.2 Wpływ czasu na wartość pieniądza	29
2.3 Wzrost kapitału	31
2.4 Wartości bieżące	32
2.5 Jak określać stopę procentową	34

2.6	Okres inwestycji	34
2.7	Płatności rentowe	35
2.8	Dyskontowanie miesięczne, dzienne i ciągłe	37
2.9	Zakończenie	39
2.10	Ćwiczenia	39
2.11	Załącznik 1. Dyskontowanie ciągłe	41
3	Wartość bieżąca netto i wewnętrzna stopa zwrotu ...	42
3.1	Wprowadzenie	42
3.2	Projekty inwestycyjne i teoremat oddzielenia	43
3.3	Przykład	45
3.4	Wartość bieżąca netto i wewnętrzna stopa zwrotu z inwestycji jednookresowej	46
3.5	Metoda wartości bieżącej netto w układzie wielookresowym	49
3.6	Wewnętrzna stopa zwrotu w układzie wielookresowym	52
3.7	Rozwiązania wielorakie i pierwiastki urojone	55
3.8	Problemy szeregowania projektów	56
3.9	Podsumowanie	58
3.10	Literatura zalecana	60
3.11	Ćwiczenia	60
4	Istotne przepływy pieniężne	62
4.1	Wprowadzenie	62
4.2	Różnica między zyskiem a przepływem pieniężnym ..	62
4.3	Amortyzacja	63
4.4	Kapitał obrotowy	64
4.5	Księgowa stopa zwrotu	70
4.6	Jak to się ma do wewnętrznej stopy zwrotu?	71
4.7	Przepływy pieniężne poza okresem zwrotu	72
4.8	Przepływy pieniężne z utraconych możliwości	75
4.9	Nieistotność kosztów poniesionych wcześniej	77
4.10	Istotne przepływy pieniężne przy porównaniu aktywów o różnym okresie życia	78
4.11	Podsumowanie	82
4.12	Literatura zalecana	83
4.13	Ćwiczenia	84
4.14	Załącznik 1. Wymiana do renty wiecznej	86

5	Inflacja w ocenie projektu	87
5.1	Wprowadzenie	87
5.2	Inflacja specyficzna, inflacja ogólna i stopa dyskontowa	87
5.3	Dyskontowanie bieżących (nominalnych) przepływów pieniężnych	91
5.4	Dyskontowanie realnych przepływów pieniężnych	92
5.5	Jednolite stopy inflacji	94
5.6	Zakończenie	97
5.7	Literatura zalecana	98
5.8	Ćwiczenia	98
6	Racjonowanie kapitału	100
6.1	Wprowadzenie	100
6.2	Ograniczenie jednookresowe	101
6.3	Ograniczenia wielookresowe	102
6.4	Rozbudowa podstawowego modelu programowania	105
6.5	Podsumowanie	106
6.6	Literatura zalecana	107
6.7	Ćwiczenia	108
7	Wprowadzenie do analizy ryzyka	110
7.1	Wprowadzenie	110
7.2	Średni zwrot z projektu	111
7.3	Odchylenie standardowe zwrotu z projektu	112
7.4	Ryzyko niewypłacalności	114
7.5	Średnia wartość bieżąca netto i jej odchylenie standar- dowe	117
7.6	Drzewa decyzyjne: w jaki sposób obliczamy wartość bieżącą netto, gdy decyzje mają układ sekwencyjny?	121
7.7	Stopy dyskontowe skorygowane o ryzyko i ekwiwalent pewności	124
7.8	Podsumowanie	127
7.9	Literatura zalecana	128
7.10	Ćwiczenia	128
8	Ryzyko w analizie portfelowej	130
8.1	Wprowadzenie	130
8.2	Łączne ryzyko dwóch projektów	131

8.3	Korelacja dwóch projektów	133
8.4	Znajdowanie wariancji minimalnej portfela dwóch walo- rów	134
8.5	Wariancja dużego portfela	136
8.6	Ryzyko systematyczne i niesystematyczne	137
8.7	Efektywny portfel rynkowy	140
8.8	Model wyceny aktywów	142
8.9	Wykorzystanie modelu wyceny aktywów w inwestycjach wielookresowych	147
8.10	Przekształcenie przepływów pieniężnych w ekwiwalenty pewności przy wykorzystaniu modelu wyceny aktywów (CAPM)	150
8.11	Ograniczenia modelu wyceny aktywów w ocenie pro- jektu	152
8.12	Tradycyjny model wyceny aktywów	152
8.13	Co się dzieje, kiedy uchylimy niektóre założenia? ...	153
8.14	Czy powinniśmy pomijać podatki?	154
8.15	Problemy wielookresowe	154
8.16	Portfel rynku efektywnego	155
8.17	Ustalanie cen w drodze arbitrażu	156
8.18	Które ryzyko liczy się dla menedżerów, a które dla akcjonariuszy	156
8.19	Podsumowanie	157
8.20	Literatura zalecana	159
8.21	Ćwiczenia	160
8.22	Załącznik 1. Wariancja $x+y$	162
8.23	Załącznik 2. Wariancja $ax+(1-a)y$	162
8.24	Załącznik 3. Portfel wariancji minimalnej: jaką część za- inwestować w x ?	162
8.25	Załącznik 4. Wyprowadzenie przyrostu zwrotu na jed- nostkę wariancji (dP/dV)	163
8.26	Załącznik 5. Ekwiwalent pewności przepływu pienięż- nego obciążonego ryzykiem z wykorzystaniem modelu wyceny aktywów	163
9	Opodatkowanie i ocena projektów	165
9.1	Wprowadzenie	165
9.2	Ogólny wpływ podatku na inwestycje i finanse	166

9.3	System podatkowy obciążający przepływ pieniężny ..	168
9.4	Opodatkowanie a ryzyko	173
9.5	Podatek od korporacji w Wielkiej Brytanii	178
9.6	Odpisy inwestycyjne	179
9.7	Kapitał obrotowy	181
9.8	System przypisywania	184
9.9	Wzajemne oddziaływanie projektów i metod finansowania	185
9.10	Zakończenie	186
9.11	Literatura zalecana	188
9.12	Ćwiczenia	189
9.13	Załącznik 1. Wpływ podatków na kowariancję	191
10	Ocena projektów inwestycyjnych: podsumowanie	192
10.1	Dlaczego stosujemy zasadę wartości bieżącej netto? ...	192
10.2	Jakie przepływy pieniężne mają znaczenie w ocenie projektu?	193
10.3	Doskonałe i niedoskonałe rynki kapitałowe	194
10.4	W jaki sposób uwzględniamy ryzyko?	194
10.5	Czy teoria sprawdza się w praktyce?	195

3 POLITYKA FINANSOWA

11	Ocena wartości akcji i udziałów	199
11.1	Wprowadzenie	199
11.2	Podstawowy model określania wartości akcji	200
11.3	Model określania wartości przy stałej dywidendzie ...	203
11.4	Stały wzrost dywidend	204
11.5	Zmienny (w przedziałach czasowych) wzrost dywidend	205
11.6	Wzrost dywidendy a zyski kapitałowe	206
11.7	Modele wyznaczania wartości dochodów	207
11.8	Opodatkowanie i koszt kapitału akcyjnego	213
11.9	Obligacje przedsiębiorstw: zyski nominalne i bieżące ...	214
11.10	Podsumowanie	219
11.11	Literatura zalecana	219
11.12	Ćwiczenia	219

11.13	Załącznik 1. Model wzrostu dywidendy: wyprowadzanie bieżącej ceny akcji	221
11.14	Załącznik 2. Model wzrostu dywidendy: szacowanie przyszłej ceny akcji	222
12	Struktura kapitału	223
12.1	Wprowadzenie	223
12.2	Średnioważony koszt kapitału	224
12.3	Krańcowy koszt kapitału a kryteria podejmowania decyzji inwestycyjnych	225
12.4	Czy całkowity koszt kapitału firmy powinien zależeć od jej struktury kapitału?	226
12.5	Argumentacja Modiglianiego i Millera w odniesieniu do znaczenia kapitału obcego	227
12.6	Struktura kapitału i model wyceny aktywów	232
12.7	Podatki a struktura kapitału	235
12.8	Czy potencjalne koszty upadłości kompensują zalety korzystania z kapitałów obcych z punktu widzenia opodatkowania?	240
12.9	Struktura kapitału przy rynkach niedoskonałych i niepewności: jaką wartość ma założenie o rynku doskonałym?	244
12.10	Motywacja kierownictwa i wykorzystanie kredytu ...	247
12.11	Koszty pośrednictwa wynikające z reakcji dostawców kapitału	247
12.12	Informacja	248
12.13	Zakończenie	249
12.14	Literatura zalecana	250
12.15	Ćwiczenia	253
13	Polityka dywidendy i ustalanie wartości firmy	255
13.1	Wprowadzenie	255
13.2	Dywidendy i zyski nie podzielone: podejście neoklasyczne	257
13.3	Polityka dywidendy w warunkach niepewności: podejście behawioralne	261
13.4	Dywidendy, opodatkowanie i wartość firmy	262

13.5	Dywidendy i określanie wartości firmy w warunkach niepewności: sygnały informacyjne	268
13.6	Podsumowanie	269
13.7	Literatura zalecana	270
13.8	Ćwiczenia	271
13.9	Załącznik 1. Różnica między ceną <i>cum-div</i> a <i>ex-div</i> ..	273
13.10	Załącznik 2. Preferencje dla dywidendy	273
14	Polityka finansowa: podsumowanie	275
14.1	Koszt kapitału	275
14.2	Struktura kapitału	275
14.3	Zniekształcenia w decyzjach dotyczących struktury kapitału powodowane opodatkowaniem	276
14.4	Inne niedoskonałości	276
14.5	Polityka dywidendy	277
14.6	Implikacje podatkowe polityki dywidendy	278
14.7	Komunikacja kierownictwa	278

4 ŹRÓDŁA FINANSOWANIA

15	Pośrednicy finansowi i rynki finansowe	281
15.1	Wprowadzenie	281
15.2	Tworzenie wierzytelności finansowych	282
15.3	Charakter transakcji finansowych	283
15.4	Pośrednictwo i transformacja aktywów	285
15.5	Zarys rynków finansowych	287
15.6	Rynki transakcji terminowych, transakcji futures i transakcji opcyjnych	291
15.7	Struktura terminowa stóp procentowych	293
15.8	Zakończenie	298
15.9	Literatura zalecana	298
15.10	Ćwiczenia	299
16	Wybór terminu spłaty i strategie zabezpieczające	301
16.1	Wprowadzenie	301

16.2	Przepływy pieniężne i potrzeby kapitałowe	302
16.3	Polityka zabezpieczania i uzgadnianie terminów aktywów i zobowiązań	305
16.4	Ryzyko stopy procentowej	307
16.5	Efekt substytucji w polityce finansowania firmy	308
16.6	Wykorzystanie financial futures do zabezpieczenia się przed ryzykiem zmian stopy procentowej	309
16.7	Podsumowanie	313
16.8	Literatura zalecana	314
16.9	Ćwiczenia	314
17	Finanse międzynarodowe: zarządzanie ryzykiem kursowym	316
17.1	Wprowadzenie	316
17.2	Definicje ryzyka kursowego	316
17.3	Powstawanie ryzyka transakcyjnego w handlu	319
17.4	Wpływ stopy procentowej i inflacji na kurs walutowy	321
17.5	Instrumenty finansowe pozwalające na zarządzanie ryzykiem transakcyjnym: wykorzystanie terminowych rynków walutowych	327
17.6	Znaczenie opcji walutowych	329
17.7	Obrót opcjami walutowymi	333
17.8	Zakończenie	339
17.9	Literatura zalecana	340
17.10	Ćwiczenia	341
17.11	Załącznik 1. Międzynarodowy efekt Fishera	343
18	Kredyty krótkoterminowe	344
18.1	Wprowadzenie	344
18.2	Kredyt handlowy	345
18.3	Finansowanie wekslem i kredyt akceptacyjny	348
18.4	Kredytowanie z rynku pieniężnego, weksel komercyjny i wzajemne kredytowanie się przedsiębiorstw	349
18.5	Kredyty i kredyty w rachunku bieżącym	351
18.6	Efektywne stopy procentowe	352
18.7	Negocjowanie „nadwyżkowych” ułatwień kredytowych	356
18.8	Trwałe finansowanie na rachunku bieżącym	357
18.9	Factoring	359

18.10	Zabezpieczenie	362
18.11	Podsumowanie	364
18.12	Literatura zalecana	364
18.13	Ćwiczenia	365
19	Finansowanie średnioterminowe	366
19.1	Wprowadzenie	366
19.2	Kredyty średnioterminowe	366
19.3	Korzyści dla kredytobiorcy	370
19.4	Sprzedaż ratalna	371
19.5	Leasing	372
19.6	Leasing operacyjny	372
19.7	Umowa najmu	373
19.8	Leasing finansowy	373
19.9	Schemat opłat	374
19.10	Koszty najmu	376
19.11	Opłaty najmu w warunkach równowagi	377
19.12	Stopa dyskontowa	379
19.13	Straty podatkowe	380
19.14	Amortyzacja	381
19.15	Wartości rezydualne	384
19.16	Ukryta stopa procentowa leasingodawcy i obciążenia finansowe leasingobiorcy	384
19.17	Wartość bieżąca netto dla leasingobiorcy	385
19.18	Wartość bieżąca netto dla leasingodawcy	387
19.19	Podsumowanie	388
19.20	Literatura zalecana	389
19.21	Ćwiczenia	390
19.22	Załącznik 1. Roczne stopy procentowe po opodatkowaniu	391
19.23	Załącznik 2. Wartość bieżąca oszczędności podatkowych z odpisów amortyzacyjnych	391
20	Zobowiązania długoterminowe	393
20.1	Wprowadzenie	393
20.2	Kapitał pożyczkowy	393
20.3	Koszty oprocentowania	397
20.4	Klasyfikacja wiarygodności kredytowej	398

20.5	Kredyty konsorcjalne i emisje euroobligacji	400
20.6	Obligacje śmieciowe i wykupywanie firm za pożyczki	403
20.7	Akcje uprzywilejowane	404
20.8	Zakończenie	407
20.9	Literatura zalecana	408
20.10	Ćwiczenia	409
21	Kapitał akcyjny i giełda papierów wartościowych	410
21.1	Wprowadzenie	410
21.2	Akcje zwykłe	410
21.3	Własność akcji zwykłych notowanych na giełdzie papierów wartościowych	413
21.4	Efektywność kanałów rynkowych	415
21.5	Teoria efektywnych rynków	416
21.6	Podsumowanie	418
21.7	Literatura zalecana	419
21.8	Ćwiczenia	420
22	Finansowanie kapitałem akcyjnym: rynek nowych emisji	421
22.1	Wprowadzenie	421
22.2	Wymagania dotyczące dopuszczenia do notowań na giełdzie papierów wartościowych	422
22.3	Proces emisji	424
22.4	Rynki pozagiełdowe papierów wartościowych	426
22.5	Metoda emisji	428
22.6	Gwarantowanie emisji	430
22.7	Koszty emisji	430
22.8	Podsumowanie	436
22.9	Literatura zalecana	437
22.10	Ćwiczenia	438
23	Emisje praw poboru	439
23.1	Wprowadzenie	439
23.2	Wpływ na majątek netto akcjonariusza	443
23.3	Gwarantowanie emisji i koszt kapitału	447
23.4	Emisje kapitalizacyjne i podział akcji	451
23.5	Świadcstwa uprawniające do otrzymania dywidendy	453
23.6	Podsumowanie	453

23.7	Literatura zalecana	453
23.8	Ćwiczenia	454
24	Obligacje zamienne i opcje	456
24.1	Wprowadzenie	456
24.2	Obligacje zamienne	457
24.3	Wyznaczanie wartości obligacji zamiennych	458
24.4	Ustalanie ceny opcji	461
24.5	Podsumowanie	468
24.6	Literatura zalecana	469
24.7	Ćwiczenia	470

5 FUZJE I ZAKOŃCZENIE

25	Fuzje i przejęcia	475
25.1	Wprowadzenie	475
25.2	Ekonomiczne/strategiczne definicje fuzji i przejęć ...	475
25.3	Motywy maksymalizacji majątku akcjonariusza	478
25.4	Synergia	480
25.5	Siła rynkowa	482
25.6	Finansowanie zakupów firm	483
25.7	Jaką formę zapłaty należy zaoferować przy dokonywaniu zakupu?	487
25.8	Jakie są implikacje finansowania zakupu?	488
25.9	Procedury i kontrola fuzji w Wielkiej Brytanii	491
25.10	Podsumowanie	493
25.11	Literatura zalecana	493
25.12	Ćwiczenia	494
26	Zakończenie	496
26.1	Wprowadzenie	496
26.2	Założenia teorii finansów	497
26.3	Implikacje teorii	498
26.4	Niedoskonałości w realnym świecie	498
26.5	Finansowanie przedsiębiorstwa i inwestycje: zasadność analizy równowagi	501
26.6	Uwagi końcowe	502

Załączniki	505
Załącznik I. Wartość przyszła 1 funta	505
Załącznik II. Wartość bieżąca 1 funta	508
Załącznik III. Wartość bieżąca renty 1 funta rocznie	510
Załącznik IV. Standardowy rozkład normalny	512
Załącznik V. Tablice dyskonta leasingu	514