

# Spis treści

---

Część **4**

---

**Inwestowanie w długoterminowe aktywa:  
budżetowanie kapitałowe**

|                                                                                                                          |           |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Rozdział 9. Koszt kapitału</b>                                                                                        | <b>15</b> |
| Wprowadzenie                                                                                                             | 16        |
| Określanie średniego ważonego kosztu kapitału                                                                            | 16        |
| Podstawowe definicje                                                                                                     | 17        |
| Koszt kapitału obcego                                                                                                    | 18        |
| Koszt kapitału akcyjnego uprzywilejowanego                                                                               | 20        |
| Koszt zysków zatrzymanych                                                                                                | 22        |
| Koncepcja CAPM                                                                                                           | 23        |
| Koncepcja stopy dochodu z obligacji z premią za ryzyko                                                                   | 24        |
| Koncepcja stopy dochodu z dywidendy zwiększonej o stopę wzrostu<br>(metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych — DCF) | 25        |
| Koszt kapitału pochodzącego z emisji akcji zwykłych                                                                      | 27        |
| Średni ważony koszt kapitału                                                                                             | 31        |
| Czynniki wpływające na składniki kosztu kapitału                                                                         | 34        |
| Czynniki niekontrolowane przez firmę                                                                                     | 34        |
| Czynniki kontrolowane przez firmę                                                                                        | 35        |
| Korekta kosztu kapitału ze względu na ryzyko                                                                             | 37        |
| Szacowanie ryzyka projektu                                                                                               | 39        |
| Wybrane problemy szacowania kosztu kapitału                                                                              | 41        |
| Podsumowanie                                                                                                             | 42        |
| Pytania                                                                                                                  | 43        |
| Zadania do samodzielnego rozwiązania                                                                                     | 44        |
| Zadania dla początkujących                                                                                               | 45        |
| Zadania typu egzaminacyjnego                                                                                             | 45        |
| Zadania                                                                                                                  | 48        |

|                                                                                     |           |
|-------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| Zadanie wymagające użycia arkusza kalkulacyjnego .....                              | 50        |
| Całościowe studium przypadku .....                                                  | 50        |
| <b>Rozdział 10. Podstawy budżetowania kapitałowego .....</b>                        | <b>53</b> |
| Wprowadzenie .....                                                                  | 54        |
| Znaczenie budżetowania kapitałowego .....                                           | 54        |
| Tworzenie koncepcji projektów inwestycyjnych .....                                  | 55        |
| Klasyfikacja projektów inwestycyjnych .....                                         | 57        |
| Podobieństwa między budżetowaniem kapitałowym a wyceną papierów wartościowych ..... | 58        |
| Metody oceny efektywności inwestycji .....                                          | 59        |
| Okres zwrotu .....                                                                  | 60        |
| Wartość obecna netto (NPV) .....                                                    | 63        |
| Uzasadnienie metody NPV .....                                                       | 64        |
| Wewnętrzna stopa zwrotu (IRR) .....                                                 | 65        |
| Uzasadnienie metody IRR .....                                                       | 66        |
| Porównanie metod NPV i IRR .....                                                    | 67        |
| Krzywe NPV .....                                                                    | 67        |
| Zależność rankingu projektów od kosztu kapitału w metodzie NPV .....                | 68        |
| Projekty niezależne .....                                                           | 69        |
| Projekty wykluczające się wzajemnie .....                                           | 70        |
| Wielokrotna IRR .....                                                               | 71        |
| Zmodyfikowana wewnętrzna stopa zwrotu (MIRR) .....                                  | 74        |
| Metody oceny efektywności inwestycji — wnioski końcowe .....                        | 76        |
| Kontrola realizacji projektów .....                                                 | 78        |
| Inne zastosowania technik budżetowania kapitałowego .....                           | 80        |
| Podsumowanie .....                                                                  | 80        |
| Pytania .....                                                                       | 82        |
| Zadania do samodzielnego rozwiązania .....                                          | 82        |
| Zadania dla początkujących .....                                                    | 83        |
| Zadania typu egzaminacyjnego .....                                                  | 84        |
| Zadania .....                                                                       | 87        |
| Zadanie wymagające użycia arkusza kalkulacyjnego .....                              | 89        |
| Całościowe studium przypadku .....                                                  | 90        |
| <b>Rozdział 11. Szacowanie przepływów pieniężnych i analiza ryzyka ...</b>          | <b>92</b> |
| Wprowadzenie .....                                                                  | 93        |
| Szacowanie przepływów pieniężnych .....                                             | 93        |
| Identyfikacja istotnych przepływów pieniężnych .....                                | 94        |
| Przepływy pieniężne projektu a zysk netto .....                                     | 95        |
| Przyrostowe przepływy pieniężne .....                                               | 97        |
| Rozkład czasowy przepływów pieniężnych .....                                        | 99        |
| Ocena efektywności inwestycji .....                                                 | 99        |
| Analiza przepływów pieniężnych .....                                                | 101       |
| Podejmowanie decyzji .....                                                          | 107       |

|                                                                                      |     |
|--------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Wprowadzenie do analizy ryzyka projektu inwestycyjnego .....                         | 107 |
| Techniki mierzenia ryzyka wyłącznego .....                                           | 108 |
| Analiza wrażliwości .....                                                            | 109 |
| Analiza scenariuszy .....                                                            | 111 |
| Symulacja Monte Carlo .....                                                          | 113 |
| Podsumowanie analizy ryzyka projektu .....                                           | 115 |
| Wpływ ryzyka projektu i struktury kapitału na proces budżetowania kapitałowego ..... | 116 |
| Opcje rzeczywiste w budżetowaniu kapitałowym .....                                   | 117 |
| Drzewa decyzyjne w wycenie opcji związanych z rozkładem czasowym inwestycji .....    | 117 |
| Inne przykłady opcji wbudowanych w inwestycje .....                                  | 120 |
| Optymalny budżet inwestycyjny .....                                                  | 122 |
| Podsumowanie .....                                                                   | 124 |
| Pytania .....                                                                        | 126 |
| Zadania do samodzielnego rozwiązania .....                                           | 126 |
| Zadania dla początkujących .....                                                     | 128 |
| Zadania typu egzaminacyjnego .....                                                   | 129 |
| Zadania .....                                                                        | 131 |
| Zadanie wymagające użycia arkusza kalkulacyjnego .....                               | 133 |
| Całościowe studium przypadku .....                                                   | 134 |

---

Część **5**

---

## Struktura kapitału i polityka dywidend

|                                                                                |            |
|--------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>Rozdział 12. Struktura kapitału i dźwignia .....</b>                        | <b>141</b> |
| Wprowadzenie .....                                                             | 142        |
| Docelowa struktura kapitału .....                                              | 142        |
| Ryzyko operacyjne i finansowe .....                                            | 144        |
| Ryzyko operacyjne .....                                                        | 144        |
| Dźwignia operacyjna .....                                                      | 147        |
| Ryzyko finansowe .....                                                         | 151        |
| Wyznaczanie optymalnej struktury kapitału .....                                | 158        |
| WACC a zmiany struktury kapitału .....                                         | 158        |
| Równanie Hamady .....                                                          | 160        |
| Optymalna struktura kapitału .....                                             | 162        |
| Teoria struktury kapitału .....                                                | 165        |
| Wpływ podatków .....                                                           | 166        |
| Koszty trudności finansowych .....                                             | 168        |
| Teoria wyboru .....                                                            | 168        |
| Teoria sygnalizacji .....                                                      | 170        |
| Wykorzystanie finansowania kapitałem obcym do kontroli działań zarządu .....   | 172        |
| Kontrolna lista czynności wykonywanych przy ustalaniu struktury kapitału ..... | 173        |
| Zróznicowanie struktur kapitału .....                                          | 176        |

|                                                                  |            |
|------------------------------------------------------------------|------------|
| Podsumowanie .....                                               | 178        |
| Pytania .....                                                    | 179        |
| Zadania do samodzielnego rozwiązania .....                       | 181        |
| Zadania dla początkujących .....                                 | 182        |
| Zadania typu egzaminacyjnego .....                               | 182        |
| Zadania .....                                                    | 184        |
| Zadanie wymagające użycia arkusza kalkulacyjnego .....           | 187        |
| Całościowe studium przypadku .....                               | 187        |
| <b>Rozdział 13. Podział zysku: dywidendy i odkup akcji .....</b> | <b>191</b> |
| Wprowadzenie .....                                               | 192        |
| Dywidendy czy zysk kapitałowy: co wolą inwestorzy? .....         | 193        |
| Teoria nieistotności polityki dywidend .....                     | 193        |
| Teoria „wróbla w garści” .....                                   | 194        |
| Teoria preferencji podatkowych .....                             | 195        |
| Która teoria jest najlepsza? .....                               | 195        |
| Inne problemy związane z polityką dywidend .....                 | 198        |
| Hipoteza zawartości informacyjnej lub sygnalizacji .....         | 198        |
| Efekt klienteli .....                                            | 199        |
| Stabilność dywidend .....                                        | 201        |
| Ustalanie polityki dywidend w praktyce .....                     | 202        |
| Ustalanie docelowego wskaźnika wypłaty: polityka dywidend rezy-  |            |
| dualnych .....                                                   | 202        |
| Zyski, przepływy pieniężne i dywidendy .....                     | 209        |
| Procedury wypłaty .....                                          | 211        |
| Plan reinwestycji dywidend .....                                 | 213        |
| Przegląd czynników wpływających na politykę dywidend .....       | 214        |
| Bariery wypłaty dywidend .....                                   | 215        |
| Możliwości inwestycyjne .....                                    | 215        |
| Dostępność i koszt alternatywnych źródeł kapitału .....          | 216        |
| Wpływ polityki dywidend na $k_s$ .....                           | 216        |
| Podsumowanie dyskusji o polityce dywidend .....                  | 217        |
| Dywidendy w akcjach i podział akcji .....                        | 219        |
| Podział akcji .....                                              | 219        |
| Dywidendy w akcjach .....                                        | 220        |
| Wpływ na cenę akcji .....                                        | 221        |
| Odkupienie akcji .....                                           | 222        |
| Efekty odkupienia akcji .....                                    | 225        |
| Korzyści z odkupienia akcji .....                                | 226        |
| Wady odkupienia akcji .....                                      | 227        |
| Wnioski dotyczące odkupienia akcji .....                         | 227        |
| Podsumowanie .....                                               | 228        |
| Pytania .....                                                    | 230        |
| Zadania do samodzielnego rozwiązania .....                       | 231        |
| Zadania dla początkujących .....                                 | 232        |
| Zadania typu egzaminacyjnego .....                               | 233        |

|                                                        |     |
|--------------------------------------------------------|-----|
| Zadania .....                                          | 234 |
| Zadanie wymagające użycia arkusza kalkulacyjnego ..... | 236 |
| Całościowe studium przypadku .....                     | 236 |

---

**Część 6**

---

**Zarządzanie kapitałem obrotowym,  
prognozowanie oraz zarządzanie finansami międzynarodowymi**

|                                                                                                  |            |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>Rozdział 14. Zarządzanie kapitałem obrotowym .....</b>                                        | <b>241</b> |
| Wprowadzenie .....                                                                               | 242        |
| Terminologia dotycząca kapitału obrotowego .....                                                 | 242        |
| Cykl konwersji środków pieniężnych .....                                                         | 244        |
| Przykład .....                                                                                   | 244        |
| Skracanie cyklu konwersji środków pieniężnych .....                                              | 247        |
| Korzyści .....                                                                                   | 247        |
| Alternatywne rodzaje polityki inwestowania w aktywa obrotowe .....                               | 249        |
| Zarządzanie składnikami kapitału obrotowego .....                                                | 251        |
| Zarządzanie środkami pieniężnymi .....                                                           | 253        |
| Powody utrzymywania środków pieniężnych .....                                                    | 253        |
| Zalety utrzymywania odpowiednich zasobów środków pieniężnych<br>i ich bliskich substytutów ..... | 255        |
| Budżet pieniężny .....                                                                           | 255        |
| Zbywalne papiery wartościowe .....                                                               | 261        |
| Zapasy .....                                                                                     | 263        |
| Koszty zapasów .....                                                                             | 263        |
| Zarządzanie należnościami .....                                                                  | 266        |
| Narastanie należności .....                                                                      | 266        |
| Monitorowanie stanu należności .....                                                             | 268        |
| Polityka kredytowa .....                                                                         | 271        |
| Finansowanie aktywów obrotowych (bieżących) .....                                                | 272        |
| Różne rodzaje polityki finansowania aktywów obrotowych .....                                     | 272        |
| Podejście dopasowywania terminów zapadalności i wymagalności<br>(podejście samolikwidacji) ..... | 273        |
| Podejście agresywne .....                                                                        | 275        |
| Podejście konserwatywne .....                                                                    | 275        |
| Wady i zalety finansowania krótkoterminowego .....                                               | 276        |
| Szybkość .....                                                                                   | 276        |
| Elastyczność .....                                                                               | 276        |
| Koszty długu długoterminowego a krótkoterminowego .....                                          | 276        |
| Ryzyko długu długoterminowego a krótkoterminowego .....                                          | 277        |
| Źródła finansowania krótkoterminowego .....                                                      | 278        |
| Narosłe zobowiązania .....                                                                       | 278        |
| Zobowiązania z tytułu dostaw towarów i usług (kredyt kupiecki) .....                             | 279        |
| Koszt kredytu kupieckiego .....                                                                  | 279        |
| Składniki kredytu kupieckiego: bezpłatne a płatne .....                                          | 282        |

|                                                                            |         |
|----------------------------------------------------------------------------|---------|
| Krótkoterminowe kredyty bankowe .....                                      | 283     |
| Zapadalność .....                                                          | 284     |
| Skrypt dłużny (weksel własny) .....                                        | 284     |
| Minimalne saldo .....                                                      | 284     |
| Nieformalna linia kredytowa .....                                          | 285     |
| Kredyt rewolwingowy .....                                                  | 285     |
| Weksel komercyjny .....                                                    | 286     |
| Zapadalność i koszt .....                                                  | 286     |
| Korzystanie z weksli komercyjnych .....                                    | 287     |
| Stosowanie zabezpieczeń w krótkoterminowym finansowaniu .....              | 287     |
| Podsumowanie .....                                                         | 288     |
| Pytania .....                                                              | 291     |
| Zadania do samodzielnego rozwiązania .....                                 | 292     |
| Zadania dla początkujących .....                                           | 293     |
| Zadania typu egzaminacyjnego .....                                         | 294     |
| Zadania .....                                                              | 295     |
| Zadanie wymagające użycia arkusza kalkulacyjnego .....                     | 298     |
| Całościowe studium przypadku .....                                         | 299     |
| <br><b>Rozdział 15. Planowanie i prognozowanie finansowe</b> .....         | <br>303 |
| Wprowadzenie .....                                                         | 304     |
| Plany strategiczne .....                                                   | 305     |
| Cel spółki .....                                                           | 305     |
| Zakres działania korporacji .....                                          | 306     |
| Cele korporacji .....                                                      | 307     |
| Strategie korporacji .....                                                 | 307     |
| Plany operacyjne .....                                                     | 308     |
| Plan finansowy .....                                                       | 310     |
| Skomputeryzowane modele planowania finansowego .....                       | 311     |
| Prognozy sprzedaży .....                                                   | 311     |
| Prognozowanie sprawozdań finansowych: metoda „procentu od sprzedaży” ..... | 314     |
| Komplikacja: finansowe sprzężenia zwrotne .....                            | 322     |
| Analiza prognozy .....                                                     | 322     |
| Prognozowanie wolnych przepływów pieniężnych .....                         | 325     |
| Wzór określający AFN .....                                                 | 326     |
| Inne techniki prognozowania sprawozdań finansowych .....                   | 329     |
| Prosta regresja liniowa .....                                              | 329     |
| Korekta uwzględniająca nadwyżkowy potencjał .....                          | 331     |
| Podsumowanie .....                                                         | 332     |
| Pytania .....                                                              | 333     |
| Zadania do samodzielnego rozwiązania .....                                 | 334     |
| Zadania dla początkujących .....                                           | 335     |
| Zadania typu egzaminacyjnego .....                                         | 336     |
| Zadania .....                                                              | 338     |

|                                                                                 |            |
|---------------------------------------------------------------------------------|------------|
| Zadanie wymagające użycia arkusza kalkulacyjnego .....                          | 341        |
| Całościowe studium przypadku .....                                              | 342        |
| <b>Rozdział 16. Zarządzanie finansami międzynarodowymi .....</b>                | <b>345</b> |
| Wprowadzenie .....                                                              | 346        |
| Korporacje ponadnarodowe, czyli globalne .....                                  | 346        |
| Zarządzanie finansami międzynarodowymi wobec zarządzania na skalę krajową ..... | 349        |
| Kursy walutowe .....                                                            | 351        |
| Międzynarodowy system walutowy .....                                            | 355        |
| Handlowanie obcymi walutami (rynek walutowy) .....                              | 356        |
| Kursy kasowe (bieżące) i terminowe .....                                        | 357        |
| Parytet stóp procentowych .....                                                 | 358        |
| Parytet siły nabywczej .....                                                    | 360        |
| Inflacja, stopy procentowe i kursy walutowe .....                               | 361        |
| Międzynarodowe rynki pieniężne i kapitałowe .....                               | 362        |
| Rynek eurodolara .....                                                          | 363        |
| Międzynarodowe rynki obligacji .....                                            | 364        |
| Międzynarodowe rynki akcji .....                                                | 365        |
| Budżetowanie kapitałowe w ponadnarodowej firmie .....                           | 368        |
| Struktura kapitału w różnych krajach .....                                      | 370        |
| Ponadnarodowe zarządzanie kapitałem obrotowym .....                             | 372        |
| Zarządzanie środkami pieniężnymi .....                                          | 372        |
| Zarządzanie kredytami .....                                                     | 373        |
| Zarządzanie zapasami .....                                                      | 375        |
| Podsumowanie .....                                                              | 377        |
| Pytania .....                                                                   | 378        |
| Zadania do samodzielnego rozwiązania .....                                      | 379        |
| Zadania dla początkujących .....                                                | 379        |
| Zadania typu egzaminacyjnego .....                                              | 379        |
| Zadania .....                                                                   | 380        |
| Zadanie wymagające użycia arkusza kalkulacyjnego .....                          | 381        |
| Całościowe studium przypadku .....                                              | 382        |
| Załącznik A. Tablice matematyczne .....                                         | 385        |
| Załącznik B. Wyniki i komentarze do zadań do samodzielnego rozwiązania .....    | 394        |
| Załącznik C. Rozwiązania zadań zamieszczonych na końcu rozdziałów ...           | 408        |
| Załącznik D. Wybrane równania i dane .....                                      | 412        |
| <b>Indeks .....</b>                                                             | <b>415</b> |