

Spis treści

Wprowadzenie – <i>Jan Krzysztof Bielecki, Leszek Pawłowicz</i>	15
--	----

Część I

Podstawy zarządzania wartością przedsiębiorstwa

Rozdział 1

Koncepcja zarządzania wartością przedsiębiorstwa.	21
1.1. Siły napędowe rozwoju i popularyzacji koncepcji zarządzania wartością dla akcjonariuszy – <i>Marta Penczar</i>	21
1.2. Istota VBM (<i>Value Based Management</i>) – definicja i założenia – <i>Marta Penczar</i> . .	26
1.3. Koncepcja wartości dla akcjonariusza a wartości dla interesariusza (<i>shereholders vs. stakeholders</i>) – <i>Marta Penczar</i>	30
1.4. Czynniki kształtujące wartość przedsiębiorstwa – nośniki wartości – <i>Marta Penczar</i>	36
1.5. Znaczenie zysku księgowego w pomiarze wartości – <i>Marta Penczar</i>	40
1.6. Kierunki ewolucji koncepcji zarządzania VBM – <i>Stanisław Kasiewicz</i>	42
1.6.1. Wstęp	42
1.6.2. Koncepcja trwałego rozwoju.	43
1.6.3. Koncepcja wzrostu wartości dla interesariuszy (grup interesu)	45
1.6.4. Koncepcja cyfryzacji (digitalizacji) zarządzania	47
1.6.5. Koncepcja zintegrowanego zarządzania ryzykiem.	48

Rozdział 2

Koszt kapitału – <i>Piotr Szczepankowski</i>	53
2.1. Koszt kapitału w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa	53
2.2. Teoria wynagradzania inwestorów za ponoszone ryzyko i jej implikacje w procesie ustalania kosztu kapitału dla celów zarządzania wartością przedsiębiorstwa	56
2.3. Ustalanie kosztu kapitału własnego modelem równowagi rynkowej	61
2.4. Koszt nowo pozyskiwanego kapitału własnego	71
2.5. Ustalanie kosztu kapitału pożyczkowego	74

2.5.1. Koszt długu zwykłego	76
2.5.2. Koszt obligacji z terminem wcześniejszego wykupu	79
2.5.3. Koszt kapitału z hybrydowych instrumentów finansowych.	82
2.5.4. Koszt kapitału z leasingu.	83
2.6. Średni ważony koszt kapitału	84
2.7. Docelowa struktura kapitału przedsiębiorstwa	86

Rozdział 3

Pomiar kreacji wartości dla akcjonariuszy – Błażej Lepczyński	95
3.1. Co to jest kreacja wartości i dlaczego ROE nie jest dobrym miernikiem kreacji wartości dla akcjonariuszy?	95
3.2. Zewnętrzne rynkowe miary pomiaru kreacji wartości dla akcjonariuszy.	99
3.3. Wewnętrzne (operacyjne) miary kreacji wartości dla akcjonariuszy.	105

Rozdział 4

Wycena wartości przedsiębiorstw dla potrzeb zarządzania wartością – Joanna Pioch, Mariusz Chmielewski	117
4.1. Generatory wartości przedsiębiorstw, czyli czynniki kształtujące ich wartość.	117
4.2. Przesłanki, cele i zasady wyceny przedsiębiorstw	120
4.3. Wycena dochodowa jako podstawowa metoda wyceny przedsiębiorstwa na potrzeby zarządzania jego wartością.	123
4.3.1. Metoda zdyskontowanych przepływów strumieni pieniężnych.	125
4.3.2. Metoda zdyskontowanych dywidend	127
4.4. Pojęcie, znaczenie i sposoby ustalania wartości rezydualnej przedsiębiorstwa	129
4.5. Metody wyceny przedsiębiorstwa w oparciu o mierniki wartości dla akcjonariuszy.	132

Rozdział 5

Zarządzanie ryzykiem jako część VBM – Błażej Lepczyński	137
5.1. Pojęcie ryzyka i zarządzania nim	137
5.2. Ryzyko a cel VBM	141
5.3. Rodzaje ryzyka występującego w działalności gospodarczej.	144
5.4. Proces zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie	149
5.5. Koncepcja zintegrowanego zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie (ERM) i jej związki z VBM	154

Rozdział 6

Alokacja i zarządzanie kapitałem – Leszek Pawłowicz	163
6.1. Pojęcia kapitału wykorzystywane dla potrzeb zarządzania kapitałem w przedsiębiorstwie	166
6.2. Alokacja kapitału narażonego na ryzyko	172
6.3. Alokacja kapitału zainwestowanego	180
6.4. Alokacyjna luka wartości	183
6.5. Uwagi uzupełniające	184

Rozdział 7

Przedsiębiorstwo na rynku finansowym	187
7.1. Przedsiębiorstwo na rynku kredytowym – Piotr Nowak	187
7.1.1. Wybór banków finansujących	188
7.1.2. Poziom zadłużenia	189
7.1.3. Koszty kredytu	190
7.1.4. Kredyty obrotowe w rachunku kredytowym oraz kredyty obrotowe w rachunku bieżącym	193
7.1.5. Kredyty obrotowe stanowiące zobowiązanie się banku do finansowani (<i>committed</i>) oraz kredyty obrotowe udzielane z zastrzeżeniem możliwości natychmiastowego wstrzymania dalszych wypłat i spłaty kredytu (<i>uncommitted</i>)	193
7.1.6. Finansowanie specjalistyczne	193
7.1.7. Wielofunkcyjne (multiproduktowe) linie kredytowe	195
7.1.8. Zabezpieczenia kredytowe	196
7.1.9. Klauzule umowne (<i>covenants</i>)	198
7.1.10. Kredyty inwestycyjne	199
7.1.11. Wykorzystanie krajowych kredytów preferencyjnych i środków unijnych	200
7.2. Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym – Robert Bęben	202
7.2.1. Rynek kapitałowy jako źródło finansowania przedsiębiorstw	203
7.2.2. Źródła przewagi konkurencyjnej na rynku kapitałowym	205
7.2.3. Wprowadzanie instrumentów finansowych na rynek kapitałowy	212
7.3. Przedsiębiorstwo na rynku <i>Venture Capital</i> – Błażej Lepczyński, Joanna Próchniak	221
7.3.1. Charakterystyka finansowania <i>Venture Capital</i>	221
7.3.2. Cykl inwestycyjny funduszy <i>Venture Capital</i>	224
7.3.3. Rodzaje funduszy <i>Venture Capital</i> a budowanie wartości	229

7.3.4. Finansowe i niefinansowe czynniki tworzenia wartości w trakcie procesu inwestycyjnego	232
---	-----

Rozdział 8

Short termism – Adam Maciejewski	237
8.1. Negatywne skutki <i>short termismu</i>	239
8.1.1. <i>Short termism</i> a struktura akcjonariatu i jej wpływ na wartość spółki ..	239
8.1.2. <i>Short termism</i> a kwesta raportowania spółek publicznych	242
8.1.3. <i>Short termism</i> a stabilność zarządzania	245
8.1.4. <i>Short termism</i> a kwestia wynagradzania	245
8.2. Pozytywne skutki myślenia krótkoterminowego	247

Rozdział 9

Zarządzanie kapitałem obrotowym a wartość przedsiębiorstwa – Mariusz Chmielewski, Piotr Nowak	249
9.1. Kapitał obrotowy netto	250
9.2. <i>Cash Management</i>	260

Rozdział 10

Kapitał intelektualny w przedsiębiorstwie – Karol Śledzik	267
10.1. Co to jest kapitał intelektualny przedsiębiorstwa?	267
10.2. Składniki kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa	271
10.3. Kapitał intelektualny jako generator wartości przedsiębiorstwa	276
10.4. Pomiar i raportowanie kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa	278
10.5. Zarządzanie kapitałem intelektualnym przedsiębiorstwa	297

Rozdział 11

Systemy wynagrodzeń menedżerów ukierunkowane na wzrost wartości przedsiębiorstwa – Leszek Pawłowicz	305
11.1. Teoria agencji i hazard moralny w systemach motywacyjnych ukierunkowanych na wzrost wartości	305
11.2. Podstawowe dylematy	308
11.3. Opcje na akcje (opcje menedżerskie)	311
11.4. Systemy wynagrodzeń oparte na finansowych miernikach kreowania wartości	313
11.5. Regulacje dotyczące programów motywacyjnych	318

Rozdział 12

Fuzje i przejęcia – Katarzyna Bachnik	325
12.1. Łączyć, wchłaniać czy zawierać partnerstwo – M&A na mapie opcji strategicznych przedsiębiorstw	327
12.2. Co oferują transakcje M&A: oczekiwane korzyści z tej formy rozwoju organizacyjnego.	329
12.3. Etapy procesu łączenia przedsiębiorstw.	333
12.4. Pułapki integracji przedsiębiorstw	336
12.5. Trendy przeczące intuicji	340
12.6. Polski rynek fuzji i przejęć	343

Rozdział 13

Relacje inwestorskie.	349
13.1. Na czym polega istota relacji inwestorskich (<i>Investor Relations</i>)? – Piotr Wróbel.	349
13.1.1. Wprowadzenie.	349
13.1.2. Historia	350
13.1.3. Definicja.	351
13.1.4. Elementy relacji inwestorskich.	351
13.1.5. Korzyści z prowadzenia relacji inwestorskich	352
13.1.6. Zjawisko asymetrii informacyjnej na rynku pozyskiwania kapitału ...	352
13.2. Na jakie oczekiwania informacyjne społeczności inwestycyjnej musi odpowiadać spółka? – Piotr Wróbel	353
13.2.1. Kategorie odbiorców działań IR.	353
13.2.2. Oczekiwania inwestorów	354
13.2.3. Oczekiwania analityków i doradców inwestycyjnych	356
13.2.4. Czas poświęcony członkom społeczności inwestycyjnej	357
13.3. Cechy efektywnych relacji inwestorskich – Piotr Wróbel	358
13.4. Działania umożliwiające prowadzenie relacji inwestorskich – Piotr Wróbel. ...	362
13.4.1. Działania IR.	362
13.4.2. Zastosowanie działań IR.	363
13.4.3. Organizacja działań IR	365
13.5. Jak obecność na giełdzie wpływa na IR? – Piotr Wróbel	366
13.6. Kształtowanie relacji inwestorskich w sytuacjach kryzysowych – Vesława Valiucko, Piotr Wróbel	369
13.6.1. Wprowadzenie.	369
13.6.2. Działania w kryzysie	370
13.6.3. Studium przypadku: Toyota	374

Rozdział 14

Planowanie strategiczne i strategiczna karta wyników (*Balanced Scorecard*)

– Łukasz Świerżewski	383
14.1. Planowanie strategiczne: cztery etapy tworzenia strategii	385
14.1.1. Definiowanie misji, wizji i kluczowych wartości firmy	385
14.1.2. Określanie celów strategicznych	388
14.1.3. Analiza strategiczna	389
14.1.4. Formułowanie strategii	391
14.2. Wdrożenie strategii w oparciu o mapy strategii i <i>Balanced Scorecard</i>	395
14.3. System zarządzania oparty na planowaniu strategicznym i <i>Balanced Scorecard</i>	399
14.4. System zarządzania w praktyce przedsiębiorstw	401

Rozdział 15

Polityka dywidend i wykupu akcji własnych – **Joanna Pioch**

15.1. Pojęcie, geneza i funkcje dywidendy	406
15.2. Polityka dywidend a rynkowa wartość przedsiębiorstwa	409
15.3. Dywidendy pieniężne	412
15.4. Dywidendy w akcjach	413
15.5. Przesłanki wypłaty i skutki polityki dywidend – poszukiwanie uzasadnienia ..	424
15.6. Determinanty polityki dywidend	430
15.7. Analiza polityki dywidend przedsiębiorstwa	433

Rozdział 16

Offshoring a zarządzanie wartością w przedsiębiorstwie – **Joanna Próchniak**

16.1. Koncepcja <i>offshoringu</i>	445
16.1.1. Pojęcie i modele <i>offshoringu</i>	445
16.1.2. <i>Offshoring</i> usług	448
16.1.3. Centra usług finansowych	450
16.2. Usługi świadczone <i>offshore</i>	451
16.2.1. Cechy i zakres usług świadczonych <i>offshore</i>	451
16.2.2. Usługi świadczone przez centra usług finansowych	455
16.3. Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa przez <i>offshoring</i>	457
16.3.1. Oczekiwania przedsiębiorstwa inwestora a rola operatora w budowaniu wartości	457
16.3.2. Jakie usługi świadczone <i>offshore</i> kreują wartość?	462
16.4. Lokalizacja usług <i>offshore</i>	464

16.4.1. Czynniki stymulujące rozwój offshoringu a ocena atrakcyjności lokalizacji inwestycyjnej	464
16.4.2. Atrakcyjność inwestycyjna wybranych krajów dla centrów <i>offshore</i> . . .	468

Rozdział 17

Corporate governance a zarządzanie wartością – Andrzej S. Natowski	475
17.1. <i>Corporate governance</i> , czyli sztuka budowania zaufania	476
17.2. Przecz zaufanie do reputacji.	477
17.3. <i>Corporate governance</i> jako komponent wartości.	478
17.4. Drogi rozwoju <i>corporate governance</i>	480
17.5. Dwa systemy, jeden cel	481
17.6. Stosuj, albo wyjaśnij (<i>comply or explain</i>)	482
17.7. Akcjonariusze płacą za bilety, interesariusze jadą na gapę	483
17.8. Rezerwy tkwią w radach nadzorczych	483
17.9. Studium przypadku	484

Rozdział 18

Tworzenie wartości przedsiębiorstwa – debata wokół zmian zasad ładu

korporacyjnego OECD – Paweł Wojciechowski	487
18.1. Pozyskanie kapitału	493
18.2. Efektywna alokacja	499
18.3. Monitorowanie inwestycji i zaangażowanie akcjonariuszy	501
18.4. Doświadczenia polskie	505
ANEKS – Rekomendacje	507

Rozdział 19

Odbudowa wartości przedsiębiorstwa w kryzysie – Leszek Pawłowicz.

19.1. Pojęcie kryzysu przedsiębiorstwa	513
19.2. Mechanizm kryzysu przedsiębiorstwa	515
19.3. Przyczyny kryzysu przedsiębiorstwa.	519
19.4. Kryzys przedsiębiorstwa a procesy globalizacji	522
19.5. Symptomy kryzysu.	525
19.6. Grupy interesów w procesie restrukturyzacji.	533
19.7. Pozycja i rola banku wobec przedsiębiorstwa w sytuacji kryzysowej	538
19.8. Wybrane techniki restrukturyzacji finansowej	542
19.8.1. Restrukturyzacja finansowa poprzez obniżenie i ponowne podwyższenie kapitału własnego spółki.	543

19.8.2. Podział przedsiębiorstwa jako metoda restrukturyzacji.	547
19.8.3. Założenie nowej spółki kontynuującej działalność spółki zlikwidowanej.	550
19.8.4. Uwarunkowania prawne restrukturyzacji przez podział spółki	553
19.9. Postępowanie naprawcze w sytuacji kryzysowej	557

Rozdział 20

Prawne aspekty zarządzania wartością w spółkach strategicznych

– **Michał Romanowski**565

20.1. Istota problemu566

20.1.1. Czy jest możliwe budowanie wartości spółki strategicznej
w połączeniu z realizacją interesu publicznego?566

20.1.2. Skarb Państwa jako *shadow shareholder* – czy Skarb Państwa może
w kontrolowanej przez siebie spółce usunąć się w cień?567

20.2. Spółka strategiczna i jej cele.569

20.2.1. Pojęcie spółki strategicznej569

20.2.2. Czy posiadane przez państwo udziałów w spółce kapitałowej
ma wpływ na określenie interesu spółki?572

20.2.2.1. Czy w świetle prawa państwo może realizować interes
publiczny przy wykorzystaniu spółki kapitałowej572

20.2.2.2. Interes publiczny Skarbu Państwa574

20.2.2.2.1. Ekonomiczni właściciele majątku publicznego ..574

20.2.2.2.2. Czy Skarb Państwa może mieć interes inny
niż interes publiczny575

20.2.2.2.3. Sposób konkretyzacji interesu publicznego578

20.2.2.3. Obszary działania spółek strategicznych.580

20.2.2.4. Kryteria powoływania spółek strategicznych583

20.3. Czy interes strategicznej spółki kapitałowej przeważa nad interesem
publicznym?584

20.3.1. Interes spółki a interes jej wspólników – pojęcia odrębne
czy tożsame?584

20.3.1.1. Znaczenie sporu o metodologię odczytania treści
„interes spółki”584

20.3.1.2. Metoda dookreślania zwrotu „interes spółki”588

20.3.3. Jak ustalić wypadkową interesów akcjonariuszy spółki strategicznej? ..595

20.3.4. Czy specyfika Skarbu Państwa zmienia reguły ustalania
wypadkowej interesu akcjonariuszy strategicznej spółki giełdowej ...601

20.4. Czy rynek kapitałowy akceptuje wpływ interesu Skarbu Państwa na interes strategicznej spółki giełdowej w myśl zasady „Chcącemu nie dzieje się krzywda”?	602
20.5. Oddzielenie własności od zarządzania	605
20.6. Czy zarząd spółki giełdowej może komunikować się bezpośrednio z akcjonariuszem kontrolującym?	615
20.6.1. Istota problemu	615
20.6.2. Prawo komunikacji zarządu spółki giełdowej z akcjonariuszem dominującym a zasada jednakowego traktowania akcjonariuszy	616
20.6.3. Prawo komunikacji zarządu z akcjonariuszem dominującym a obowiązki informacyjne z ustawy o ofercie publicznej	618
20.7. Upublicznianie spółek strategicznych jako narzędzie łagodzące ryzyko braku efektywności spółek strategicznych	622

Część II

Doświadczenia praktyczne

Rozdział 21

Zarządzanie wartością w dynamicznym środowisku – studium przypadku

– Sławomir Jędrzejczyk	627
21.1. Powstanie firmy i integracja (1999-2002)	628
21.2. Ekspansja (2003-2008)	629
21.3. Twarde lądowanie i powrót do rzeczywistości (2009-2012)	631
21.4. Program naprawczy	632
21.5. Wizja i przyszłość (2013+)	638

Rozdział 22

Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa (VBM) oraz systemy motywacyjne

na przykładzie Banku Pekao SA – Pier Vaisitti	647
22.1. Podejście Banku Pekao SA i Grupy UniCredit do zarządzania wartością przedsiębiorstwa	647
22.1.1. Bank Pekao i Grupa UniCredit – wprowadzenie	647
22.1.2. Założenia dotyczące zarządzania wartością przedsiębiorstwa (VBM)	648
22.1.3. Badanie satysfakcji interesariuszy w obszarach: reputacji, zaangażowania, zrównoważonego rozwoju	650

22.2. Motywacja w Banku Pekao – finansowe czynniki motywujące	654
22.2.1. Podstawy motywowania pracowników	654
22.2.2. Motywacja pracowników – podejście ewolucyjne	655
22.2.3. Wpływ regulacji na strukturę finansowych narzędzi motywacyjnych	656
22.2.4. Polityka wynagradzania	657
22.2.5. Kompleksowe podejście do wynagradzania	657
22.2.6. Programy motywacyjne	659
22.3. Podejście do motywacji w Banku Pekao – instrumenty pozafinansowe	663
22.3.1. Pozafinansowe fundamenty motywacji	663
22.3.2. Model kompetencji przywódczych	665
22.3.3. Zarządzanie wynikami i rozwój zawodowy pracowników	666
22.3.4. Kształcenie i szkolenia	668
22.3.5. Zarządzanie karierą	670
22.3.6. Rekrutacja wewnętrzna i mobilność	671
22.3.7. Inicjatywy zwiększające zaangażowanie pracowników	671

Rozdział 23

Praktyczne aspekty fuzji i przejęć na przykładzie połączenia Banku Pekao SA z częścią Banku BPH SA – Jan Krzysztof Bielecki	675
--	------------

Rozdział 24

Zarządzanie wartością w Grupie FIAT – Chrysler – Enrico Pavoni, Piotr Wróbel ..	685
24.1. Prezentacja Grupy FIAT	685
24.2. Organizacja Grupy Fiat – Chrysler w Polsce	686
24.3. Zarządzanie strategiczne	688
24.4. Inwestycje i pozyskiwanie finansowania	690
24.5. System motywacji	692
24.6. Relacje inwestorskie	692

Rozdział 25

Zarządzanie wartością w Grupie Kapitałowej Allianz – Paweł Dangel, Michael Müller, Marcin Pęksyk	695
25.1. Strategia	696
25.2. System motywacji menedżerów	701
25.3. Nadzór korporacyjny – wykorzystywane mechanizmy	702

Rozdział 26

Zarządzanie wartością w GE Money – Mariusz Karpiński	707
26.1. Spółka General Electric	707
26.2. GE Money w Polsce	710
26.3. Strategia GE Money i GE Money Banku	710
26.3.1. Proces budowania i wdrażania strategii	710
26.3.2. Ewolucja strategii GE w obszarze usług finansowych	711
26.4. Inwestycje i mechanizm alokowania kapitału	714
26.5. System motywacyjny kadry menedżerskiej GE	715
26.6. Nadzór korporacyjny	716
26.7. Relacje inwestorskie	717
Notki o autorach	719