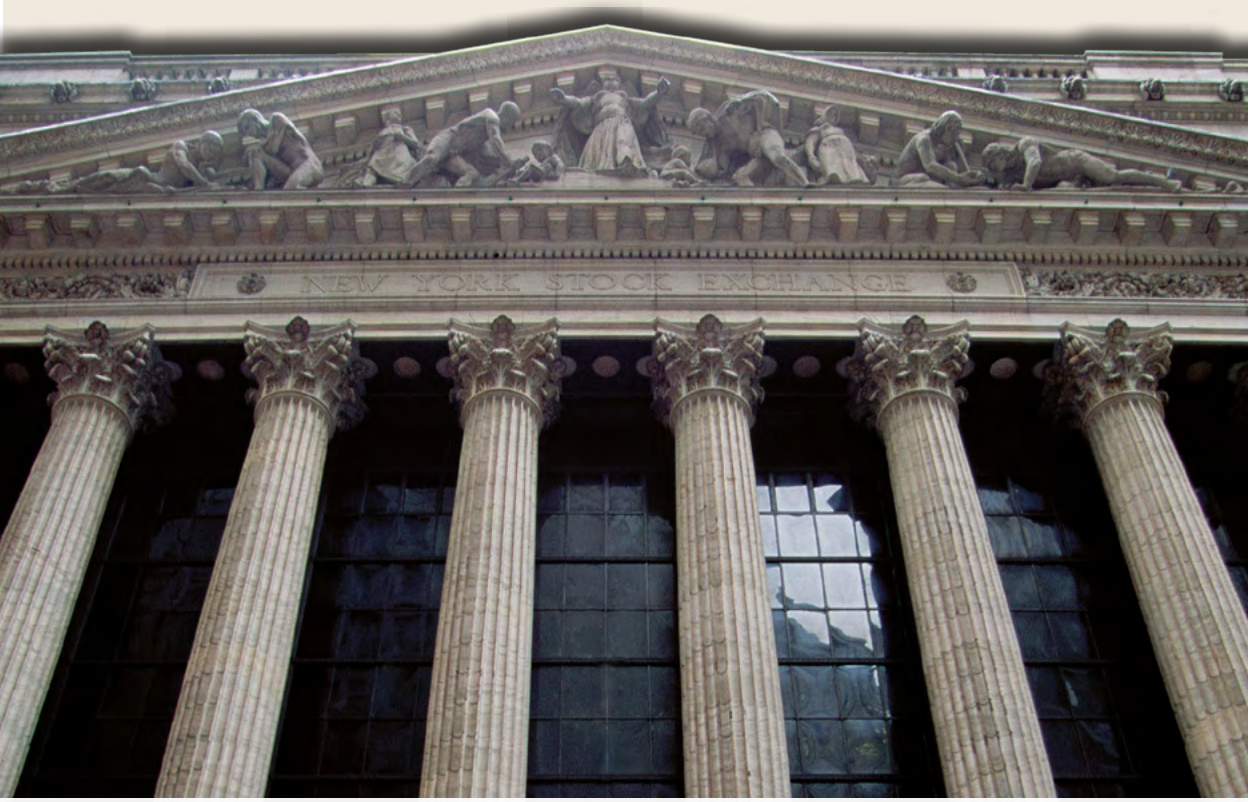
Robert Patterson

Kompendium terminów z zakresu finansów po polsku i angielsku

Compendium of Finance in Polish & English



SWISS CONTRIBUTION

Ministerstwo Finansów

CFRR
Centre for Financial Reporting Reform
WORLD BANK GROUP
Governance

Robert Patterson

Kompendium terminów z zakresu finansów po polsku i angielsku

Compendium of Finance in Polish & English

Tłumaczenie / Translation
Mark Aldridge, Anna Dróżdż, Paweł Granicki, Ewa Kieres, Maciej Piątek, Maria Sala (Avalon Languages), Aneta Świechowska, Maciej Tekielski

Konsultacje / Consultation
Bogda Marcinkowska

Opracowanie typograficzne / Typesetting
Wojciech Stukonis

Rysunki / Cartoons
Piotr Ziółkowski

Projekt graficzny okładki / Cover design
Janusz Fajto

Fotografia na okładce / Photo on the cover
© **Michael S. Yamashita/Corbis**

Przygotowanie pliku PDF do wydania elektronicznego / PDF file preparation for this edition
Stämpfli Polska Sp. z o.o.

© Copyright by Robert Patterson
© Copyright for this edition by Ministerstwo Finansów by arrangement with the Swiss-Polish Cooperation Program – Financial Reporting Technical Assistance Program (FRTAP)

Warszawa 2015

Kompendium terminów z zakresu finansów po polsku i angielsku zostaje udostępnione w serwisie Ministerstwa Finansów na licencji Creative Commons Uznanie autorstwa-Na tych samych warunkach 3.0 Polska (CC BY-SA 3.0). Licencja pozwala, m.in., na kopiowanie (drukowanie), zmienianie, remiksowanie, rozprowadzanie, przedstawianie i wykonywanie utworu jedynie w celach niekomercyjnych. Pełny tekst licencji – w brzmieniu, w jakim jest ona wiążąca dla osób korzystających z niniejszej publikacji – znajduje się pod adresem: http://creativecommons.org/licenses/by-sa/3.0/pl/legalcode

The electronic publication of *Compendium of Finance in Polish and English* is financed by a grant from Switzerland through the Swiss Contribution to the Enlarged European Union / Elektroniczna publikacja *Kompendium terminów z zakresu finansów po polsku i angielsku* została sfinansowana przez Szwajcarię w ramach szwajcarskiego programu współpracy z nowymi krajami członkowskimi Unii Europejskiej

Project implementing entity / Instytucja implementująca projekt: The World Bank Centre for Financial Reporting Reform

Projekt: Financial Reporting Technical Assistance Program – Institutional and Regulatory Capacity Building for Corporate Sector Financial Reporting and Auditing at the National Level financed under The Swiss-Polish Cooperation Program / Program Pomocy Technicznej w Zakresie Sprawozdawczości Finansowej – Budowa Zdolności Instytucjonalnych i Prawnych na Poziomie Krajowym w Zakresie Sprawozdawczości Finansowej i Audytu w Sektorze Prywatnym

SWISS CONTRIBUTION

Ministerstwo Finansów

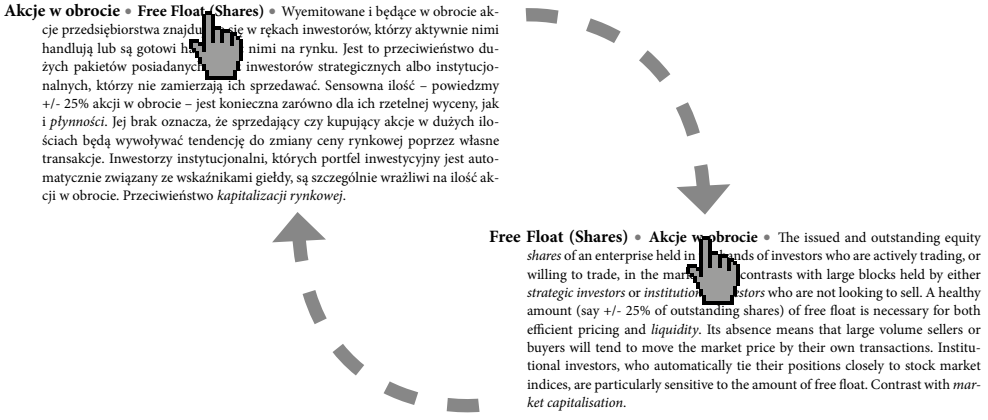
CFRR Centre for Financial Reporting Reform
WORLD BANK GROUP

Jak korzystać z *Kompendium*

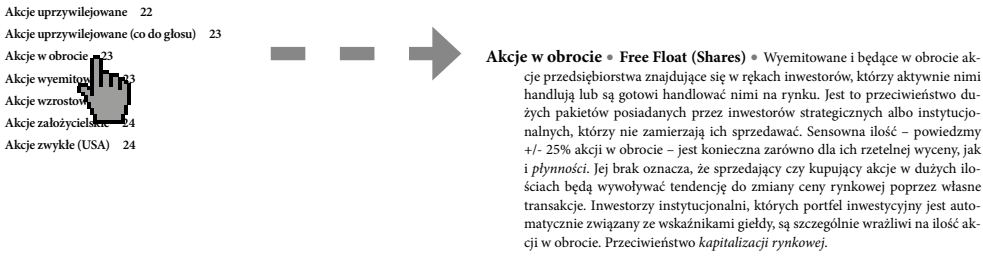
Publikacja elektroniczna ***Kompendium terminów z zakresu finansów po polsku i angielsku / Compendium of Finance in Polish and English*** składa się z dwóch części, polskiej i angielskiej. Każda z nich zawiera hasła w układzie alfabetycznym oraz, na końcu, ich indeks.

Każde hasło w języku polskim jest przetłumaczone na język angielski (podstawą do ich sporządzenia były hasła przygotowane w języku angielskim przez Autora). Przy haśle polskim od razu pojawia się jego odpowiednik w języku angielskim i podobnie w części angielskiej przy haśle angielskim znajduje się jego tłumaczenie na język polski.

Hasła w obu częściach językowych są interaktywne, tj. na przykład najeżdżając kursorem w części polskiej na tytuł hasła przetłumaczony na język angielski od razu przenosimy się do jego tłumaczenia w części angielskiej *Kompendium*.



Indeksy haseł (pojęć) znajdujące się na końcu każdej części językowej *Kompendium* są również interaktywne. Znajdując dane hasło (pojęcie) w indeksie i najeżdżając na nie kursorem, od razu jesteśmy przenoszeni do treści hasła (pojęcia) w *Kompendium* w odpowiedniej części językowej.



Niniejsze *Kompendium* stanowi jedną z trzech publikacji udostępnianych Czytelnikowi w formie elektronicznego pliku PDF z interaktywną funkcjonalnością obejmujących rachunkowość, finanse i bankowość. Wcześniej wszystkie trzy publikacje były wydane w różnych latach przez różnych wydawców w wersji drukowanej. W hasłach niektóre kluczowe słowa i pojęcia posiadają odsyłacze (zapisane kursywą, bez funkcjonalności interaktywnej) do innych haseł znajdujących się albo w niniejszym *Kompendium*, albo w dwóch pozostałych.

Kompendium terminów z zakresu finansów po polsku

A

Agencja ratingowa • **Credit Rating Agency** • **Rating Agency** • Spółka zajmująca się przygotowaniem i upublicznianiem ocen wiarygodności znajdujących się w publicznym obrocie instrumentów dłużnych i ich emitentów. Mogą do nich należeć duże korporacje, państwa, rządy oraz spółki celowe. Takie oceny, publikowane w postaci ratingu, *oceny kredytowej* (patrz również *klasa inwestycyjna*) służą *rynkom kapitałowym* oraz instytucjom finansowym do podejmowania decyzji kredytowych i ustalania oprocentowania. Agencje ratingowe zastępują ocenę bankową, umożliwiają bezpośrednie połączenie między oszczędzającymi i pożyczkobiorcami, co znane jest pod nazwą eliminacji pośredników. Coraz większa część ich działalności wiąże się z oceną i ratingami dla narzędzi strukturyzowanego *finansowania*. Do Wielkiej Trójki międzynarodowych agencji ratingowych należą:

- Moody's Investor Service (najstarsza na świecie, założona w 1909 roku),
- Standard & Poor's (największa w USA; spółka notowana na giełdzie),
- Fitch Ratings (pochodząca z USA, należy do francuskiego koncernu Fimalac).

Moody's oraz S&P to liderzy w branży, o udziale w rynku ponad 80%. Agencje ratingowe działają jako przedsiębiorstwa komercyjne, pobierające wysokie opłaty za wydawane opinie. Zapotrzebowanie na ich usługi wynika z przydatności i wiarygodności ich ocen. Wartość taką trzeba wypracować, zdobywając dogłębną wiedzę na temat pożyczkobiorców, opartą na szczegółowych badaniach i *kompleksowych analizach.* Ze względu na ilości przetwarzanych przez nie informacji, intensywnie wykorzystywane są komputerowe modele szacowania ryzyka. Agencje ratingowe muszą również posiadać szerszy wywiad na temat tego, co się dzieje na rynku oraz, co być może najważniejsze, być bezwzględnie niezależne i obiektywne. Ogólnie rzecz biorąc trudniej jest udzielać niezależnych ocen ze

względu na złożoną sytuację kraju, w tym czynniki polityczne. Agencje ratingowe mogą znaleźć się pod presją rynku czy organów regulacyjnych i dokonać ogromnych błędów w ocenie (patrz *Enron* w *Kompendium terminów z zakresu rachunkowości po polsku i angielsku*). Ich siła i wpływy daje im status zbliżony do organów regulacyjnych. Wielu kwestionuje terminy publikacji i dokładność ocen. Na przykład pewna ankieta („Fortune", 11 listopada 2002, s. 69) wykazała, że duża grupa menedżerów finansowych wątpi w prawidłowość ocen swojej własnej firmy. Od czasu do czasu pojawiają się sugestie poddania ich nadzorowi regulacyjnemu (odniesienie do amerykańskiej ustawy z 2006 roku o reformie agencji ratingowych). W ich obronie należy zaznaczyć, że agencje wydają opinie aktualne na daną chwilę, a nie gwarancje. Mogą stać się kozłami ofiarnymi. Istotna jest też konsolidacja branży, która pozostawiła jedynie garstkę firm, co rodzi postulat większej konkurencji (Wielka Trójka posiada łącznie 95% rynku). Z kolei pojawia się wątpliwość, czy zbyt duża konkurencja nie doprowadzałaby do zaniżania standardów ocen ratingowych.

Prawda objawiona

Obniżenie oceny (ratingowej) stanowi przypomnienie o ogromnej i pozornie stale rosnącej sile samych **agencji ratingowych.** Bardzo wysoka ocena jest jak smar dla zgrzytającego silnika. Ułatwia każdy aspekt prowadzenia interesów, od zbierania funduszy do przekonywania klientów o wiarygodności działalności firmy. Z kolei obniżenie oceny to przerażające zdarzenie, mogące drastycznie zwiększyć koszt kapitału, a nawet pozbawić firmę możliwości zebrania funduszy. Jak ujął to pewien krytyk dziesiątki lat temu, agencje ratingowe cieszą się niemal „biblijnym autorytetem".

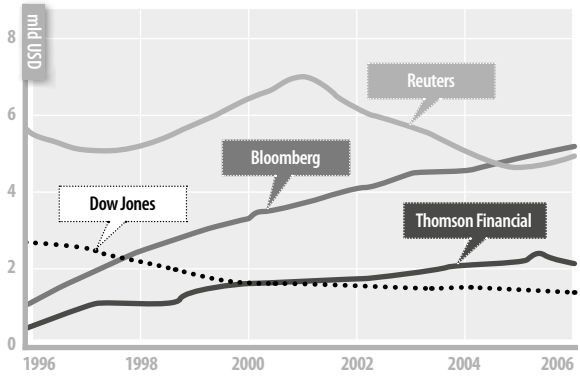
The Geeks Who Rule the World, „Fortune" (wydanie europejskie), 24 grudnia 2001, s. 63

Agencje gwarancyjne funduszy emerytalnych • Pension Fund Guarantee Agencies • Rządowe lub quasi-rządowe agencje (np. amerykańska Korporacja Gwarancji Emerytalnych) ubezpieczające systemy emerytalne spółek o zdefiniowanych świadczeniach. Spółka ubezpiecza się przed deficytem między aktywami *funduszy emerytalnych* a zobowiązaniami z tytułu systemów emerytalnych, które są realizowane natychmiast w sytuacji, gdy spółka bankrutuje. W zamian za opłatę (podobną do składki ubezpieczeniowej), gwarancja zwalnia zobowiązania funduszy emerytalnych z ryzyka niewywiązania się z umowy.

Tymczasem wypłacalne spółki mają obowiązek dopłacać do niekapitałowych zobowiązań. Agencje te zwykle utrzymują się same, ale są też wspierane przez państwo. Często dokonują dużych wypłat w okresie recesji, gdy firmy upadają i/lub rynek przynosi mniejsze zyski (nie tylko aktywa funduszy emerytalnych są mniej warte, ale rośnie też *wartość bieżąca netto* przyszłych wypłat w miarę zmniejszania się zakładanej *stopy dyskonta*).

Agencje informacyjne, finansowe • Financial Information Providers • Agencje dostarczające informacji finansowych, oprogramowania do prowadzenia analiz, narzędzi do prowadzenia sprzedaży oraz wiadomości (w wersji elektronicznej, drukowanej, telewizyjnej i radiowej) poprzez terminale elektroniczne (takie jak Reuters czy Bloomberg) dla prenumeratorów płacących regularne składki (zazwyczaj około 1000–1500 dolarów miesięcznie). Obecnie działają cztery główne agencje informacyjne zaspokajające potrzebę dostępu do informacji finansowych wśród nienasyconych uczestników rynków kapitałowych. Najstarsza z nich to Reuters z siedzibą w Londynie działająca od 1851 roku, kiedy to Paul Julius Reuter zaczął przesyłać informacje o notowaniach akcji na giełdzie pomiędzy Londynem i Paryżem przez nowe połączenie telegraficzne Calais–Dover. Obecnie najpopularniejszą agencją informacyjną jest Bloomberg, która zdołała uzupełnić informację o usługi dostarczane przez potężne skomputeryzowane systemy. Finansowe agencje informacyjne, dzięki zapewnieniu szybkiego i taniego dostępu do informacji milionom uczestników rynku, przyczyniają się do realizacji założeń *hipotezy rynku efektywnego*.

Dostarczyciele informacji finansowej
Przychody



Źródło: „Fortune" (wydanie europejskie), 28 maja 2007, s. 62.

Uzależniony

To jak narkotyk, jak sprzedaż heroiny, po chwili jesteś uzależniony, a oni kręcą się wokół z kablami pod biurkiem, sprzedają i sprzedają. Wszyscy przedsiębiorcy mówią: „Muszę mieć **Bloomberg,** muszę…". To jak kokaina, bo wszyscy muszą go mieć, zgadza się?

Myśli jednego z dyrektorów z Wall Street na temat uzależnienia branży, cytowane w *The Bloomberg,* „Fortune" (wydanie europejskie), 28 maja 2007, s. 64

AIG, znaczenie • AIG, Significance of • AIG była na tyle dużą, powiązaną globalnie amerykańską firmą ubezpieczeniową, że jej potencjalna niewypłacalność w latach 2007–2008 stanowiła zagrożenie dla globalnego systemu finansowego. Konieczność ratowania jej wynikała z doktryny „*zbyt powiązani, by upaść*". Chociaż jej podstawowa działalność ubezpieczeniowa była solidna (w 2009 roku firma ubezpieczała 180 tysięcy podmiotów i zarządzała 7 milionami prywatnych rachunków inwestycyjnych – „Time", 30 marca 2009), jej upadek wynikał z zaangażowania się w skomplikowaną działalność w zakresie instrumentów pochodnych. Większość jej strat (40 miliardów dolarów w 2008) pochodziła z ryzyka związanego ze swapami zabezpieczającymi przed ryzykiem kredytowym (wartości 300 miliardów dolarów). W efekcie firma miała model biznesowy oparty o „wynajmowanie" swego niewątpliwego ratingu kredytowego AAA do zarabiania na gwarantowaniu *ryzyka systematycznego*. To ją naraziło na problemy z każdej strony rynku kapitałowego. Kryzys płynności AIG został wywołany przez klauzule – w niezabezpieczonych swapach chroniących przed ryzykiem kredytowym, przewidujące zabezpieczenie w gotówce, jeśli rating AIG spadnie. Gdy to nastąpiło, AIG stanęłaby przed tsunami niedotrzymanych zobowiązań, gdyby nie mogła *wykazać się gotówką*. Po prawie śmiertelnym doświadczeniu *Lehman Brothers,* rząd USA zdecydował więc, że nie może pozwolić, żeby AIG upadła. W końcu, znaczna część rządowych pieniędzy ratunkowych z Programu Ratowania Zagrożonych Aktywów (*TARP*) została użyta jako zabezpieczenie gotówkowe swapów na zabezpieczenie przed ryzykiem kredytowym (52 miliardy dolarów) oraz pożyczek w papierach wartościowych (43,7 miliarda dolarów) wobec globalnych kontrahentów (patrz tabela). Pieniądze ratunkowe nie zostały więc użyte na pokrycie strat, lecz raczej na zapewnienie płynności. AIG zyskała wątpliwą sławę z jeszcze jednego powodu. W 2009 roku zanotowała największą stratę w historii USA i wtedy przystąpiła do wypłaty premii dla pracowników w wysokości 165 milionów dolarów

bezpośrednio po tym, jak została uratowana dzięki rządowej hojności. To była kropla, która przelała kielich goryczy i wywołała wybuch wściekłości opinii publicznej na praktyki korporacyjne uważane za odpowiedzialne w znacznym stopniu za *kryzys kredytowy lat 2007–2009*.

Środki przekazane na ratowanie firm

Odbiorca	mld USD
Goldman Sachs	12,9
Société Générale	11,9
Deutsche Bank	11,8
Barclays	8,5
Merrill Lynch	6,8
Bank of America	5,2
UBS	5,0
BNP Paribas	4,9
HSBC	3,5
Dresdner Bank	2,6

„Time", 30 marca 2009, s. 16

Zaplątani

Zasięg i stopień wzajemnych powiązań działalności **AIG** jest bardzo rozbudowany i obejmuje klientów na całym świecie od agencji rządowych, korporacji i konsumentów po kontrahentów. Upadek mógłby wywołać reakcję łańcuchową o olbrzymiej skali.

Wewnętrzna analiza AIG, 2009, „Fortune"

Akcja • **Share** • **Stock** • Prawo własności do części (stąd koncepcja „udziału") *kapitału akcyjnego* spółki. Akcje (w amerykańskiej terminologii *stock*) klasyfikować można na wiele sposobów, biorąc pod uwagę szereg różnorodnych czynników. Do najczęściej spotykanych kategorii akcji należą:

- zatwierdzony kapitał akcyjny – maksymalna liczba akcji, jakie mogą zostać wyemitowane bez zwoływania Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy,
- akcje na okaziciela – udziały, w przypadku których jedynym dowodem własności jest fakt fizycznego posiadania świadectwa udziałowego,

- akcje w zarządzie powierniczym – przechowywane na rzecz osób trzecich, dla ułatwienia ich nabywania, zbywania i spełniania powinności *powierniczych*,
- akcje gratisowe – dodatkowe akcje wydawane *akcjonariuszom* proporcjonalnie do ilości dotychczas posiadanych akcji,
- akcje subskrybowane (nie opłacone) – akcje, do pokrycia których już wezwano, ale które nie zostały jeszcze opłacone,
- akcje anulowane – akcje wykupione z rynku przez emitenta w celu całkowitego wycofania ich z obrotu,
- akcje zdematerializowane – akcje, na potwierdzenie których nie istnieją żadne fizyczne świadectwa udziałowe, a jedynie zapisy komputerowe,
- akcje wyemitowane – zatwierdzony kapitał akcyjny będący w posiadaniu inwestorów,
- akcje o wartości nominalnej – akcje posiadające minimalną cenę emisyjną,
- akcje bez prawa głosu – akcje, których posiadanie nie uprawnia do głosowania na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy,
- akcje zwykłe – akcje posiadające prawa głosu i prawo do *dywidendy*,
- akcje własne – akcje odkupione z rynku przez emitenta i przechowywane do czasu ponownej sprzedaży na rynku,
- akcje opłacone – akcje subskrybowane, za które dokonana została zapłata,
- akcje uprzywilejowane – akcje, których posiadaczom przysługują prawa *podporządkowane* w stosunku do praw akcjonariuszy zwykłych,
- akcje imienne – akcje, których dowód posiadania potwierdzony jest w centralnym systemie rejestrowym,
- nadwyżka ze sprzedaży akcji powyżej ich wartości nominalnej – różnica między ceną emisyjną akcji, a jej wartością nominalną,
- podział akcji (split) – podział każdej z wyemitowanych akcji na proporcjonalnie większą liczbę akcji o mniejszej wartości.

Akcje stanowią inwestycję stałą i nie podlegają wykupowi/spłacie (z wyjątkiem przypadków *likwidacji* spółki). Jeżeli inwestor chce wycofać inwestycję, upłynnić swój udział w spółce lub zrealizować *zysk kapitałowy*, sprzedaje swoje akcje innym akcjonariuszom lub na *giełdzie* – w przypadku akcji będących w obrocie publicznym.

Akcja bez prawa do dywidendy • Akcja bez praw • Akcja bez praw poboru • Ex-Dividend • Ex-Rights • Ex-Warrants • Akcja, której nie towarzyszy niedawno wypłacona dywidenda, prawo lub prawo poboru. Te ostatnie zostały już wypłacone lub oddzielone od akcji. W ten sposób akcja będzie sprzedawana wg wartości wewnętrznej, wykluczając wszelką wartość przypisanych do niej instrumentów powiązanych.

Akcja zwykła (Wielka Brytania) • **Ordinary Share** (UK) • Termin oznaczający kapitał *akcyjny* akcjonariusza, stosowany w Wielkiej Brytanii. Patrz *akcje zwykłe*.

Akcje • Udziały • Stocks (USA) • Preferowany w Stanach Zjednoczonych odpowiednik innego angielskiego określenia *shares*. (W Wielkiej Brytanii wyraz „stock" odnosi się do zapasów, a „loan stock" do dłużnych papierów w obrocie). Choć są to synonimy, nie są one używane zamiennie. Od słowa „stock" pochodzą terminy „stock market" (ale nie „share market"), stock broker (nie „share broker") i „stock exchange" (nie „share exchange"). Źródłosłów (za www.etymonline.com) niepewny, być może pochodzi od słowa „trunk" (kufer), w którym składowano zyski niemieszczące się do „money-box" (skarbonki) ok. 1400 roku. W znaczeniu „subskrybowany kapitał korporacji" słowo to jest obecne od 1612 roku.

Humor

Sposobem na zarobienie na giełdzie jest kupienie **akcji**. Potem, jeśli jej wartość wzrośnie, trzeba ją sprzedać. Jeśli nie wzrośnie, nie należy jej kupować!

Will Rogers
Amerykański komik (1879–1935)

Akcje „Blue chip" (slang) • **Blue Chip Stocks** (slang) • *Akcje* dobrze znanych i osiągających znakomite wyniki przedsiębiorstw. Nazwa pochodzi od najlepszych kart w pokerze. Znajdując się w obrocie na *rynku wtórnym,* mogą być z łatwością nabywane i sprzedawane przez inwestorów detalicznych bez wpływu na ich cenę.

Akcje częściowo opłacone • Partly Paid Shares • Akcje zwykłe, które nie zostały w pełni opłacone przez akcjonariuszy. Akcjonariusze mają obowiązek dopłacenia ewentualnych różnic między opłaconą kwotą a *wartością nominalną* akcji. Może to mieć miejsce na przykład, gdy spółka zdecyduje się „wezwać" więcej kapitału lub, w razie bankructwa, wierzyciele nalegają na dopłatę.

Akcje defensywne (żargon) • **Defensive Stock** (vernacular) • Wszelkie solidne, ale nieciekawe *akcje „blue chip"*, które zwykle zachowują większość swojej wartości w przypadku *korekty* na giełdzie. Zwykle dzieje się tak, ponieważ inwestorzy nie mają oczekiwań co do dużego wzrostu ich cen.

Obserwowani

Gdy rynki byka i gospodarki starzeją się, więcej uwagi poświęca się **defensywnym** wzrostowym akcjom dużych firm.

Wypowiedź analityka w „Fortune" (wydanie europejskie), 14 listopada 2005, s. 11

Akcje groszowe (angielski żargon) • **Penny Stock** • **Microcap Stocks** (English vernacular) • Dowolna tania akcja lub udział w kapitale własnym, które zazwyczaj sprzedawane są za mniej niż jeden dolar za akcję, lub które mają niewielką kapitalizację (np. mniej niż 100 milionów dolarów). Takie akcje mogą być oferowane przez przedsiębiorstwa z dobrymi perspektywami rozwoju, lecz z ograniczonymi aktywami oraz z dość krótkim doświadczeniem operacyjnym (patrz *rynek alternatywny*). Obrót zazwyczaj ogranicza się do transakcji *pozagiełdowych* z wysoką marżą (np. +10%). Ponadto, takie akcje znajdują się często poza zakresem regulacji dotyczących ujawniania informacji finansowych. Mimo, iż akcje groszowe może i znajdują swoje uzasadnienie, ich niska cena (za 1000 dolarów można kupić bardzo dużo akcji) oraz szanse na wysoki zysk (wzrost o 5 centów ceny akcji, która kosztowała 10 centów daje 50% zysku) sprawia, że stają się bardzo atrakcyjne dla naiwnych oraz zachłannych inwestorów, szukających szybkich i łatwych zysków. Wszystkie te czynniki sprawiają, że akcje groszowe są bardzo podatne na spekulacje oraz na wahania. Ponadto, akcje groszowe wykorzystywane są często w oszustwach, takich jak strategia sztucznego pompowania cen, dokonywanych obecnie za pomocą Internetu. Innym powodem pojawiania się akcji groszowych są trudne sytuacje finansowe poprzednio solidnych przedsiębiorstw (patrz *upadły anioł*). Jeśli cena akcji spadnie poniżej jednego dolara, z reguły oznacza to przekroczenie psychologicznego punktu.

Akcje kontrowersyjne • **Battleground Stock** • Akcje, co do których toczy się gorąca dyskusja analityków, prawdopodobnie z powodu niesprawdzonego modelu działalności spółki lub nieprzetestowanej technologii. Inwestorzy otrzymują rozbieżne opinie różnych *analityków,* bez konsensusu. Takie akcje są *spekulacyjne*.



Akcje o ograniczonych prawach • **Restricted Shares/Stock** • Akcje, których nie można sprzedać przez pewną liczbę lat. Są czasem przekazywane pracownikom zamiast *opcji na akcje*.

Akcje oparte na kredycie zaufania (slang) • **Faith Stock** (slang) • Akcje spółki, do której inwestorzy mają długoterminowe zaufanie, mimo braku jakichkolwiek wymiernych dowodów wyników finansowych w krótkiej perspektywie czasu. Może to wynikać z szacunku dla nazwy spółki, jej renomy czy kierownictwa, jej trwałości lub pozycji na rynku. Termin ten jest raczej negatywny i sugeruje, że niewiele uzasadnia cenę akcji, oprócz pewnych przejściowych oczekiwań. Wyceny rynkowe – stosownie do tego są zwykle niskie.

Sceptycy

Akcje spółki Goldman Sachs są w pewnym sensie **oparte na kredycie zaufania**. A sceptycy z Wall Street nie chcą przyjmować niczego na wiarę. Dlatego cena akcji Goldmana, jak podobnych spółek, jest zwykle niewielką wielokrotnością zysków i wartości księgowej.

„Fortune" (wydanie europejskie), wrzesień 2004, s. 49

Akcje oznaczone • **Tracking Stock** • Seria *akcji* jednostki dominującej pozwalająca na wyodrębnienie *zysku* osiągniętego przez określony oddział lub jednostkę zależną (w języku angielskim, prócz nazwy podanej w tytule hasła, akcje takie określa się również jako „letter stock" lub „targeted stock"). Akcje oznaczone mogą zostać rozdzielone między akcjonariuszy jednostki dominującej, albo wyemitowane w formie *pierwotnej oferty publicznej*. Jednostce dominującej przysługuje prawo własności, czerpania pożytków i kontroli nad działalnością jednostki zależnej. Tym niemniej, zyski obu spółek wykazywane są odrębnie i można je przypisać konkretnym akcjom oznaczonym. W ten sposób, z prawnego punktu widzenia, akcjonariusze mają udziały w spółce matce, lecz ich uprawnienie do dywidendy zależne jest od wyników określonej działalności. To z kolei pozwala na dokonanie odrębnej wyceny obu serii akcji na *rynku giełdowym,* według odnośnych *wskaźników cena/zysk*. Emisja akcji oznaczonych często jest wstępnym krokiem do zbycia jednostki zależnej lub stworzenia „waluty nabywczej" w celu dokonania określonego zakupu. Jednocześnie, sytuacja taka pozwala jednostce dominującej i zależnej cieszyć się wspólnymi korzyściami, jak np. efekt synergii operacyjnej, straty podatkowe, czy ocena kredytowa. Akcje oznaczone to wynalazek spółki General Motors (USA), po inwestycji w spółkę Electronic Data Systems w 1984 roku oraz spółkę Hughes Electronics, dwie spółki o zdecydowanie innych cechach w porównaniu z branżą samochodową. Ostatecznie oba podmioty zostały zbyte po tym, jak spółka GM powróciła do swojej działalności podstawowej. Koncepcja akcji oznaczonych stała się modna u szczytu notowań giełdowych w 1999 i 2000 roku, ponieważ wiele spółek poszukiwało sposobów na uzyskanie wysokiej wyceny z tytułu działalności związanej z internetem o wysokiej relacji ceny do zysku. Od tego czasu popularność tego rozwiązania zaczęła spadać. Patrz również *restrukturyzacja przedsiębiorstwa* i *częściowa sprzedaż udziałów mniejszościowych*.

Akcje uprzywilejowane • **Preferred Stock** (USA) • **Preference Shares** (UK) • *Akcje*, których posiadacze mają pierwszeństwo w stosunku do posiadaczy *akcji zwykłych* przy wypłacie *dywidendy* oraz w przypadku *likwidacji* przedsiębiorstwa. Akcje uprzywilejowane należą do *papierów wartościowych* o charakterze mieszanym: posiadają pewne atrybuty instrumentów *dłużnych* (stała stopa odsetek lub określony *wskaźnik wypłaty* dywidendy) oraz cechy charakterystyczne dla kapitału (roszczenia z nich wynikające są *podrzędne* w stosunku do roszczeń wierzycieli w przypadku likwidacji; nie wiążą się z nimi zobowiązania spłaty rat kapitałowych, ani *tarcze podatkowe*). Często jednym z przywilejów związanych z tym rodzajem akcji jest możliwość ich wymiany na akcje zwykłe. Akcje uprzywilejowane umożliwiają inwestorom uczestniczenie w zyskach przedsiębiorstwa, jednocześnie zapewniając im pewien margines bezpieczeństwa i przewidywalną stopę zwrotu.

Akcje uprzywilejowane (co do głosu) • **Dual-Class Shares** • Spółki posiadają dwie klasy *akcji*: z prawem głosu i bez tego prawa. Akcje bez prawa głosu zwykle znajdują się w posiadaniu inwestorów publicznych i dostarczają większą część kapitału. Głosowanie, w którym biorą udział *inwestorzy instytucjonalni* lub *strategiczni*, zapewnia *nadzór* oraz ma najwięcej do powiedzenia w zakresie *ładu korporacyjnego*. Choć systemy akcji uprzywilejowanych są niezgodne z podstawowmi zasadami *praw własności* („jeśli coś posiadam, powinienem mieć nad tym kontrolę"), są one wykonalne, gdy ogółowi inwestujących bez prawa głosu jest wygodniej „przyłączyć się do zabawy" dzięki zaufaniu do osób posiadających akcje z prawem głosu. Może to się zdarzyć, gdy strona kontrolująca postrzegana jest jako szczególnie silna i posiadająca dobre koneksje. Dobrze znanym przykładem systemu akcji uprzywilejowanych jest Szwecja, gdzie dynastia rodu Wallenbergów kontroluje wiele dużych spółek za pośrednictwem swojej spółki holdingowej, która wykorzystuje akcje uprzywilejowane do wykorzystania swoich wpływów. Kolejnym przykładem jest Google, którego założyciele posiadają 10 razy więcej praw głosu niż inwestorzy z zewnątrz. Ostatnim przykładem może być wiele gazet (np. „New York Times"), które starają się uchronić niezależność redakcji od krótkotrwałych presji rynku. Jako że inwestorzy wewnętrzni mogą nieuchronnie ulegać pokusie przedkładania interesów własnych nad interesy inwestorów z zewnątrz, akcje uprzywilejowane co do głosu stanowią ostrzeżenie: akcjonariusze bez prawa głosu mogą się sparzyć.

Akcje w obrocie • **Free Float (Shares)** • Wyemitowane i będące w obrocie akcje przedsiębiorstwa znajdujące się w rękach inwestorów, którzy aktywnie nimi handlują lub są gotowi handlować nimi na rynku. Jest to przeciwieństwo dużych pakietów posiadanych przez inwestorów strategicznych albo instytucjonalnych, którzy nie zamierzają ich sprzedawać. Sensowna ilość – powiedzmy +/- 25% akcji w obrocie – jest konieczna zarówno dla ich rzetelnej wyceny, jak i *płynności*. Jej brak oznacza, że sprzedający czy kupujący akcje w dużych ilościach będą wywoływać tendencję do zmiany ceny rynkowej poprzez własne transakcje. Inwestorzy instytucjonalni, których portfel inwestycyjny jest automatycznie związany ze wskaźnikami giełdy, są szczególnie wrażliwi na ilość akcji w obrocie. Przeciwieństwo *kapitalizacji rynkowej*.

Akcje wyemitowane • **Outstanding Shares** • Akcje, które zostały wyemitowane i pozostają w rękach inwestorów. Inne terminy to: *akcje własne* (które zostały wyemitowane, ale nie są w rękach inwestorów) oraz zatwierdzony kapitał akcyjny, czyli maksymalna ilość akcji, jaka może zostać wyemitowana zgodnie z postanowieniami *walnego zgromadzenia akcjonariuszy*. Jeżeli pomnożymy

akcje w obrocie przez ich cenę jednostkową, otrzymamy wartość zwaną *kapitalizacją rynkową* spółki.

Akcje wzrostowe • **Growth Stocks** • Akcje spółki rozwijającej się szybciej pod względem zysków i/lub przychodów niż podobne firmy w tej branży lub ogół rynku. Spółki takie zwykle wypłacają niskie *dywidendy* lub nie wypłacają ich wcale, preferując *reinwestowanie* dochodów celem sfinansowania dalszej ekspansji. Zwykle cechuje je wysoki *wskaźnik cena-zysk*.

Akcje założycielskie • **Founders' Stock** • Akcje wyemitowane dla założycieli spółki, zazwyczaj po cenie niższej, niż cena płacona przez innych inwestorów.

Akcje zwykłe (USA) • **Common Stock** (USA) • Udział *akcjonariuszy* zwykłych w *kapitale akcyjnym* przedsiębiorstwa. Akcje zwykłe są zazwyczaj uprzywilejowane co do głosu na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, a ich posiadaczom przysługuje prawo do każdej ogłoszonej *dywidendy*, w kwocie proporcjonalnej do liczby posiadanych akcji. Pod względem *kolejności zaspokajania roszczeń* w przypadku likwidacji spółki, akcjonariusze zwykli znajdują się za wierzycielami/kredytodawcami i zazwyczaj *akcjonariuszami uprzywilejowanymi*. Liczba akcji zwykłych, jakie przedsiębiorstwo może wyemitować, ograniczona jest do wysokości *kapitału zatwierdzonego (statutowego)*. Choć akcje zwykłe posiadają określoną *wartość nominalną*, jej znaczenie jest czysto formalne. Z kolei ich *wartość rynkowa* kształtowana jest przez siły popytu i podaży na *rynku giełdowym*.

Akcjonariat pracowniczy • **Employee Stock Ownership Plan** • **ESOP** • Często spotykane świadczenie pracownicze, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych, pozwalające pracownikom stać się posiadaczami akcji na korzystnych warunkach. Pracownikom pozwala się na zakup akcji pracodawcy po cenie niższej od rynkowej i trzymanie ich w specjalnie wydzielonym funduszu. Pracodawca dotuje zakup akcji oraz pokrywa koszty administracji funduszu powierniczego. W końcu pracownicy kwalifikują się (dzięki wynikom w pracy lub stażowi pracy) do otrzymania akcji. W międzyczasie, dopóki akcje pozostają w funduszu, rząd zwalnia z opodatkowania wszelkie korzyści oraz wszelkie dochody z tych akcji. Programów akcjonariatu pracowniczego nie należy mylić z programami wynagrodzenia w postaci akcji. Mają one raczej na celu zachęcanie do długofalowego oszczędzania i udostępnienie pracownikom udziałów w przedsiębiorstwie, co sprzyja zbieżności celów. Jednakże jako prywatny *fundusz emerytalny* są mało zdywersyfikowane i mogą być narażone na straty, jak stało się to w przypadku pracowników Enronu.

Akcjonariusz krótkoterminowy nastawiony na szybki zysk • **Transient Shareholding** • Klasa akcjonariuszy, nastawionych na trzymanie akcji przez relatywnie krótki okres (np. mniej niż rok). Tacy inwestorzy najczęściej poszukują szybkiego zysku, w przeciwieństwie do strategii „kup i trzymaj". Są zazwyczaj mniej cierpliwi i kładą nacisk na wyniki krótkoterminowe. Niektórzy uważają, że tacy inwestorzy nie są prawdziwymi interesariuszami i nie powinni zasługiwać na prawa głosu. Jednakże, większość przepisów korporacyjnych stanowi, że prawa akcjonariusza są bezwarunkowe. Bez względu na to, czy inwestor wiąże się na krótki, czy długi okres, przysługują mu te same prawa.

Akcjonariusze • **Shareholders** • Inwestorzy będący współwłaścicielami spółki akcyjnej z tytułu posiadania jej *akcji.* Patrz *kapitał własny, relacje inwestorskie, prawa akcjonariuszy.*

Akcjonariusze imperialistyczni (żargon) • **Imperial Shareholders** (vernacular) • Dramatyczne określenie autorstwa prawnika z Wall Street przedstawiające zbyt daleko idącą ingerencję zwykle zdrowego *aktywizmu akcjonariuszy*. Czy bezproduktywne wtrącanie się, ujmując to jego słowami, może zakończyć się nieefektywnym „zarządzaniem przez referendum"? (*Owner Drivers*, „The Economist", 2 czerwca 2007, s. 13). Jeszcze inna obawa może wynikać z tego, że poszczególne grupy akcjonariuszy mające wspólne interesy będą realizować swoje własne plany, które są sprzeczne z interesami większości akcjonariuszy. Wyróżnia się trzy grupy aktywnych akcjonariuszy, którzy często rzeczywiście utrudniają zadania zarządom:

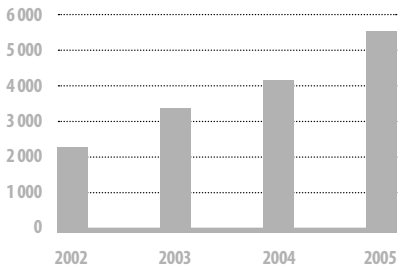
- „Wilcze" *fundusze hedge* ze skrajnie krótkoterminową perspektywą,
- „Społecznicy" ze skłonnościami anty-biznesowymi, jak np. „zielona agenda",
- „Asertywne" podejście do ładu korporacyjnego oparte na nieufności i podejrzliwości wobec zarządu.

Nazwa „imperialistyczny" sugeruje przesadną i niekontrolowaną władzę monarchy. Być może analogia ta nie jest do końca trafna, biorąc pod uwagę, że prawdziwy lęk spowodowany jest „nadmiarem" demokracji w dobrych intencjach, która jednak blokuje cały system. Przypuszczalnie, akcjonariusze pragną dobrego kierownictwa i niezależnej rady nadzorczej, którzy zajęliby się prowadzeniem działalności. Jednak chcą także rozumieć, zatwierdzać i nadzorować działalność swoich przedstawicieli (patrz *Konflikt w stosunkach agencyjnych*). Tutaj trzeba więcej demokracji, nie mniej.



Akcyjne instrumenty pochodne • **Equity Derivative** • Szeroka kategoria *instrumentów finansowych*, których wartość częściowo uzależniona jest od wartości jednego lub więcej bazowych papierów wartościowych. Uczestnicy rynku obracają instrumentami pochodnymi, aby w ten sposób przenieść lub przekształcić określone ryzyka związane z walorami bazowymi. W ten sposób mogą się zabezpieczyć lub spekulować. Opcje są zdecydowanie najpopularniejszym akcyjnym instrumentem pochodnym. Poza tym jest jeszcze wiele różnych rodzajów akcyjnych instrumentów pochodnych, którymi również się aktywnie obraca. Patrz również *opcja na indeks giełdowy*.

Akcyjne instrumenty pochodne
Zaległe miliardy



Źródło: Międzynarodowe Stowarzyszenie Dealerów Swapowych, „Financial Times", 16 marca 2006, s. 31

Akredytowany inwestor (żargon) • **Accredited Investor** (vernacular) • Osoby prywatne, które są wystarczająco bogate (przykładowo inwestują 1 milion dolarów) i wyrafinowane, aby działać samodzielnie, bez nadzoru regulatorów rynku. Są podstawowymi inwestorami poprzez spółki z ograniczoną odpowiedzialnością w funduszach hedgingowych.

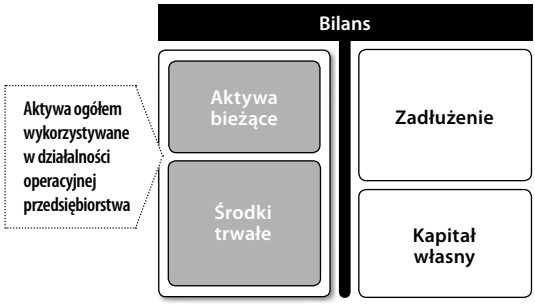
Aktualizacja wyceny do wartości rynkowej (żargon) • **Mark-to-market** (vernacular) • Dopasowywanie wartości bilansowych aktywów w obrocie do ich wartości rynkowych w dniu sprawozdania. Wszelkie zmiany wobec wcześniejszego okresu sprawozdawczego przechodzą przez rachunek zysków i strat jako niezrealizowane zyski lub straty. Zgodnie z międzynarodowymi standardami rachunkowości, taka wycena papierów będących w obrocie jest metodą zakazaną. Patrz *Kompendium terminów z zakresu rachunkowości po polsku i angielsku*.

Aktualna wartość pieniężna • **Today's Money** • Korekta wartości *nominalnych* zawartych w kosztach historycznych odzwierciedlająca wpływ inflacji na *rzeczywistą* wartość w aktualnej wartości pieniężnej. Weźmy przykład sprzedaży za 7 milionów dolarów składnika aktywów, który został nabyty za 5 milionów dolarów 5 lat temu. Czy zarobiliśmy na tej transakcji przyjmując, że inflacja wynosiła średnio 5% rocznie? Odpowiedź uzyskamy przeliczając historyczny koszt wynoszący 5 milionów dolarów na aktualną wartość pieniężną.

Aktualna wartość pieniężna	
Kalkulacja	**Przykładowa wartość w mln USD**
Koszt początkowy (historyczny)	5
Wartość według aktualnej wartości pieniężnej po 7 latach (*)	10
Cena sprzedaży według aktualnej wartości pieniężnej	12
Zysk nominalny: 12 mln – 5 mln	7
Zysk w kategoriach realnych	2
(*) korzystając z *reguły 72:* pieniądze podwajają wartość co 7,2 roku (tzn. 72/10 = 7,2), przy odsetkach złożonych według stopy procentowej wynoszącej 10%	

Aktywa operacyjne netto • **Net Operating Assets** • Całkowity kapitał wykorzystywany w przedsiębiorstwie, obejmujący *aktywa trwałe* (po odliczeniu umorzenia) i *aktywa bieżące*. Wartość ta jest równa łącznej kwocie *kapitału wykorzystywanego,* czyli sumie *kapitału własnego*, *zadłużenia* i *zobowiązań bieżących*.

Aktywa operacyjne netto



Aktywizm akcjonariuszy • **Shareholder Activism** • Większa gotowość *akcjonariuszy* w zakresie egzekwowania swoich praw w dużych korporacjach notowanych na giełdzie. Prawa te obejmują przede wszystkim wyznaczanie odpowiednich przedstawicieli do rad nadzorczych, którzy z kolei będą wymagać od kierownictwa *tworzenia większej wartości* dla akcjonariuszy. Ponadto, często grupy określonych interesów – np. eko-lobbyści – wykorzystują swój symboliczny udział w przedsiębiorstwie do bronienia na *zgromadzeniu wspólników* własnych interesów. W razie konieczności akcjonariusze są również gotowi iść do sądu.



Zazwyczaj akcjonariusze okazywali swoje niezadowolenie sprzedając akcje posiadanych spółek, którymi byli rozczarowani. Jednakże występujące obecne trendy większej *przejrzystości*, potężniejszych *inwestorów instytucjonalnych*, wyższych standardów *ładu korporacyjnego* oraz większej *odpowiedzialności* zarządów, mobilizują akcjonariuszy do asertywności. Patrz też *fundusze/akcjonariusze-aktywiści*.

Amerykański Kwit Depozytowy • American Depository Receipt • ADR • *Instrument finansowy* dający amerykańskim inwestorom prawo do handlu akcjami zagranicznych emitentów, bez prawa posiadania tych akcji. Kwity ADR pozwalają zagranicznym emitentom być uczestnikami amerykańskiego *rynku kapitałowego* pomimo, że ich walory nie są notowane na *giełdzie papierów wartościowych* w USA. Akcje znajdują się w depozycie *departamentu powiernictwa* banku, który za opłatą wystawia ADR inwestorom w USA. Wartość ADR jest pochodną wartości akcji, na podstawie których został wydany kwit depozytowy.

Analitycy giełdowi • Securities Analysts • Zawodowi analitycy specjalizujący się w ocenie wartości *papierów wartościowych.* Ich praca polega przede wszystkim na śledzeniu kursów akcji, badaniu zależności, studiowaniu i analizie wyników przedsiębiorstw oraz prowadzeniu doradztwa w zakresie obrotu akcjami notowanymi na *giełdzie.* Analitycy zazwyczaj legitymują się gruntowną wiedzą z zakresu rachunkowości, finansów lub branży spółek, w analizie których się specjalizują. W *analizie kapitałowej* analitycy wykorzystują zarówno tzw. analizę fundamentalną (oceniającą rzeczywistą wartość badanych aktywów i prognozy rentowności), jak i analizę techniczną (oceniającą sytuację na rynku). Trafność ich prognoz musi być na tyle dokładna, aby korzystający z ich usług inwestorzy osiągnęli zysk. Ponadto w swojej pracy analitycy muszą się liczyć z szeregiem innych uwarunkowań. Ponieważ analizowane spółki są dla nich również źródłem informacji (patrz *wskaźnik dla analityków*), analitycy unikają posunięć, które mogłyby je do nich zrazić (stąd rekomendację określaną jako „neutralna/trzymać akcje" interpretuje się jako sygnał do natychmiastowej sprzedaży). Analitycy są również narażeni na presję ze strony gwarantów emisji z banku inwestycyjnego (gdzie często pracują), aby wystawić akcjom pozytywne rekomendacje. Ze względu na powyższe naciski, analityków papierów wartościowych powinna cechować wysoka etyka zawodowa, jeżeli inwestorzy mają pokładać w nich zaufanie i płacić za ich usługi. Dobrze ugruntowana reputacja na rynku giełdowym zapewnia analitykowi znaczący wpływ i doskonałe wynagrodzenie. Analityk nie cieszący się dobrą opinią może przy pomocy swojego doradztwa próbować sztucznie podnieść cenę akcji. Doradzanie innym, jak mają ulokować swoje pieniądze, często rodzi pytanie: „Skoro jesteś taki mądry, to dlaczego sam nie jesteś bogaty?" Patrz również *hipoteza rynku efektywnego, Graham, ulica.*

Wszyscy patrzą optymistycznie

Hossa z większości analityków uczyniła sprzedawców. W sytuacji, gdy ceny akcji stale rosną, inwestorzy coraz mniejszą wagę przywiązują do poziomu analiz. Prowadzi to do coraz większego skupiania się przez analityków na wysokich wynagrodzeniach z tytułu gwarantowania emisji, zamiast na dokonywaniu prawdziwych analiz.

Mike Palmer, kanadyjski analityk giełdowy, cytowany w *Radical Idea: Sell the Truth*, „McLean's Magazine", luty 2001

Analityczny paraliż (żargon) • **Analysis Paralysis** • **Paralysis by Analysis** (vernacular) • dokonywanie zbyt wielu obliczeń i analiz w obliczu konieczności podjęcia decyzji oraz działania. Prawo malejących zwrotów dotyczy wszystkiego, nawet czasu przeznaczonego na rozmyślania.

Załatw to wreszcie!

W biznesie nie ma nic ważniejszego od szybkiego załatwiania spraw.

Joseph Addison (1672–1719)

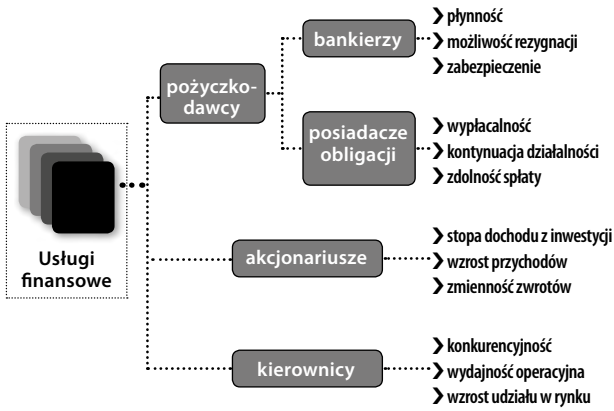
Analiza finansowa • **Financial Analysis** • Sposób rozumowania wymagany dla zrozumienia działalności gospodarczej przedsiębiorstwa, jego branży, przedstawionych w *sprawozdaniu finansowym* wyników oraz różnych rodzajów *ryzyka*. Wiele z tych zagadnień wymaga zagłębienia się w rachunkowość. Konieczność tę doceniał wybitny analityk, Benjamin *Graham* (co tak relacjonuje J.C. Lowe: „Choć Ben nie miał żadnego formalnego wykształcenia w zakresie rachunkowości, zaczął zgłębiać ciemne tajemnice ksiąg, aż w końcu potrafił przejrzeć zawarte w nich sztuczki"). Analiza finansowa umożliwia przejście od nieprzetworzonych danych do podjęcia konkretnych decyzji i działań. Polega ona często na upraszczaniu, porównywaniu, przedstawianiu informacji w wymiarze ilościowym, jakościowym oraz sporządzaniu *prognoz*. Ostatecznym jej celem jest wyciągnięcie wniosków sprowadzających rzeczywistość finansową danego przedsiębiorstwa do jednoznacznego wartościującego stwierdzenia: sytuacja przedstawia się dobrze lub źle. Analiza finansowa uwzględnia również sytuację rynkową i warunki konkurencyjne, jako poziom odniesienia do porównań badanego przedsiębiorstwa z jego odpowiednikami na rynku.

Skupiona uwaga

Fortune: Skąd bierze Pan pomysły?
Buffett: Po prostu czytam. Cały dzień. To znaczy, włożyliśmy 500 milionów dolarów w spółkę PetroChina (którą sprzedaliśmy po pięciu latach za 4 miliardy). A ja jedynie **przeczytałem sprawozdanie roczne**.

Technika analizy finansowej Warrena Buffetta cytowana w artykule *What Warren Thinks*, „Fortune", 28 kwietnia 2008, s. 27

Analiza finansowa: skupienie na użytkowniku



Analiza finansowa: rodzaje



Analiza finansowa podatków • **Taxes, Financial Analysis of** • Podatki (przede wszystkim podatek VAT oraz podatek dochodowy – patrz *Kompendium terminów z zakresu rachunkowości po polsku i angielsku*) to koszty prowadzenia

działalności gospodarczej. Szczególnym aspektem podatków jest fakt, iż nie ma wyraźnego obustronnego porozumienia (ponieważ usługi rządowe są dobrem publicznym) i ich koszt jest narzucany na zasadzie honorowego systemu rozliczenia własnego. Obydwa aspekty sprzyjają minimalizacji podatków w różnym stopniu, zaczynając od zgodnego z prawem planowania zobowiązań podatkowych do nielegalnego uchylania się od podatków. Analitycy finansowi opracowujący szczegółowe analizy inwestycyjne mogą brać pod uwagę wiele czynników odnoszących się do podatków. Po pierwsze, pragną upewnić się, iż nie ma jakichkolwiek *ukrytych należności* z nieprawidłowo zadeklarowanego dochodu, które mogły być zakwestionowane przez organa podatkowe. Następnym problemem jest *jakość zysków* . Jeśli organa podatkowe nie uznają istnienia dochodów podlegających opodatkowaniu, dlaczego inwestorzy mają to robić? Dlatego też, niektórych analityków satysfakcjonuje fakt podatków do zapłacenia (patrz cytat poniżej). Może też zaistnieć potrzeba przewidywania przyszłych przepływów gotówkowych w celach szacunkowych. Jeśli o to chodzi, zgodnie z „metodą należności" księgowania podatku odroczonego, podatek dochodowy firmy może być rozbity na elementy gotówkowe i bezgotówkowe:

Składniki podatku dochodowego – metoda należności						
1		**2**		**3**		**4**
Koszt podatku	=	Podatek podlegający zapłacie	+	odroczone zobowiązanie podatkowe	-	Aktywa z tytułu podatku dochodowego odroczonego

1. Koszt podatku dochodowego zaznaczony na deklaracji podatkowej pod GAAP/IFRS
2. Płatne podatki pieniężne wg ustawowej stawki stosowanej przy dochodach podlegających opodatkowaniu przy danym rozliczeniu z fiskusem.
3. Przyszłe podatki płatne wg ustawowych stawek podatkowych opartych na odwróceniu różnic okresowych.
4. Powstaną oszczędności na przyszłych podatkach poprzez odwrócenie różnic czasowych oraz w momencie kiedy wejdą w życie ulgi podatkowe.

Jedną z ciekawostek księgowania podatku odroczonego jest możliwość pokazania relacji pomiędzy ustawowymi stawkami podatku a rzeczywistymi stawkami (zadeklarowany koszt podatku dochodowego jako procent zadeklarowanego dochodu przed podatkiem). Zgodnie z rachunkowością kasową, firma może płacić 10% podatków pieniężnych w momencie, kiedy stawka wynosi np. 40%. Czytelników na pewno zastanowi to, dlaczego jest taka różnica. Obywatele mogą też czuć niechęć do wszystkiego, co wydaje się być korzystnym podejściem z punktu widzenia podatków dla firmy. Zgodnie z księgowością podatków odroczonych, jakiekolwiek różnice okresowe (np. przy użyciu przyśpieszonej amortyzacji podatkowej) będą włączone do sumy kosztu podatku dochodowego. Tylko stałe różnice (odnoszące się do dochodu podlegającemu opodatkowaniu

w zeznaniach podatkowych a dochodu w sprawozdaniu finansowym) wpłyną na rzeczywiste stawki podatku. Takie różnice będą uzgodnione w przypisach do sprawozdania finansowego. Jednakże podatki odroczone mogą stworzyć nieprawidłowy obraz rzeczywistości finansowej, co będzie wymagało modyfikacji analitycznej, aby zmienić odroczoną należność, która nie zostanie zapłacona, w quasi-majątek w bilansie.

Zapłata należności

Nie podobają mi się firmy płacące bardzo niskie podatki, ponieważ jest to znak, iż któregoś dnia władze podatkowe dobiorą się do nich, bądź zyski firmy są wyolbrzymiane.

Jean-Marie Eveillard, ceniony manager funduszu inwestycyjnego na Wall Street, „Fortune" (wydanie europejskie), 25 czerwca 2007, s. 41

Analiza fundamentalna • Fundamental Analysis • Metoda wyceny akcji skupiająca się na badaniu potencjału przedsiębiorstwa do generowania zysków. Aby prognozować wartość akcji na bazie „racjonalnych" podstaw, w szerokim zakresie opiera się ona na analizie sprawozdań finansowych. Uwzględnia się takie mierniki, jak perspektywy konkurencyjności na rynku, zyski i dywidendy. Wpływ zarządzania, nowe osiągnięcia technologii oraz warunki ekonomiczne również brane są pod uwagę. Podejście to różni się od *analizy technicznej,* która koncentruje się na wartości akcji postrzeganej przez rynek, próbując przewidzieć ceny akcji na podstawie rynkowych sił podaży i popytu.

Analiza jakościowa a ilościowa • Qualitative versus Quantitative Analysis • Przeciwstawne podejścia do papierów wartościowych oraz oceny wyników. Analiza jakościowa skupia się na niefinansowych wskaźnikach efektywności, takich jak reputacja, morale pracowników, jakość kadry, lojalność klientów itd. To zazwyczaj są główne wskaźniki przyszłych rezultatów ilościowych. Analiza ilościowa skupia się na wymiernych *finansowych wskaźnikach efektywności,* takich jak zysk, ROCE (Return on Capital Employed – zwrot na kapitale zaangażowanym) itd., które są wskaźnikami opóźnionymi. Kompleksowa ocena będzie zawierać obydwa komponenty.

Analiza kapitałowa • Equity Analysis • Rodzaj specjalistycznej *analizy finansowej* skupiający się na wycenie akcji. Przez ustalenie rzeczywistej *wartości ekonomicznej* akcji i porównanie jej z bieżącą *wartością rynkową,* inwestorzy liczą na zrealizowanie *zysków kapitałowych* w momencie, gdy *rynek giełdowy* rozpozna

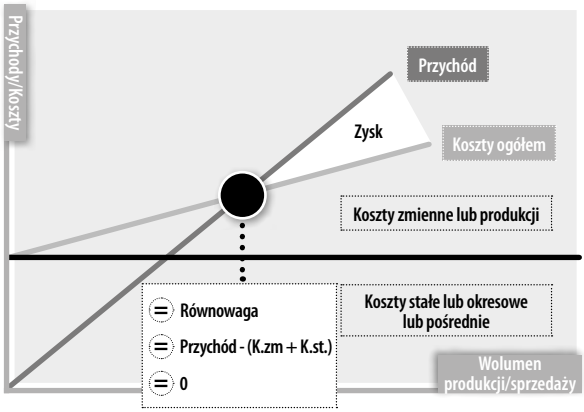
faktyczną wartość akcji. Patrz również *hipoteza rynku efektywnego, Graham, analiza papierów wartościowych* i *analitycy giełdowi.*

Analiza koszt-wolumen-zysk • Cost-Volume-Profit Analysis • CVP Analysis • Badanie relacji między zmianami w wielkości produkcji a zmianami w wysokości całkowitych *przychodów* ze sprzedaży, *kosztów* i *zysku* netto. Analiza taka szuka odpowiedzi na pytanie, jaki wpływ na *wyniki finansowe* mają wahania wielkości produkcji. Jest ona skutecznym narzędziem wspomagającym podejmowanie decyzji w rachunkowości zarządczej. Przedsiębiorstwa często ponoszą porażkę w wyniku niezrozumienia, jak w praktyce funkcjonują te relacje (np. ponosząc z góry pewne koszty stałe, których nie da się odzyskać).

Oto niektóre przykłady zastosowań analizy koszt-wolumen-zysk:

CVP zna odpowiedź	
Dziedzina	**Przykładowe pytania**
Strategia cenowa	• Jaki wpływ na kwotę zysku będzie mieć zmiana ceny?
Nakłady inwestycyjne	• Jaka jest wielkość sprzedaży wymagana do pokrycia dodatkowych kosztów stałych?
Taktyki sprzedaży	• Czy pracownicy działu sprzedaży powinni otrzymywać stałą pensję, czy prowizję od sprzedaży?

Analiza koszt-wolumen-zysk



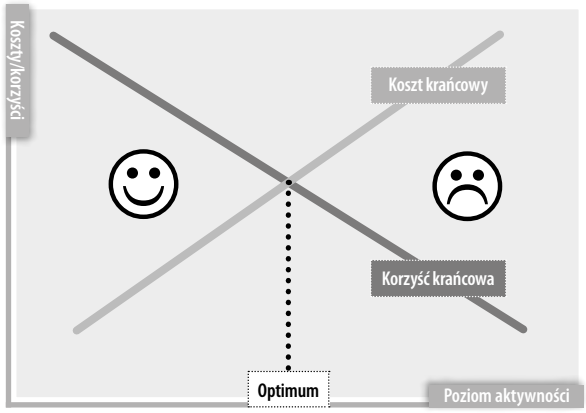
Źródło: „The Economist", 12 lutego 2005

Stopień złożoności analizy koszt-wolumen-zysk zależy przede wszystkim od przyjętych ram czasowych. W krótkim okresie, większość relacji w funkcjonowaniu

przedsiębiorstwa to relacje stałe. Relacje w długim okresie są bardziej zmienne, przy czym najbardziej wrażliwa na zmiany wielkości sprzedaży jest rentowność. Ponadto, charakter popytu na dany produkt może ulec zmianie pod wpływem czynników nie związanych z ceną (jak np. wzornictwo, promocja, opakowanie). Patrz również *korzyści skali.*

Analiza koszty-korzyści • **Cost-Benefit Analysis** • Porównanie istotnych kosztów z odpowiadającymi im korzyściami w celu kwantyfikacji zysku lub ostatecznej korzyści finansowej. W przedsiębiorstwie szacowaniem zysków i ryzyka dla określenia korzyści płynących z alternatywnych decyzji zajmuje się rachunkowość zarządcza. Zadanie to można wykonać mierząc atrakcyjność poszczególnych alternatyw wydatków operacyjnych lub nakładów inwestycyjnych. Należy realizować te projekty, w których korzyści przekraczają koszty, gdyż pozwoli to osiągnąć cel działalności, czyli maksymalizować zysk. Maksymalizacja zysku występuje w punkcie, gdzie krańcowy przychód równa się krańcowemu kosztowi. Należy pamiętać, że takie podejście każe ignorować koszty poniesione nieodwołalnie i stałe, które nie ulegają zmianie.

Analiza koszty – korzyści



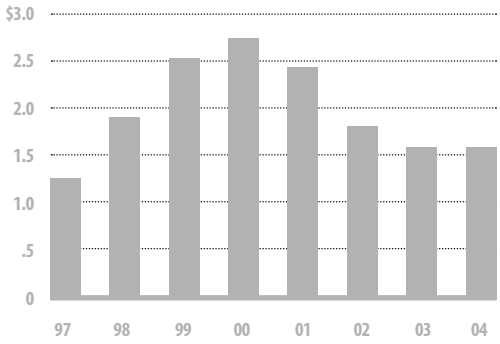
Analiza liczbowa (slang) • **Run the Numbers** (slang) • Sprawdzenie opłacalności oferty handlowej przez przełożenie zawartej w niej informacji na kwoty wymaganych wydatków i szacunkowych zysków. Kalkulacja taka może obejmować sporządzenie *budżetu* lub *prognozy*. W tym kontekście menedżer może powiedzieć: „Ten pomysł wygląda na ciekawy – przeanalizujmy liczby i sprawdźmy, ile by to faktycznie kosztowało". Analityk może z kolei powiedzieć: „Dopóki nie zrobimy analizy liczbowej dla różnych wersji rozwoju wydarzeń, kwota szacunkowego zysku na jedną akcję pozostaje niepewna".



Analiza papierów wartościowych • **Securities Research** • Jedna z *usług finansowych* oferowanych przez biura maklerskie, banki *inwestycyjne* lub banki komercyjne, polegająca na udzielaniu inwestorom rekomendacji inwestycyjnych na temat notowanych *akcji.* Rekomendacje takie oparte są zazwyczaj na *analizie kapitałowej* przeprowadzonej przez *analityka papierów wartościowych* i popartej pisemnym raportem. Wyniki analizy sprowadzają się zazwyczaj do zwięzłych rekomendacji w rodzaju: „zdecydowanie kupować", „kupować", „trzymać" lub „sprzedawać". Z różnych względów (np. optymistyczną stronę ludzkiej natury, nacisk ze strony emitentów papierów wartościowych oraz konfliktu interesów z gwarantowaniem emisji) obserwuje się uprzedzenie wobec rekomendacji „kupować". Pomimo tego uprzedzenia, inwestorzy cenią sobie takie opinie ze względu na doświadczenie doradców, ich znajomość branży, bezstronność i pracę wykonaną w ramach *analizy ekonomiczno-finansowej.* Uwaga, jaką przy ocenie papierów wartościowych przykłada się do dokonań przedsiębiorstw, jest głównym źródłem *efektywności rynku.* Przewidywane wyniki spółek o wysokiej *kapitalizacji rynkowej* są bacznie śledzone przez inwestorów. Banki inwestycyjne zarabiają na opłatach

od inwestorów instytucjonalnych, nabywających akcje w wyniku otrzymanej rekomendacji. Rodzi to również możliwość sprzedaży usług gwarantowania emisji, ponieważ emitenci często skłaniają się w stronę banku, który ich zna i na bieżąco orientuje się w ich sytuacji. Ponieważ analiza papierów wartościowych jest dziedziną podatną na nadużycia (jak np. wydawanie opinii na temat akcji, z których analityk czerpie korzyści finansowe), należy ona do działalności podlegających nadzorowi i ścisłym regulacjom. Patrz również *wskaźniki dla analityków*.

Analiza papierów wartościowych
Wydatki Wall Street
w miliardach USD



Źródło: Sanford C. Bernstein & Co/„The Wall Street Journal", 23 marca 2006, s. 22

Zasłyszane

Nie należy hossy na rynku brać za przenikliwość umysłu.

Przysłowie inwestora

Analiza porównawcza • **Peer Analysis** • **Peer Review** • Jedna z technik analizy finansowej, polegająca na porównywaniu wskaźników finansowych podobnych podmiotów. Ponieważ podmioty o równym statusie mają podobne techniki produkcyjne, warunki rynkowe oraz ryzyko handlowe, oczekiwać by można, że ich struktura i wyniki finansowe będą wykazywały regresję w kierunku wartości średniej. Tak więc podobne podmioty stanowią *benchmark*, punkt odniesienia do oceny spółki. Poważniejsze różnice dają lepszy wgląd (np. podkreślając różne strategie, zarządzanie, rezultaty) w *wyniki działalności* i siłę przedsiębiorstwa.

Analiza porównawcza w ramach klasy • **Market Comparables** • Ocena wyników i wartości inwestycji w porównaniu do podobnych alternatyw. Tak więc można byłoby oceniać wyniki finansowe Toyoty, przyrównując je na

przykład do Forda lub GM lub, jeszcze lepiej, do całego sektora samochodowego. Jakiś *fundusz powierniczy* mógłby być oceniany poprzez poziomy odniesienia względem innych funduszy (patrz *Morningstar*). Logika użycia analizy porównawczej jest taka, by inwestor miał zawsze wybór na rynku oparty na zbiorze inwestycji o podobnej charakterystyce ryzyko-zysk.

Analiza scenariuszy • **Scenario Analysis** • Kalkulacja kilku wyników, m.in. „najgorszy przypadek", „oczekiwany przypadek", „najlepszy przypadek" w zależności od różnych założeń początkowych. Na przykład prognoza przepływu gotówki może mieć wiele wyników w zależności zmiennych wielkości sprzedaży, kosztów odsetek itd. Jeśli użytkownik jest pewny, co do założeń wstępnych, można zdefiniować kilka rezultatów. Analiza scenariusza jest ważną techniką *zarządzania ryzykiem.* Pomaga ona wyważyć odpowiedź na pytanie „co, jeśli?".

Analiza sumy części składowych • **Sum-of-the-Parts Analysis** • Podejście do analizy majątku, które rozpoczyna się od rozłożenia całości wartości firmy na różne rozpoznawalne „części" wartości (np. marka, jednostka, rynek). Typowe podejścia do oceny wartości obejmują *wartość bieżącą netto* przewidywanych przepływów gotówki. Jakakolwiek różnica pomiędzy sumą części oraz całkowitą giełdową wartością spółki może być zidentyfikowana i zakwestionowana. Obniżenie wartości może oznaczać, iż lepiej byłoby dla firmy podzielić działalność, aby zwiększyć wartość. Nadwyżka natomiast może sugerować synergię operacyjną, której trudna do uchwycenia wartość jest często kwestionowana.

Analiza techniczna (giełdowa) • **Technical (Stock-market) Analysis** • **Chartism** • Interpretacja przebiegu notowań z przeszłości w celu przewidzenia przyszłych zmian cen akcji. Analiza prowadzona jest zazwyczaj bez względu na sytuację lub wyniki spółki. Schematy obejmują *formację głowy i ramion*, formację podwójnego szczytu, trendy, fale oraz nawet „złotą liczbę" Fibonacciego 1,618. *Hipoteza rynku efektywnego* (wariant semi-mocny) informuje o tym, że ceny akcji obejmują już wszystkie informacje z przeszłości. Wahania ceny są więc losowe, odzwierciedlając nowe informacje. Oznacza to, że analiza wykresów nie powinna działać w ogóle, za wyjątkiem rynków (np. dewizowych), na których działają podmioty nienastawione na maksymalizację zysku, np. banki centralne. Wśród teoretyków analiza techniczna nie zyskała większego zaufania. Z drugiej strony, jej zwolennicy twierdzą, że *analiza fundamentalna* (np. badanie statystycznych danych ekonomicznych i wyników finansowych) jest prawie nieomylna. Oraz, w stopniu takim, w jakim można mówić o psychologii rynku (patrz: *ekonomia behawioralna)*, ich prognozy mogą mieć aspekt samospełniającej się prognozy.

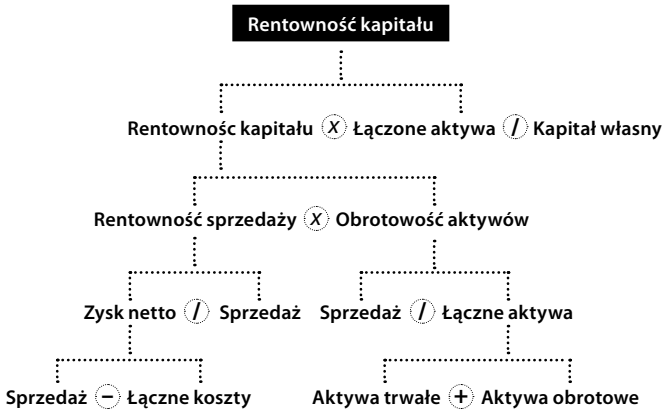
Głowa w chmurach

Całe to gadanie o długich falach jest mistyczne i skłania się ku deterministycznemu spojrzeniu na historię, zgodnie z którym wszystkie działania człowieka wynikają z ustalonego wcześniej porządku. **Analitycy techniczni** padają ofiarą swojej własnej słabości, znajdując „potwierdzenie" istnienia wzorców zachowań wszędzie, jakby odczytywali zmiany zachmurzenia ze zmian cen kawy.

Buttonwood: Technical Failure, „The Economist", 23 września 2006, s. 75

Analiza zintegrowana • **Integrated Analysis** • Część analizy *wskaźników finansowych,* mająca na celu powiązanie odrębnych kategorii wskaźników (np. działalności, płynności, wypłacalności, rentowności) w oparciu o cechy charakterystyczne dla danej branży i wewnętrzne relacje. Patrz *równanie Du Ponta*.

Analiza zintegrowana



Angażowanie aktywów (żargon) • **Sweating Assets** (vernacular) • „Zmuszanie" *aktywów* do „cięższej pracy" poprzez ich bardziej intensywną eksploatację. Pozwala to na zwiększenie efektywności produkcji, a co za tym idzie, zysków. Przykładem może być zwiększenie liczby zmian lub realizacja zleceń w ramach podwykonawstwa. Angażowanie aktywów ma odzwierciedlenie w wyższym *wskaźniku rotacji aktywów*. Angażowanie aktywów jest powszechnie stosowaną taktyką *uzdrawiania* firmy.

Annuitet • **Annuity** • Stały i regularny dopływ pieniędzy przez ustalony okres czasu. (Jeśli czas jest nieokreślony, annuitet nazywa się *obligacją rentową*.) Obecna wartość 1 dolara rocznie poczynając od roku 1 podana jest następująco:

Annuitet		
wzór	=	$\frac{1-(1+r)^{-n}}{r}$
r = oprocentowanie n = liczba lat dopływu pieniędzy		

Annuitet



Annuitet może również odnosić się do produktu finansowego będącego produktem ubezpieczeniowym oferowanym na podstawie umowy przez firmy ubezpieczeniowe. Ma na celu wypłatę świadczeń ubezpieczonemu w określonych odstępach czasu, zwykle po przejściu na emeryturę. W okresie składkowym, ubezpieczony wpłaca składki na fundusz. Urzędy podatkowe często dopuszczają odpisanie tych składek od podstawy dochodu do opodatkowania. Wypłaty świadczeń z tego funduszu są już opodatkowane (ale zwykle według niższego progu, ponieważ beneficjent jest na emeryturze). „Annuitet emerytalny" może uwzględniać również ekwiwalent wypłaty z ubezpieczenia na wypadek śmierci równy obecnej wartości annuitetu lub kwocie wpłaconej przez kupującego ubezpieczenie, w zależności od tego, która kwota jest wyższa.
Źródłosłów: z łacińskiego „annuus" czyli 'rocznie'; obecne znaczenie pochodzi od francuskiego słowa „annuite".

Anonimowe płynne fundusze (żargon) • **Dark Pools** (vernacular) • Ukryte sieci handlu elektronicznego anonimowo kojarzące kupujących ze sprzedającymi papiery wartościowe, by transakcje na duże bloki akcji nie zmieniły ceny rynkowej. Głównymi ich użytkownikami są inwestorzy instytucjonalni, którzy skupują duże pakiety akcji. Fundusze te odpowiadają za około 10% wolumenu obrotów w USA, a w najbliższej przyszłości spodziewany jest wzrost ich udziału do 20% (źródło: „The Wall Street Journal" (Europe), 8 maja 2008,

s. 32). W roku 2008, największym funduszem tego typu był „Sigma X" prowadzony przez Grupę Goldman Sachs.

Arbitraż • **Arbitrage** • Przenoszenie funduszy z jednego rachunku na drugi w celu wykorzystania możliwości osiągnięcia zysku w wyniku różnic cenowych. Typowy arbitraż mógłby zawierać jednoczesne kupno i sprzedaż na rynkach, które, zgodnie z ekonomiczną logiką, powinny oferowac tę samą cenę. Przykładową dziedziną, w której międzynarodowe banki stosują arbitraż, jest wymiana walutowa. Szukając możliwości wykorzystania luk na rynku, arbitraż poprawia jego płynność i wydajność. Tak więc, na dłuższą metę, możliwości arbitrażu maleją, kiedy rynek staje się bardziej wydajny, właśnie dzięki procesowi arbitrażu. Zapewniając zysk przy małym ryzyku, arbitraż jest przeciwieństwem *spekulacji*.

Arbitraż cenowy • **Yield Arbitrage** • Proces, w którym ceny aktywów finansowych zmieniać się będą tak, aby dostosować się do zwrotów najczęściej występujących na rynku w odniesieniu do porównywalnych instrumentów (patrz: termin zapadalności i ocena zdolności kredytowej). Zatem obligacja wieczysta przynosząca odsetki w wysokości 10 zł od wartości 100 zł, posiada stopę procentową w wysokości 10%. Jeżeli jednak obligację tę można będzie nabyć za cenę 50 zł, jej stopa zwrotu wyniesie 10/50, czyli 20%. Dlaczego wartość obligacji miałaby być niższa niż jej *wartość nominalna* płatna w przyszłości, w terminie wykupu? Jeżeli stopy procentowe na rynkach kapitałowych zbliżą się do 20%, na cenę obligacji zacznie oddziaływać proces zwany *arbitrażem*. Popyt na obligację spadnie, w miarę jak potencjalni nabywcy zwrócą się ku inwestycjom o wyższych zwrotach. Jednocześnie dotychczasowi posiadacze obligacji będą się ich wyzbywać, również na korzyść lepszych inwestycji. Ponieważ podaż obligacji będzie wyższa niż popyt, ich cena będzie spadać dopóki rynek nie ustali nowej ceny instrumentu. Stąd też cena obligacji zmieniać się będzie odwrotnie do zwrotu, przy czym stopień zmiany z uwagi na konkurencyjne oprocentowanie nazywa się *wrażliwością* obligacji. Tego rodzaju arbitraż powoduje, że stopa zwrotu z inwestycji stale odzwierciedla możliwości osiągnięcia zysku z konkurencyjnych inwestycji. W miarę zbliżania się *terminu wykupu* obligacji (ang. „pull to par"), wartość stopy zwrotu zbliży się do wartości stopy procentowej.

Architektura finansowania (żargon) • **Financial Architecture** (vernacular) • Świadoma konstrukcja sytemu finansowego umożliwiająca jego efektywne i bezpieczne działanie. Na rynku krajowym projekt taki może zwierać konkurencyjny przemysł działający w ramach rygorystycznych regulacji bankowych i chroniony siatką zabezpieczeń (*ubezpieczenie depozytowe* i *pożyczkodawca ostatniej szansy*). System może mieć różną konfigurację. Może akceptować lub

nie grupy finansowo-przemysłowe. Może zezwalać lub nie na zagranicznego właściciela instytucji finansowych. Może wspierać działania instytucji państwowych lub lokalnych. Bez względu na to, jaka jest konstrukcja, ma służyć realizacji określonych celów polityki publicznej. Określenie „architektura finansowania" jest powszechnie stosowane w kontekście *globalizacji* dla podkreślenia braku spójnej lub solidnej globalnej struktury. Pod koniec XIX wieku parytet złota był bliski pełnienia takiej roli. Obecnie, świat opiera się na siatce instytucji (np. *Międzynarodowy Fundusz Walutowy*, *Basle Committee,* rządowa pomoc). Przynajmniej struktura ta ciągle jeszcze żyje pomimo kilku poważnych zawirowań, co jednak, jeśli przyjdzie prawdziwy podmuch?

Stare dobre czasy?

Pod wieloma względami, globalizacja anglo-amerykańskich instytucji finansowych i liberalizacja handlu od lat 80. była sygnałem powrotu do czasów sprzed 1914 roku [przed I wojną światową]… [ale, w odróżnieniu od tego] obecnie w świecie [brakuje] systemu międzynarodowej **architektury** monetarnej porównywalnej do systemu złotej waluty po 1870 roku.

Niall Ferguson *The Cash Nexus*, 2001, s. 421

Aukcja holenderska (żargon) • **Dutch Auction** (vernacular) • Aukcja, na której cena wystawionego przedmiotu jest obniżana do momentu, kiedy pojawi się pierwsza oferta kupna, i za tę cenę następuje sprzedaż. Amerykański skarb (również inne kraje) stosuje aukcję holenderską sprzedając bony skarbowe. Nazwa pochodzi z holenderskiej giełdy kwiatowej, gdzie stosowano taki system sprzedaży, aby mieć gwarancję, że wszystko zostanie sprzedane (kwiaty są produktem nietrwałym).

Autoryzacja płatności (żargon) • **Cleared for Payment** (vernacular) • Etap w procesie realizacji płatności polegający na wystawieniu zgody na dokonanie płatności za dobra i usługi. Autoryzacja płatności odzwierciedla potrzebę stosowania kontroli wewnętrznej dla upewnienia się, że płatność rzeczywiście powinna zostać zrealizowana (realizacja zamówienia, towary otrzymane zgodnie z zamówieniem itp.). Może być również stosowana jako element zarządzania gotówką dla zachowania płynności. Zdarza się również, że może być nadużywana w sytuacji, kiedy firma chce opóźnić realizację płatności (jako powód braku autoryzacji podaje chwilową nieobecność księgowego, który jest za autoryzację odpowiedzialny).

B

Bajeczna gospodarka (slang) • **Goldilocks Economy** (slang) • Gospodarka, która nie jest ani „za bardzo gorąca, ani za bardzo chłodna", tak jak owsianka babuni ze znanej bajki dla dzieci. Taki szczęśliwy stan gospodarki zapewnia połączenie zdrowego wzrostu i niskiej inflacji. Ze względu na wrodzoną naturę gospodarki opierającej się na *cyklu gospodarczym* i tendencjach inwestorów do spekulacji, bajeczną gospodarkę może być ciężko utrzymać przez dłuższy czas. Wygląda na to, że od czasu do czasu potrzebny jest wstrząs korygujący rynek, który sprowadza nas na ziemię. Patrz *Wielka Stabilizacja.*

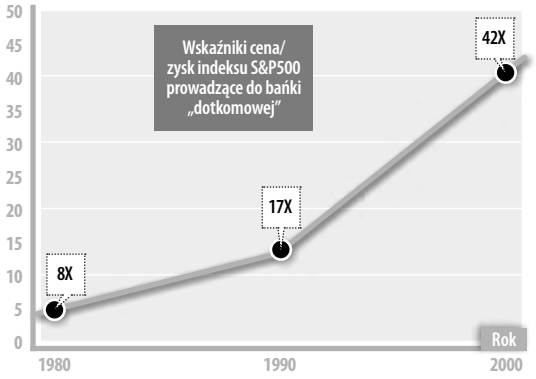
Bakszysz (z hindi, tureckiego) • **Baksheesh** (Indian/Turkish) • napiwek, podarunek lub inny wyraz wdzięczności (od perskiego słowa „dawać"). Oznacza również łapówkę dla urzędnika w celu uzyskania wymaganej przepisami decyzji (na przykład: licencji, pozwolenia).

Bank wiodący • **Lead (Underwriting) Manager** • Bank inwestycyjny w konsorcjum gwarantów emisji, który bierze na siebie największą część zobowiązań finansowych i tym sposobem odgrywa rolę wiodącą w stosunku do pozostałych banków. Ta pozycja uprawnia go do pozyskiwania nowych udziałowców konsorcjum („Jeśli Goldman Sachs ma ochotę, proszę bardzo!"). Inicjuje większość negocjacji z emitentem i w zamian za tę ciężką pracę przysługuje mu większa prowizja. Upoważnienie do przyjęcia funkcji to „smaczny kąsek" nie tylko z powodu zysków, ale również ze względu na prestiż.

Bańka spekulacyjna (w gospodarce) • **Bubble** (Economic) • Tworzenie się zjawiska nadaktywności handlowej, która jest wynikiem samonapędzającego się, ale niezrównoważonego cyklu wzrostu handlu, inwestycji, *realizacji zysków,* kredytów i *spekulacji,* co powoduje spiralę wzrostu wartości rynkowej aktywów.

Ponieważ wysokie ceny w długim okresie nie są spójne z podażą i popytem, „bańka" w końcu musi pęknąć i następuje nagły spadek cen. Wśród przykładów takiego zjawiska można wymienić gwałtowną zmianę koniunktury w handlu tulipanami (w latach 30. XVII wieku w Holandii), spektakularny upadek Kompanii Mórz Południowych w Anglii, obrót nieruchomościami w Japonii (pod koniec lat 80. XX wieku) i akcjami spółek technologicznych (w latach 1998–2000). Zjawiska te mogą początkowo powstawać z braku korzystnych stóp dochodu („John Bull [tzn. przeciętny Anglik] nie zgodzi się na 2%" mawiał *Bagehot*). Nadmiar gotówki i potrzeba jej zainwestowania i uzyskania zwrotów sprawia, że inwestorzy kupują bardziej „agresywnie". Kolejną przyczyną może być rewolucja technologiczna i wiara w nowy paradygmat rzeczywistości gospodarczej. Wreszcie, zjawiska te mogą mieć przyczyny natury psychologicznej. Tempo rosnących cen może pozbawić ludzi kupieckiego zdrowego rozsądku („Ludzie są najbardziej naiwni, kiedy są szczęśliwi", Bagehot) lub zasiać ziarno nienawiści („Nie ma nic gorszego dla spokoju naszego ducha, niż widok bogacącego się przyjaciela", Kindleberger). Bankowcy, dzięki możliwości „tworzenia" pieniędzy, mogą początkowo przyczynić się do nasilenia tego zjawiska, a potem, jeśli działają wykorzystując wysokie ceny, mocno ucierpieć podczas krachu. Pęknięcie bańki spekulacyjnej – jako nagłe dostosowanie cen, może być zjawiskiem bolesnym, choć samo w sobie nie zawsze jest szkodliwe. Więcej szkód przynosi towarzysząca im utrata zaufania oraz szerząca się panika. Patrz też *dźwignia.*

Wskaźnik cena/zysk: bańka
Wersja uproszczona



Źródło: T. Harford *The Undercover Economist*, s. 146 / Robert Shiller, Uniwersytet Yale

Baruch, Bernard • **Baruch, Bernard** • Baruch (1870–1965) był znanym amerykańskim finansistą, inwestorem odnoszącym sukcesy na *Wall Street* i autorytetem na *giełdzie papierów wartościowych.* Wstrząsnął Kongresem USA pod-

czas przesłuchania dumnym oświadczeniem: „Jestem spekulantem", ale takim, który rozkłada ryzyko i sprawia, że rynki staja się bardziej płynne. Jego inne słynne powiedzenie to: „Nikt jeszcze nie stracił koszuli od zysku" (czyli sprzedaży, zanim rynek wejdzie w fazę szczytową). Baruch najprawdopodobniej został najlepiej zapamiętany jako doradca prezydentów Stanów Zjednoczonych (na przykład Woodrowa Wilsona na pokojowej konferencji w Paryżu) oraz jako osoba zaufana sławnych osobistości.

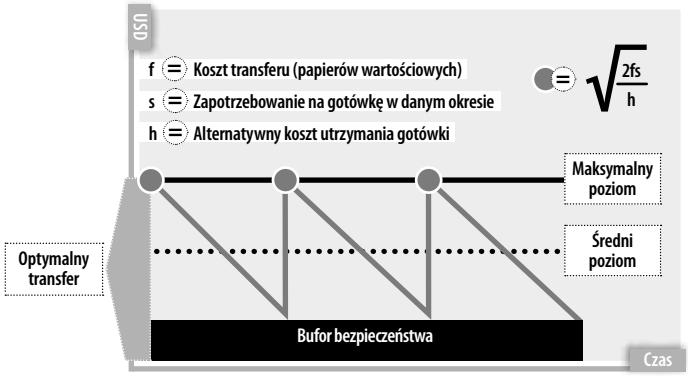
Powiedzenie

Lubię każdego, kto jest doskonały w swojej profesji.

Bernard Baruch

Baumola, model optymalizacji gotówkowej • **Baumol Model, Cash Optimisation** • Narzędzie zarządzania gotówką, które służy do wyznaczenia teoretycznego optymalnego poziomu środków pieniężnych jako równowagi pomiędzy *kosztami utraconych korzyści* związanymi z utrzymywaniem salda gotówki a kosztami pozyskania gotówki w wyniku sprzedaży papierów wartościowych. Baumol po prostu zastosował model *ekonomicznej wielkości zamówienia* dla zapasów. Słabą stroną modelu jest założenie stałości zapotrzebowania na gotówkę, a zapotrzebowanie to nie musi być stałe. Nie uwzględnia on również oczekiwanych wpływów gotówki. Zob. także *model Millera-Orra*.

Model Baumola



Baza ekwiwalentu podatkowego • **Tax Equivalent Basis** • **TEB** • Korekta dochodu nie podlegającego opodatkowaniu, gdy zostaje on ubruttowiony o kwotę, którą trzeba byłoby zapłacić, gdyby podlegał on normalnemu podatkowi

dochodowemu. Ta wyższa kwota może być następnie użyta do dokonania spójnych porównań stopy rentowności papierów wartościowych zwolnionych z opodatkowania oraz podlegających opodatkowaniu.

Baza majątkowa • **Asset Base** • Ogólny termin odnoszący się do aktywów pozostających do dyspozycji przedsiębiorstwa (w szczególności do aktywów trwałych). Przykładowo można powiedzieć, że przedsiębiorstwo zawdzięcza silną konkurencyjną pozycję na rynku swojej bazie majątkowej dobrej jakości.

Benchmark, poziom odniesienia (żargon) • **Benchmark Ratio** (vernacular) • Wzorcowy opis przedsiębiorstwa stanowiący odniesienie do porównania rzeczywistych *wskaźników finansowych* danej firmy i uzyskania oceny jej faktycznej sytuacji. Na przykład benchmark *płynności* bieżącej dla hurtowni spożywczych może wynosić 1,6. Jeżeli wskaźnik płynności bieżącej danego przedsiębiorstwa jest znacznie niższy, możemy wyciągnąć wniosek, nie znając przyczyny tego stanu, że firma ma za mały *kapitał obrotowy* i potrzebuje jego zwiększenia. Często stosowanym i użytecznym wzorcem jest średnia wartość wskaźnika dla danej branży lub dobrych firm z tej branży. Wzorce są dobrym źródłem informacji pozwalającym w warunkach konkurencji na porównanie stanu przedsiębiorstwa z jego odpowiednikami na rynku.

Wzorcowe stopy dochodu

Stopy dochodu w 2001
– % rocznie

	Obligacje 10-letnie	Dywidendy z indeksu
Australia	6,34	3,19
Wlk. Brytania	5,18	3,02
Francja	5,22	1,98
Niemcy	5,15	2,40
Japonia	1,39	0,80
Szwajcaria	3,51	1,14
USA	5,16	1,41

Źródło: „International Herald Tribune", 26 kwietnia 2002 / & Bloomberg

Bessa • **Rynek niedźwiedzia** (slang) • **Bearish** • **Bears** (slang) • Każda pesymistyczna lub sceptyczna perspektywa dotycząca inwestowania, czyli tendencja do sprzedaży raczej niż do kupna. „Rynek niedźwiedzia" to giełda z silną i trwałą tendencją spadku cen większości akcji. Ci, którzy wierzą, że taki rynek właśnie nadchodzi nazywani są „niedźwiedziami". W teorii, efektywne rynki powinny stale i efektywnie wyceniać papiery wartościowe, aby jak najrzadziej

zdarzały się radykalne zmiany cen bez zasadniczego powodu. Bessa może być spowodowana różnymi czynnikami: recesją ekonomiczną, wzrostem *stóp procentowych*, lub zmianą w ogólnym nastawieniu. Podejście „niedźwiedzie" hamuje irracjonalną przesadę i trzyma wycenę papierów wartościowych na sensownym poziome podstawowym (zobacz cytat poniżej). Jak powiedział finansista Bernard Baruch, „Giełda bez bessy byłaby jak naród bez wolności prasy". Słowo „niedźwiedź" zostało w tym kontekście użyte, ponieważ kojarzy się z raczej z przerażającą i nieprzyjazną bestią. Im mniej ich napotkasz w lesie, tym lepiej. W ten sam sposób inwestorzy pragną ich unikać, nawet jeśli stanowią część przyrody. Antonim: *hossa/rynek byka*. Patrz również *bańka spekulacyjna, finanse behawioralne* i *krótka sprzedaż*.



Same korzyści

Bessy spełniają pożyteczne funkcje: uczą inwestorów tego, co jest rozsądne i przypominają nam, że dobry stan finansowy, podobnie jak dobry stan zdrowia, uzyskuje się przez lata za pomocą rozsądku, dobrych nawyków i dyscypliny, a nie za pomocą szybkich, tzn. niesprawdzonych zabiegów.

Donald Coxe *Is the Rally for Real?*
Cytat z „Maclean's" Magazine, 16 grudnia 2002, s. 39

Bezduszna korporacja (żargon) • **Soulless Corporation** (vernacular) • Pejoratywne określenie przedsiębiorstw koncentrujących się na maksymalizacji majątku udziałowców bez uwzględniania socjalnych wartości, takich jak morale

pracowników czy dobro społeczne. Świadczy również o tym, że konkurencyjne wolne rynki są bezosobowe w takim sensie, że liczy się tylko cena i wydajność. W odpowiedzi większość firm ucieka się do etosu *społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw,* którego zadaniem jest złagodzenie szorstkiej strony biznesu.

Bądźcie mili

W chwili obecnej, kiedy mamy do czynienia z powszechną awersją do „kapitalizmu", „zysków", „bezdusznej korporacji" i tak dalej, odpowiedzialność społeczna przedsiębiorstw to dla firmy jedyna możliwość pozyskania życzliwości jako produktu ubocznego całkowicie uzasadnionych wydatków w interesie własnym.

Milton Friedman zacytowany w „Financial Times", 10/11 czerwca 2006, s. 43

Bezpieczna przystań (o aktywach) (żargon) • **Safe Haven Assets** (vernacular) • Wszystkie aktywa, których ceny rynkowe ulegają stosunkowo niewielkim wahaniom i które są odporne na sztormy wywoływane niekorzystnymi warunkami na rynku. Przykładem mogą być *bony skarbowe* lub obligacje wyemitowane przez rządy silnych państw, zadłużenie korporacji z *klasy inwestycyjnej* oraz *akcje „bluechip"*. Chociaż rentowność ich jest niewielka, aktywa w cichym porcie często nabywane są w celach *ochrony kapitału* w czasach finansowych zawirowań.

Nie tak cudownie

Kurczowe trzymanie się ekwiwalentów gotówkowych czy długoterminowych obligacji skarbowych przy dzisiejszych stopach zwrotu jest prawie na pewno fatalną polityką, jeżeli będzie trwało zbyt długo. Właściciele tych instrumentów oczywiście czują się coraz bardziej komfortowo, a wręcz są z siebie dumni, że taką politykę obrali, kiedy nadeszła zawierucha finansowa. Uważają swój wybór za słuszny, kiedy słyszą jak komentator mówi, że „gotówka rządzi", nawet jeżeli ta gotówka zarabia tyle co nic, a jej siła nabywcza będzie na pewno malała z czasem.

Fragment listu Warrena Buffetta do udziałowców zacytowany w „Newsweek", 9 marca 2009, s. 41



Biały rycerz (slang) • **White Knight** (slang) • Przyjazny oferent, który ratuje spółkę przed próbą wrogiego przejęcia. Licytujący biały rycerz jest zachęcany do wystąpienia z ofertą przez obecny *zarząd*, który dostrzega lepszą propozycję dla *akcjonariuszy* (wyższą cenę zakupu akcji lub większy potencjał synergii) albo przez kogoś życzliwego osobistym interesom członków zarządu (ich zatrudnienie lub zwolnienie).

Biały słoń (slang) • **White Elephant** (slang) • Duży, drogi i okazały project lub aktywa, którym brakuje wartości, ponieważ są przestarzałe, niekorzystnie zlokalizowane, nieefektywne, źle zaplanowane i nie znajdują chętnych na rynku. Wszelkie próby sprzedaży często prowadzą do wysokiego dyskonta aktywów, być może nawet do wartości złomu. Jak sama nazwa wskazuje, białe słonie są dużymi, ale nienaturalnymi zjawiskami. Nikt nie chce ich finansować. Pochodzenie: od birmańskiego wierzenia, że słonie-albinosy są święte i nie można wykorzystywać ich do pracy. Należy dbać o ich dobrobyt i poświęcać im dużo czasu.

Zmarnowane pieniądze

Samoloty A380 to była chybiona inwestycja. Takie przypadki to marnowanie cudzych pieniędzy. Co więcej, to odbieranie środków na dużo ważniejsze projekty.

„International Herald Tribune", 7–8 listopada 2006, s. 18



Biegłość w finansach • **Financial Literacy** • Stopień, w jakim ludzie potrafią zrozumieć metodologię z dziedziny księgowości i finansów. To ważna umiejętność w przypadku inwestorów, szczególnie na indywidualnych którzy podejmują decyzje finansowe. Profesjonaliści, tacy jak licencjonowani analitycy finansowi (CFA) wiedzą, że w ich interesie jest biegła znajomość tego języka. Miejmy nadzieję, że niniejsza książka okaże się pomocna w tym przypadku (patrz: www.360financialliteracy.org).

Big Bang (Wielka Brytania) • **Big Bang** (UK) • Deregulacja brytyjskich rynków akcji i obligacji, do której doszło za jednym zamachem w 1986 roku. Swoim charakterem przypominała ona deregulację „Mayday" na rynkach amerykańskich w 1975 roku, która zniosła stałe stawki prowizji od transakcji maklerskich. Ustanowiła ona precedens dla wielu innych rynków na świecie. Zamierzonym skutkiem Big Bang było zwiększenie konkurencji, a tym samym efektywności na *rynku kapitałowym*. Dzięki otwarciu rynków dla obcokrajowców, deregulacja ta sprzyjała również globalizacji w dziedzinie finansów.

Biznesmen (żargon) • **Businessman** (vernacular) • Każdy, kto posiada lub prowadzi firmę, działalność handlową lub finansową. W głębszym sensie oznacza praktyczne dążenie do osiągnięcia zysku, a nawet zachłanność.

Robić swoje

On jest biznesmenem biznesmenów. Głęboko angażuje się w działalność, jest zakochany w rezultatach, a nie kocha mediów. On gardzi wizją, jest człowiekiem czynu.

Charakterystyka dyrektora generalnego Hewlett-Packard
Cytat z „The Wall Street Journal" (Europe), 24 maja 2006, s. 12

Błąd próby (w statystyce) • **Sampling Error** • W statystyce, błąd próby pojawia się w momencie, kiedy wyciągamy niepoprawne wnioski dotyczące większej populacji na podstawie ograniczonej liczby w próbie. Wnioski te są wyciągane zbyt szybko. Mówiąc prościej, „pewność, to uczucie, które się pojawia, kiedy nie do końca rozumiemy daną sytuację". Lub, w jeszcze gorszym przypadku, nasze uprzedzenia często są rezultatem ignorancji. W kontekście decyzji finansowych, błąd próby polega na wyciąganiu nieprawdziwych wniosków z całości „dużego obrazu" sytuacji na podstawie zniekształconych wyobrażeń bądź też ograniczonego dostępu do informacji. Na przykład, obserwując właśnie *hossę* lub *bessę,* możemy wyciągnąć niewłaściwe wnioski co do długofalowych tendencji na rynku. Możemy próbować uniknąć błędów próby poprzez zwiększenie liczby testów na zasadzie próby losowej (tak, aby nie wkradały się przekłamania). Możemy nazywać to mądrością, która przychodzi z doświadczeniem. Uczymy się również pokory oraz tego, jak krytycznie patrzeć na prawdziwość informacji w naszych obserwacjach. Myśląc bardziej filozoficznie, życie jest jednym wielkim „błędem próby": możemy łatwo dać się zwieść, naszemu ograniczonemu zasięgowi doświadczeń osobistych.

Nie daj się zwieść

Długie, wspaniałe weekendy mogą często być niewłaściwie uważane za to, jak świat powinien wyglądać. To tak, jak być w Londynie w czerwcu i przyjąć, iż miasto ma słoneczny klimat. Jest to **błąd próby**.

Ekspert ds. ładu korporacyjnego na temat niedostatku błyskotliwych idei
Cytat z „The Economist", 7 maja 2002

Boot Strapping (żargon) • **Boot Strapping** (vernacular) • Strategia nabycia spółki z niższym wskaźnikiem ceny do zysku (C/Z). Zyski wprowadzone do

połączonych spółek przyczynią się do podniesienia wskaźnika C/Z spółki – nabywcy, tworząc w ten sposób dodatkową wartość. Działanie takie nie byłoby możliwe na *rynku efektywnym*.

Brać w łapę (slang) • **On the Take** (slang) • O każdym urzędniku w biznesie czy administracji państwowej, który bierze *łapówki*. Tacy ludzie zazwyczaj mają władzę nad czymś czego potrzebują inni (np. licencja, umorzenie kary, zamówienie) i są gotowi wziąć *pieniądze pod stołem* w zamian za swoją współpracę. Ludzie często nie maja odwagi zażądać pieniędzy. Zamiast tego zachowują się w taki sposób (działają powoli, stawiają wygórowane wymagania), który sygnalizuje, często w dość subtelny sposób, że są otwarci na przyjęcie łapówki. Jednak w przypadku biurokratów, często niekoniecznie chodzi o branie w łapę, ile o nieudolność i brak motywacji do podjęcia skutecznego działania.



Brak osłony (slang) • **Naked** (slang) • Termin stosowany do określenia ryzyka rynkowego i ryzyka stopy procentowej w przypadku braku zabezpieczenia. Gdy ktoś jest goły, łatwo się przeziębić, można się zawstydzić, lub być seksownym. Każdy może wybrać własną analogię. Patrz też *spekulacja*.



Odsłonięcie

O tym, kto pływał **goły** dowiadujemy się dopiero, gdy nastąpi odpływ – a to, czego jesteśmy świadkami w niektórych z największych instytucji finansowych, to brzydki widok.

Warren Buffett, 2008
Doroczny list do akcjonariuszy Berkshire Hathaway

Branża (żargon) • **The Trade** (vernacular) • Potoczne określenie odnoszące się zbiorczo do uczestników danej branży – klientów, konkurentów i dostawców.

Napisano:

Bardzo wielu zgrzeszyło dla zysku,
A ten, kto stara się wzbogacić, odwraca oko.
Jak kołek wbija się między kamienie ze sobą spojone,
Tak grzech się wdziera między sprzedaż a kupno.

Mądrość Syracha 27:1-2

Broker • Registered Representative • Osoba uznawana przez organy regulacyjne rynku papierów wartościowych za posiadającą kwalifikacje wystarczające do udzielania porad inwestycyjnych ludności. Wszelkie późniejsze zlecenia transakcji przekazywane są *maklerowi,* który ją realizuje. Broker może pracować dla maklera lub być niezależnym doradcą. Aby uzyskać rejestrację, broker musi zwykle posiadać pewne minimalne kompetencje; zobowiązany jest też zawodowymi i etycznymi normami postępowania.

Broń finansowa masowego rażenia • Financial Weapons of Mass Destruction • Dramatyczna krytyka finansowych instrumentów pochodnych przez *Warrena Buffetta*, jednego z najbardziej cenionych inwestorów w Ameryce. Przywołując analogie do zagrożeń terrorystycznych, Buffett wyrażał zaniepokojenie skomplikowanym charakterem, ukrytym, pozabilansowym księgowaniem i destrukcyjną siłą instrumentów pochodnych. Od czasu słynnego cytatu (poniżej) wiele niepokojących elementów w instrumentach pochodnych ograniczono. Na przykład można zmniejszyć ryzyko kontrahenta wykupując ochronę kontraktu swapowego zabezpieczającego przed ryzykiem kredytowym lub poprzez zabezpieczenie ryzyka gotówką. Zasady księgowania według wartości godziwej obecnie wymagają, żeby instrumenty pochodne były księgowane według dziennej wyceny rynkowej, co znajduje od razu odbicie w ich statusie. Szef Rezerwy Federalnej bronił potem publicznie instrumentów pochodnych jako legalnych instrumentów zarządzania ryzykiem. Od tego czasu instrumenty pochodne są bardziej akceptowane w finansach, chociaż wątpliwości pozostają ciągle żywe (patrz artykuł z „Fortune" z 6 lipca 2009 roku pod tytułem *Derivatives: The Risk That Still Won't Go Away*). W 2008 roku firma Buffetta, Berkshire Hathaway ujawniła regulatorom, że przeprowadziła transakcje instrumentami pochodnymi na co najmniej 4,85 miliarda dolarów. Firma jest również poważnym udziałowcem Moody's, agencji ratingowej głęboko zaangażowanej w substandardowe *zobowiązania zabezpieczone długiem*, które przyczyniły się do k*ryzysu kredytowego lat 2007–2009.*

Szaleńcy

Jeśli kontrakty na instrumenty pochodne nie są zabezpieczone lub gwarantowane, to ich ostateczna wartość zależy również od wiarygodności kredytowej ich kontrahentów. Natomiast w międzyczasie, zanim kontrakty zostaną zamknięte, kontrahenci notują straty i zyski – często olbrzymich rozmiarów – w swoich rachunkach strat i zysków, chociaż nawet jeden cent nie zmienił właściciela. Wachlarz kontraktów na instrumenty pochodne może ograniczyć tylko wyobraźnia człowieka (a czasami wydaje się, że szalonego).

Warren Buffett cytowany w *Raporcie rocznym za 2002 rok* firmy Berkshire Hathaway

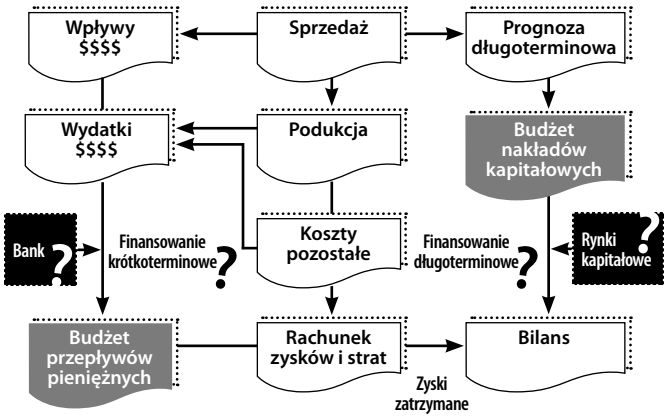
Brudna cena (żargon) • **Dirty Price** (vernacular) • Cena obligacji zawierająca nagromadzone, niewypłacone odsetki. Cenę tę nazywa się również „ceną z odsetkami". Różni się od częściej podawanej „ceny prostej", będącej ceną obligacji obejmującą wyłącznie jej kwotę główną.

Budowa księgi popytu • **Book Building** • Technika *gwarantowania emisji*, w której potencjalni subskrybenci akcji *wprowadzanej na giełdę spółki* zapisują się na listę (czyli wyrażają niezobowiązujące zainteresowanie) zanim zostanie ostatecznie ustalona cena *emisji*. Nazwiska i zadeklarowane subskrypcje umieszcza się w księdze. Budowa księgi popytu pozwala gwarantom emisji z wyprzedzeniem zmierzyć popyt na akcje na rynku. Zmniejsza to *ryzyko* gwarantowania emisji dla inwestorów zainteresowanych, którzy później się wycofują. Bank organizujący budowę księgi popytu nazywany jest zarządcą księgi lub prowadzącym księgę.

Budżet finansowy • **Financial Budget** • Plan zarządzania źródłami i wykorzystaniem zasobów finansowych, zarówno krótko jak i długoterminowo. Budżety finansowe składają się z dwóch głównych elementów. *Budżet przepływów pieniężnych* dopasuje do siebie wpływy i wydatki gotówki w trakcie *cyklu operacyjnego,* szczególnie koncentrując się na momentach, kiedy gotówki mogłoby zabraknąć, a saldo pieniężne byłoby ujemne. Dla uniknięcia ryzyka utraty płynności, należy nie dopuścić do braku gotówki, albo poprzez umiejętne spowolnienie wydatków lub przyspieszenie wpływów, albo poprzez dodatkowe finansowanie. Jeżeli niedobór środków pieniężnych jest krótkotrwały lub wynika z zamrożenia gotówki w aktywach obrotowych, dobrym rozwiązaniem jest

zaplanowanie krótkoterminowego finansowania (często jest to kredyt bankowy). Trwalsze i rosnące niedobory gotówki wymagają długoterminowego finansowania (zob. *zasada dopasowania*). Budżet nakładów kapitałowych dopasuje wpływy i wydatki gotówki w długim okresie. Ekonomiczne korzyści inwestycji będą zweryfikowane takimi metodami, jak analiza *wartości bieżącej netto*. Ponieważ nakłady kapitałowe wymagają znacznych kwot, budżet również skoncentruje się na ustaleniu potrzeby finansowania długoterminowego pochodzącego z rynków kapitałowych. Budżety finansowe współgrają z budżetami operacyjnymi (funkcjonalnymi), dotyczącymi sprzedaży i produkcji, i razem z nimi stanowią elementy pełnego, obejmującego całość działań spółki budżetu, noszącego nazwę planu budżetowego. Budżety finansowe są ważnym narzędziem zarządzania finansowego, pozwalającym uniknąć ryzyka trudnej sytuacji finansowej wiążącej się z działaniami operacyjnymi i finansowymi.

Budżet finansowy



Buffett, Warren („wyrocznia z Omaha") • **Buffett, Warren (the "Oracle of Omaha")** • Amerykański inwestor, którego firma Berkshire Hathaway z Omahy w stanie Nebraska (bardzo daleko od Wall Street), zapewniała stałe wysokie zwroty na inwestycjach swoim akcjonariuszom, w tym również samemu Buffettowi, którego udziały w BH w 2005 roku miały wartość 34 miliardy dolarów (dając mu w tym roku pozycję trzeciego najbogatszego człowieka na świecie). Działając cierpliwie i skrupulatnie, stosując techniki inwestowania według wartości swojego mentora *Benjamina Grahama*, Buffett inwestuje długoterminowo w spółki, w których zarząd sprawują ludzie, których „lubi, podziwia i ma zaufanie". Jego reputacja osoby solidnej, kierującej się zdrowym rozsądkiem i szczerej dała mu pozycję guru (jest tematem kilkudziesięciu książek i setek artykułów; jego myśli zawarte w rocznych sprawozdaniach Berkshire są

traktowane jak ewangelia). Co więcej, jego etyczna postawa w obliczu nieuczciwych praktyk przyniosła mu przydomek „Nieoficjalnego Lorda Protektora amerykańskiego kapitalizmu" i miano najbardziej wpływowej osoby w kręgach biznesu Stanów Zjednoczonych („Fortune" (wydanie europejskie), s. 20). Buffett również stanowczo opowiada się za reformą *rynku kapitałowego* poprzez zastosowanie lepszych standardów sprawozdawczości finansowej, odpowiedzialnego zarządzania powierzonym majątkiem i *ładu korporacyjnego*.

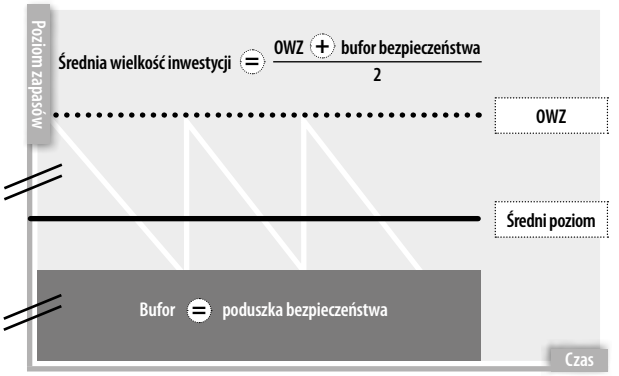
Myślenie

Postanowiłem polecieć helikopterem (na spotkanie z **Warrnem Buffettem**), żeby szybko, po kilku godzinach, wrócić. Kiedy go poznałem, pomyślałem: „Och, to nie jest człowiek, który po prostu kupuje i sprzedaje akcje i firmy. On myśli o tym, jak działa świat. Zadawał mi pytania, jakie zawsze chciałem, żeby mi zadano… a potem mi wyjaśniał [jak się mają sprawy w biznesie]… Cały czas myślałem tylko o jednym „Hej, teraz, po rozmowie z tym facetem będę sprytniej prowadził Microsoft". I tak zostałem na cały dzień.

Wrażenia Billa Gatesa z pierwszego spotkania z Warrenem Buffettem
„Fortune", 7 lipca 2008, s. 54

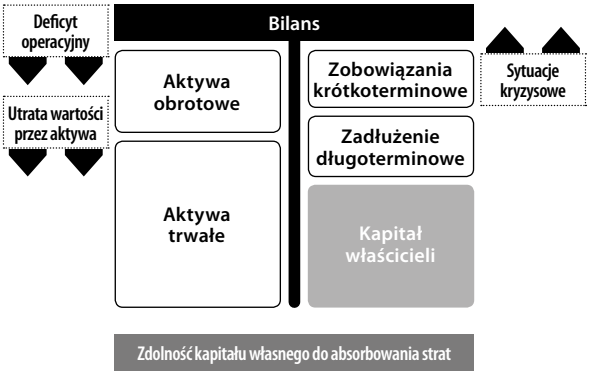
Bufor bezpieczeństwa zapasów • **Buffer Stock** • **Safety Stock** • Zapas lub składnik *aktywów finansowych* utrzymywany dla zabezpieczenia dodatkowego popytu czy zapotrzebowania wynikającego z nieprzewidzianych przyczyn. Wielkość takiego zapasu jest zależna od minimalnego poziomu wynikającego z planowanego zapotrzebowania lub z *optymalnej wielkości zamówienia (OWZ)*. Bufor jest rodzajem *ubezpieczenia*. Wprawdzie utrzymywanie zwiększonego poziomu zapasów podnosi koszty, ale w momencie nieprzewidzianych trudności (na przykład, wyczerpanie zapasu lub załamanie płynności w przypadku gotówki) daje korzyści (w przypadku gotówki uniknięcie *naruszenia warunków umowy* co do terminów płatności). Utrzymywanie buforu bezpieczeństwa wynika ze stosowania zasady ostrożności.

Bufor bezpieczeństwa



Bufor kapitałowy (żargon) • **Equity Cushion** (vernacular) • Nadwyżka kapitału własnego akcjonariusza w przedsiębiorstwie, która może być wypisana nie narażając kontynuacji działalności. Na przykład, w przypadku niespodziewanej *utraty wartości przez aktywa* lub przy wystąpieniu zobowiązań warunkowych w formie roszczeń, przedsiębiorstwo mogłoby wciąż spełnić kryterium *wypłacalności* pozytywnej wartości aktywów netto. Zupełnie inną kwestią jest to, czy ma wystarczająca zdolność do regulowania zobowiązań płatniczych w momencie, gdy stają się one wymagalne (drugie kryterium wypłacalności).

Bufor kapitałowy



Kryzys

Eksperci potwierdzają niebezpieczeństwo [że kapitał może zniknąć i kredyty mogą nie być całkowicie spłacone] i nawołują spółki posiadające ryzykowne inwestycje do zwiększenia *bufora kapitałowego*.

Enron w „International Herald Tribune", 12 marca 2002, s. 11

Buldogi • **Bull Dog Market** • Papiery wartościowe denominowane w funtach emitowane w Wielkiej Brytanii przez zagranicznych inwestorów.

Byki zarabiają pieniądze, niedźwiedzie zarabiają pieniądze, ale wieprze idą na rzeź (powiedzenie) • **Bulls Make Money and Bears Make Money, But Hogs Get Slaughtered** (adage) • cierpliwi, optymistyczni, długoterminowi inwestorzy odnoszą sukces na giełdzie podobnie jak inwestorzy ostrożni, pesymistyczni i krótkoterminowi. Zarówno jedni jak i drudzy są na swój sposób zdyscyplinowani. Jednak zachłanni spekulanci często zarabiają, a następnie tracą pokaźne sumy.

To, co się liczy

Nie odniesiesz sukcesu w inwestycjach, jeżeli nie będziesz myśleć niezależnie. A prawda jest taka, że czy masz rację, czy się mylisz, nie ma nic wspólnego z tym, czy ludzie się z tobą zgadzają czy nie. Masz racje ponieważ posługujesz się prawdziwymi faktami, a twoje myślenie jest prawidłowe. W końcu, tylko to się naprawdę liczy.

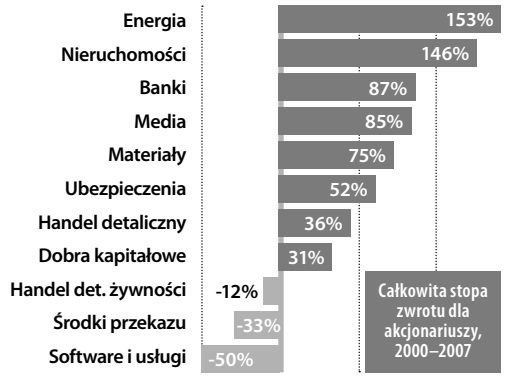
Warren Buffett, cytat z artykułu *The Oracle of Everything*, „Fortune", 11 listopada 2002, s. 23

C

Całkowita stopa zwrotu dla akcjonariuszy • Total Shareholder Returns • TSR • Stopa zwrotu mierzona na podstawie rocznego zysku, który inwestor osiąga zarówno z otrzymanych dywidend jak i z zysku kapitałowego w wyniku wzrostu wartości rynkowej akcji w obrocie. W przypadku większości akcji TSR musi obejmować element wzrostu wartości udziałów, ponieważ *stopy dywidend* zazwyczaj mieszczą się w granicach 3–5%.

TSR		
Kalkulacja =	$\frac{\text{Dywidenda} + (MV_O - MV_C)}{\text{Wartość rynkowa}_{\text{Otwarcie}}}$	x 100%
MV_O	= Wartość rynkowa (cena) Otwarcie	
MV_C	= Wartość rynkowa (cena) Zamknięcie	
Dywidenda	= Dywidenda na akcję	

Całkowita stopa zwrotu dla akcjonariuszy (TSR)



Źródło: „Bloomberg"/„Fortune" (wydanie europejskie), 14 maja 2007, s. 56

Całkowita wartość przedsiębiorstwa • Total Enterprise Value • TEV • Wartość wszystkich zasobów przedsiębiorstwa powiększona o nadwyżkę gotówki. To pożyteczna miara do obliczenia całkowitych zasobów potrzebnych dla przejęcia firmy w takich przypadkach, gdy zmiana właściciela wywołałaby (poprzez klauzulę siły wyższej „zmiana właściciela") obowiązkową spłatę długu i wykup akcji uprzywilejowanych. Kapitał nie obejmuje pasywów nieprzynoszących odsetek takich jak zadłużenie dostawcy lub odroczony podatek przy założeniu, że zmiana właściciela nie wymaga żadnej automatycznej spłaty. Patrz również podobna koncepcja *wartości przedsiębiorstwa*.

Obliczenie całkowitej wartości przedsiębiorstwa TEV		
TEV	=	Kapitalizacja rynkowa + Dług przynoszący odsetki + Akcje uprzywilejowane – Nadwyżka gotówki

Całkowity efekt dźwigni • Total Leverage Effect • TLE • Wpływ, jaki wahania wielkości *sprzedaży* mają na *zysk netto* przedsiębiorstwa wskutek korzystania przez nie z *dźwigni*. Całkowity efekt dźwigni jest rezultatem nałożenia się na siebie efektu *dźwigni operacyjnej* i *dźwigni finansowej*:

Wrażliwość zysku na efekt dźwigni									
Procentowa zmiana zysku netto	=	Procentowa zmiana wielkości sprzedaży	X	**Całkowity efekt dźwigni** = zysk na sprzedaży / zysk netto	=	Efekt dźwigni operacyjnej = *zysk na sprzedaży* / *zysk z działalności operacyjnej*	X	Efekt dźwigni finansowej = zysk z działalności operacyjnej / Zysk brutto

W większości przypadków wyliczenie jest niedokładne, ponieważ wymaga rachunku zysków i strat w oparciu o koszt marginalny (patrz *Kompendium terminów z zakresu rachunkowości po polsku i angielsku*), oddzielając wkład (cena pomniejszona o koszty zmienne) od kosztów stałych. Większość sprawozdań finansowych nie funkcjonuje w ten sposób. Mając to na względzie, całkowity efekt dźwigni przypomina o tym, jak dźwignia operacyjna i dźwignia finansowa wzmacniają się wzajemnie. Połączenie ich obu może być niebezpieczne, jeśli sprzedaż jest zmienna.

Cele wynikowe • Performance Standards (Business) • Wewnętrzne cele przedsiębiorstwa przedstawione w postaci celów operacyjnych. Rynek kapitałowy wyznacza swoje własne zewnętrzne cele w procesie konkurencji. Przedsiębiorstwo, aby uzyskać dostęp do kapitału, musi przynajmniej zarobić na koszt kapitału. Właściwe wyniki zapewnia planowanie i kontrola wdrożone przez

rachunkowość zarządczą. To z kolei wymaga ilościowego określenia celów. Do grupy celów związanych z osiąganiem wyników zaliczamy cele strategiczne („zdobyć pozycję wiodącą na rynku"), cele operacyjne („wykorzystywać potencjał w x%") oraz cele finansowe („osiągnąć stopę zwrotu"). Mogą one dotyczyć całej firmy („zwrot z kapitału własnego"), jednego z działów („zwrot na kapitale zaangażowanym"), centrum odpowiedzialności („budżet") lub produktów (koszty normatywne).

Ziarnko do ziarnka…

Maclean's: Kanada to kraj małych i średnich firm. Jakie zasady, z tych które przyjęliście, zapewniają prowadzenie biznesu niezależnie od jego rozmiarów?

Welch: Wygrywa najlepszy zespół. Do tego się to sprowadza, czy jest to hokej, baseball czy biznes. Jeśli masz najlepszy zespół, to wygrywasz. I to się sprawdza niezależnie od tego, jak duża jest firma. Tego standardu nie można obniżyć. Mechanizm operacyjny i system wartości. Naszą zasadą było: zawsze można to zrobić lepiej. Jeśli wpadłeś na pomysł, podzieliłeś się nim z innymi i przekonałeś ich, to byłeś bohaterem. Trzeba mieć **cele wynikowe**, które są oczywiste i znane wszystkim. Codziennie próbowaliśmy być jak warzywniak na rogu. Codziennie próbowaliśmy być nieformalni. Codziennie… ziarnko do ziarnka.

Jack Welch, były CEO General Electric Co.
„Maclean's Magazine", 5 listopada 2001, s. 43

Cena odkupu • **Buy Back Price** • Wycena stosowana w księgowej *wycenie rynkowej papierów wartościowych* w sytuacji, kiedy występuje *marża* (*spred*) między ceną kupna i sprzedaży. Cena odkupu, która różni się zależnie od pozycji *długiej* lub *krótkiej* jest także ceną najbardziej konserwatywną, gdyż wyłącznie uznaje dochody, spredy rynkowe które mogą być bezzwłocznie zrealizowane na płynnym rynku. Przykład:

Rynkowe spredy cenowe			
Pozycja	Sprzedaż	Średnia	Kupno
Długa	***98***	99	100
Krótka	98	99	***100***

W sytuacji długiej pozycji, tzn. papierów wystawionych do sprzedaży po 100, cena odkupu wynosi 98. Przy zajęciu krótkiej pozycji, czyli chęci odkupu papierów po 98, mogą być one faktycznie odkupione po cenie 100.

Cena realizacji opcji (bazowa) • **Strike Price** • **Exercise Price** • **Basis Price** • Określona w umowie opcji cena, za którą posiadacz może zrealizować opcję poprzez jej zakup lub zbycie (w zależności od rodzaju opcji). Cena realizacji porównana do cen rynkowych określa, czy opcja jest *in the money* (tj. ma wartość wewnętrzną), czy *out of the money* (nie ma wartości wewnętrznej).

Cena rynkowa • **Market Price** • Cena, która występuje na aktywnym rynku, gdzie za pieniądze wymienia się towary i usługi. Na rynkach doskonale efektywnych, cena rynkowa równałaby się *wartości wewnętrznej* (*wartości ekonomicznej*). Dla tradera na płynnych rynkach papierów wartościowych lub rynkach pieniężnych, rynek ma zawsze rację i dostosowania wycen rynkowych do posiadanych pozycji wyznaczają wyniki uzyskiwane na transakcjach. Jednakże z powodu nieefektywności rynków, cena rynkowa nie koniecznie jest synonimem głębszej, fundamentalnej i trwalszej wartości (patrz: słynny cytat poniżej). Ceny mogą być przedmiotem wahań „hałasu" oraz niedoskonałości rynku (władza monopoli, brak informacji, nierównowaga pomiędzy podażą a popytem itp.). Przykładem takiej luki jest giełda, gdzie inwestorzy w każdej chwili mogą mieć inną ocenę wartości wewnętrznej w porównaniu z ceną rynkową. A to w konsekwencji wywołuje decyzję o kupnie lub sprzedaży. Podejście księgowe do wartości godziwej (patrz *Kompendium terminów z zakresu rachunkowości po polsku i angielsku*) poszukuje rozsądnej przybliżonej wartości do ceny rynkowej w sytuacji, gdy nie ma aktywnego rynku i z możliwością obserwowania cen. Patrz także *hipoteza rynku efektywnego*.

Cena a wartość

Lord Darlington. Ależ z was cynicy!
Cecil Graham. Kto to jest cynik?
LD. Człowiek, który zna cenę wszystkiego, ale nie zna wartości niczego.
CG. A człowiek sentymentalny, mój drogi Darlington, to ktoś, kto widzi absurdalną wartosc we wszystkim, a nie zna **ceny rynkowej** ani jednej rzeczy.

Oskar Wilde *Wachlarz Lady Windermere*, 1892

Cena średnia • **Kurs średni** • **Middle Price** • **Mid-Price** • Cena danego, notowanego papieru wartościowego znajdująca się pośrodku, pomiędzy wyższą ceną kupna i niższą ceną sprzedaży. Używana w czasopismach i na stronach internetowych w przypadku, gdy nie ma rynkowej ceny rozliczeniowej.

Cena wykonania opcji (bazowa) • **Exercise Price** • Synonim *ceny realizacji opcji*.

Centralni depozytariusze • **Central Counterparties** • **CCP** • Instytucja infrastruktury rynku w obrocie instrumentami pochodnymi, która pozwala na solidne rozliczenie transakcji. CCP występuje jako kupujący wobec każdego sprzedającego i odwrotnie. Pobiera marże od każdej transakcji, żeby wyeliminować ryzyko rozliczeń. Często są one jeszcze zabezpieczone dodatkowym funduszem rezerwowym. W ten sposób traderzy muszą się tylko martwić o wiarygodność kredytową jednego podmiotu, z którym mogą zawierać transakcję. CCP są normą na rynkach takich jak Chicago Board of Trade, na których obraca się standaryzowanymi kontraktami terminowymi.

Centrum finansowe • **Financial Centre** • Każde miasto z wysoką koncentracją usług finansowych świadczonych przez banki i firmy inwestycyjne z dodatkowym wsparciem w postaci usług pomocniczych kontrolerów, adwokatów i księgowych. Centra finansowe mogą mieć zasięg globalny (Nowy Jork, Londyn), regionalny (m.in. Tokio, Frankfurt, Paryż, Singapur, Dubaj) lub krajowy (m.in. Toronto, Bombaj, Warszawa). Przyczyny ich powstania to mieszanka powodów historycznych, finansowych i politycznych. Czynnikiem kluczowym jest liczba mieszkańców, co pozwala na koncentrację kapitału i utworzenie sieci usług. Raje podatkowe (np. Kajmany), które stanowią centra finansowe specjalnego przeznaczenia, mogą być niewielkie. Zazwyczaj pomiędzy centrami finansowymi panuje rywalizacja, co do korzyści, jakie przynoszą miastu (np. redukcja bezrobocia, wydatki konsumpcyjne, skala podatków). Centra finansowe potrzebują sprzyjających warunków, aby rozkwitnąć. Oznacza to skuteczne przepisy (rzetelne, godne zaufania i nie utrudniające) oraz klimat przychylny biznesowi. Zob. także *Wall Street*.

Certyfikacja analityków • **Certification, Research Analyst's** • Reforma *rynku kapitałowego* dająca analitykom niezależność wobec ewentualnych nacisków ze strony pracodawcy przy wydawaniu opinii dla inwestorów. Certyfikacja ma na celu przeciwdziałanie nadużyciom wynikającym z konfliktu interesów w ramach banków inwestycyjnych, zwłaszcza po skandalach Enronu i innych firm. Na przykład, zdesperowany bank inwestycyjny, próbujący uzyskać rolę gwaranta emisji lub upchnąć akcje na rynku, mógłby naciskać na zatrudnionych u siebie analityków, żeby promowali dany walor.

Certyfikaty (akcje) • Certificates (Share/Stock) • Dokument papierowy poświadczający własność akcji. Zwykle dokument ten ma postać eleganckiego i atrakcyjnego wydruku, który nie tylko określa prawa własności, ale również przekazuje tożsamość spółki za pomocą artystycznych środków wyrazu (czyniąc je często atrakcyjnymi okazami dla kolekcjonerów). Choć materialny charakter certyfikatu być może stanowił dla wielu posiadaczy psychiczne zabezpieczenie, utrudnia on pod względem logistycznym obrót, handel i przechowywanie certyfikatów (patrz poniżej), w związku z czym większość inwestorów się ich obecnie pozbywa. Patrz również *dematerializacja*.

Baba z wozu, koniom lżej

Cały system papierowych **certyfikatów** własności jest niesamowicie kłopotliwy i archaiczny, i należałoby go zlikwidować. Rejestry własności można bez problemu przechowywać na kartach pamięci dużych komputerów. Właściwie już teraz większość obligacji i część akcji jest rejestrowanych w ten sposób. Gdyby akcjonariusze mogli wyzbyć się atawistycznego pragnienia ślicznych wytłaczanych certyfikatów, Wall Street mogłaby zmniejszyć swoje obciążenie papierkową robotą, można byłoby zmniejszyć stawki prowizji, a ekolodzy mogliby pogratulować sobie kolejnego zwycięstwa.

Burton Malkiel *A Random Walk Down Wall Street*
(*Błądząc po Wall Street. Dlaczego nie można wygrać z rynkiem*).

Chicagowska Giełda Towarowa • CME • Chicago Mercantile Exchange • CME • CME (zwana często „Chicago Merc" lub „the Merc") to amerykańska giełda finansowych i towarowych instrumentów pochodnych z siedzibą w Chicago, w stanie Illinois. Na CME notowanych jest kilka typów instrumentów finansowych: kontrakty na stopę procentową, akcje, waluty i towary. Można na niej również handlować instrumentami alternatywnymi, takimi jak: instrumenty pochodne pogodowe i nieruchomości. Założono ją w roku 1898 ze względu na jej bliską odległość do rolniczego centrum Środkowego Zachodu Stanów Zjednoczonych. Od tamtej pory doszło do połączenia się jej z innymi giełdami, takimi jak Chicago Board of Trade oraz New York Mercantile Exchange (Nowojorska Giełda Towarowa), co uczyniło z niej największą z giełd kontraktów terminowych na świecie pod względem otwartych pozycji, opcji i kontraktów terminowych (liczba kontraktów w obrocie).

Choćby się waliło i paliło • **Cokolwiek by się nie działo** (żargon) • **Hell-Or-High-Water Clause** (vernacular) • Niepodważalne i bezwarunkowe zobowiązanie do wykonania działań wskazanych w umowie. Nawet siła wyższa nie może być usprawiedliwieniem. Taki warunek często zawarty jest w projekcie finansowania lub w sytuacji zobowiązań typu „misji krytycznej". Przykładowo, umowa leasingu finansowego może zawierać obowiązek płatności rat, bez względu na to, co stało się z leasingowanym aktywem. Warunek ten prowadzi do traktowania umowy leasingu na równi z długiem skonsolidowanym. Zob. także: *kontrakt typu „odbierz lub płać"* i *kontrakt typu „dostarcz lub płać"*.

Ciemne interesy (slang) • **Shady Deals** (slang) • Transakcje, co do których istnieją nie poparte dowodami podejrzenia, że mają wątpliwy lub nieuczciwy charakter. Możliwość wysunięcia takich podejrzeń wskazuje, że działalność powinno się prowadzić z zachowaniem zasad przejrzystości. W przeciwnym wypadku słowo „prywatny" zacznie się kojarzyć ze słowem „niejawny", co z kolei implikować będzie utratę reputacji.

Cierpliwy kapitał (żargon) • **Patience Money** (vernacular) • Źródło kapitału gotowe czekać przez dłuższy czas na zwrot z dokonanych inwestycji, w przeciwieństwie do podmiotów nastawionych na umownie zagwarantowane zobowiązanie lub krótkoterminowy zwrot.



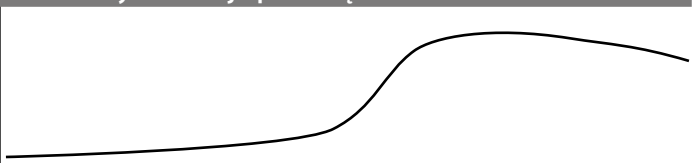
Dobrymi przykładami są tu właściciele-kierownicy małych lub średnich przedsiębiorstw oraz inwestorzy private equity. W biznesie cierpliwość jest kwestią znalezienia złotego środka. Z jednej strony jest to „cnota", ale z drugiej: „ileż można czekać?"

Cięcie kosztów (żargon) • **Cost Cutting** (vernacular) • Radykalna redukcja wydatków operacyjnych w postaci czasowego zawieszenia zatrudnienia, sprzedaży aktywów, outsourcingu, redukcji zatrudnienia lub wprowadzenia bieżących oszczędności. Kiedy przedsiębiorstwo jest w okresie recesji lub doświadcza znacznej presji ze strony konkurencji, redukcja kosztów jest możliwa bez zmniejszenia przychodów zakładając, że firma nie wykorzystywała w pełni swoich możliwości. W innej sytuacji cięcie kosztów może doprowadzić do spadku przychodów, w krótkim lub dłuższym czasie. W dobrze zarządzanym przedsiębiorstwie, możliwości redukcji kosztów są zazwyczaj niewielkie, gdyż zarządzający na bieżąco kontrolują wydajność. Niestety, rozluźnienie organizacyjne wkrada się do wielu przedsiębiorstw. Nowi menedżerowie, motywowani oczekiwaniem akcjonariuszy co do podniesienia wartości firmy mogą być skłonni do wprowadzania bardzo radykalnych cięć kosztów.

Contango • **Contango** • Cena transakcji terminowej na rynku towarowym, która jest wyższa niż *cena transakcji natychmiastowej*. Wynika to z oprocentowania oraz kosztów poniesionych celem przetrzymania i dostarczenia produktu w przyszłości. Contango jest normalną sytuacją na większości rynków kontraktów terminowych. Jest jednak możliwe, że ceny transakcji natychmiastowych będą wyższe od cen transakcji terminowych, co nazywane jest *deportem*.

Cykl rozwoju przedsiębiorstwa • **Business Life Cycle** • Koncepcja, według której w kolejnych stadiach wzrostu sprzedaży, przedsiębiorstwo posiada różny charakter (patrz tabela na s. 68).

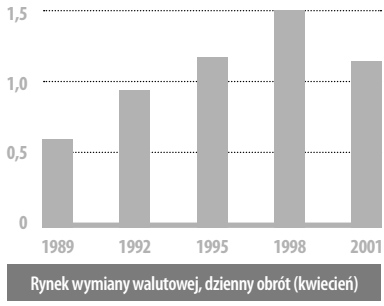
Cykl rozwoju przedsiębiorstwa jest użytecznym narzędziem pojęciowym w analizie finansowej, ponieważ przedstawiając ogólną charakterystykę sytuacji przedsiębiorstwa umożliwia przeprowadzanie analizy w odpowiednim kontekście. Przykładowo, w fazie wzrostu, w której znajduje się większość drobnych i średnich przedsiębiorstw, mogą wystąpić luki finansowe, ponieważ dostępne środki nie wystarczają na finansowie rosnącej sprzedaży.

Cykl rozwoju przedsiębiorstwa				
Przychody ze sprzedaży				
Faza cyklu	**Faza rozruchu**	**Faza wzrostu**	**Faza dojrzała**	**Faza schyłkowa I Faza odnowy**
Rynek	◆ Nieprzetestowany	◆ Wrażliwy	◆ Nasycony	◆ Przesycony
Konkurencyjność	◆ Energia ◆ Entuzjazm	◆ Wygrywająca oferta ◆ Nowatorstwo	◆ Reputacja ◆ Doświadczenie	◆ Doświadczenie ◆ Zabezpieczona pozycja
Słabe punkty	◆ Brak doświadczenia ◆ Zasoby	◆ Dźwignia ◆ Masa krytyczna	◆ „Spoczęcie na laurach" ◆ Nowe przedsiębiorstwo	◆ Biurokracja ◆ Kurczący się rynek
Zespół zarządzający	◆ Właściciele ◆ Rodzina	◆ Właściciele ◆ Menedżerowie	◆ Menedżerowie ◆ Rada nadzorcza	◆ Menedżerowie ◆ Rada nadzorcza
Źródła finansowania	◆ Środki własne ◆ Kredyt kupiecki	◆ Kredyt kupiecki ◆ Kredyty bankowe	◆ Kredyty bankowe ◆ Rynek kapitałowy	◆ Rynek kapitałowy ◆ Upłynnianie aktywów
Cel	◆ Przetrwanie	◆ Wzrost	◆ Konsolidacja	◆ Odmłodzenie przedsiębiorstwa
Ryzyko	◆ Niskie	◆ Wysokie	◆ Niskie	◆ Średnie

Czarna dziura płynności (przesadnie) • **Liquidity Black Hole** (dramatisation) • Pojęcie w sposób dramatyczny opisujące sytuację rynkową, w której inwestorzy nie mogą sprzedać aktywów bez zastosowania dużego dyskonta, aby w ten sposób nakłonić innych inwestorów do kupna. Czarne dziury płynności (nawiązując do zjawiska astronomicznego, gdzie gwiazda ma taką siłę grawitacji, że wchłania światło) mogą wystąpić w sytuacji, kiedy nie ma wystarczającej różnorodności ocen na rynku. Im większa zgodność między uczestnikami rynku, tym mniejsza płynność. Mniejsza płynność powstaje wskutek technologii, np. powszechnie używanych systemów zarządzania ryzykiem, redukowania niespójności informacji oraz stymulowania zachowań stadnych. W rezultacie nawet płynne rynki, takie jak rynek *bonów skarbowych* lub rynek Forex, mogą być w sytuacji, w której uczestnicy szybko będą chcieli się pozbyć posiadanych

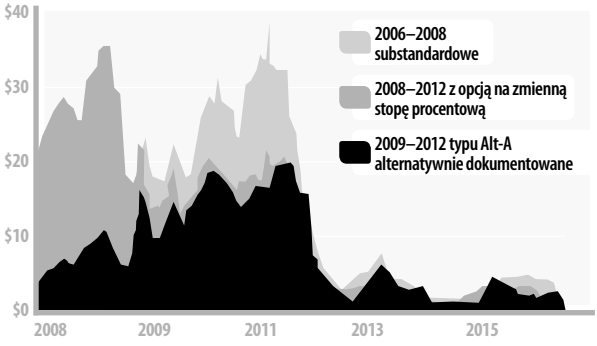
walorów. (Źródło: *Survey of International Finance*, „The Economist", 18 maja 2002, s. 10).

Czarne dziury płynności
w mld USD



Źródło: Bank Rozrachunków Międzynarodowych, „The Economist", 18 maja 2002

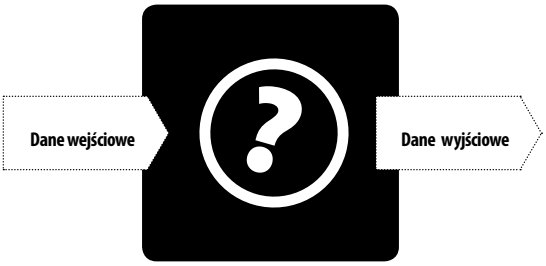
Czarna dziura płynności
„Zresetowane" kredyty hipoteczne
w mld USD



Źródło: www.marketoracle.co.uk / Article5223.html

Czarna skrzynka (slang) • **Black Box** (slang) • Złożony wewnętrzny proces przetwarzania danych (np. założeń lub wyborów) i tworzenia rozwiązań (np. rezultatów, prognoz czy decyzji). Korzystający niekoniecznie rozumieją wewnętrzne zasady pracy, w oparciu o które powstają analizy, formuły czy procesy rozumowania. Jednak dla ułatwienia mogą wybrać poleganie na uzyskanych rozwiązaniach, jeżeli mają zaufanie do wewnętrznych procesów. Najbardziej znanym przykładem czarnej skrzynki może być program arkuszy kalkulacyjnych czy analiza zdolności kredytowej. Traktowanie wewnętrznych decyzji na zasadzie czarnej skrzynki może mieć sens w praktyce, (kto ma czas na zrozumienie tych skomplikowanych mechanizmów?), jednak niesie ze sobą ryzyko w przypadku, kiedy zastosowane formuły są błędne.

Czarna skrzynka



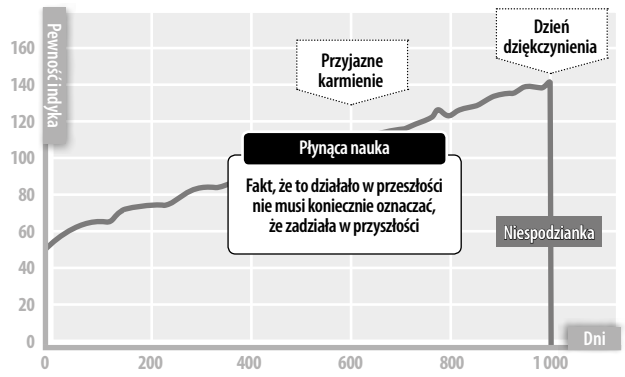
Nie ujawnione

„Firmy brokerskie nadal stanowią czarną skrzynkę i podobnie jest z ich długiem, który zazwyczaj sprzedawany jest z dyskontem. W raportach rocznych nie ma wielu informacji na temat ryzyka stopy procentowej czy kapitału własnego".

Wypowiedź analityka kredytowego, dlaczego firmy brokerskie zazwyczaj płacą wyższe oprocentowanie, źródło: „International Herald Tribune", 15 grudnia 2006, s. 20

Czarny łabędź (żargon) • **Zdarzenia zaskakujące** • **Black Swan Events** (vernacular) • Nazwa pochodzi od ptaka znalezionego w Australii, którego nigdy nie widziano w Europie. Niespodziewane zdarzenie, które jest całkowicie możliwe, ale niepotwierdzone dotychczasowym doświadczeniem, przynosi złe skutki.

Czarny łabędź



Źródło: Nassim Nicholas Taleb *The Black Swan*, 2007, s. 41

Określenie to zostało ukute przez guru ryzyka Nassima Taleba (autora książek *Fooled by Randomness* i *The Black Swan*), który trafnie ilustruje je przykładem indyka serwowanego w Święto Dziękczynienia. W obliczu *kryzysu finansowego* z 2008 roku, Taleb twierdzi, że czarny łabędź jest wkomponowany w pseudonaukę pod nazwą zarządzanie ryzykiem, na której można polegać w odniesieniu do metod ilościowych i ignorując kupiecki zdrowy rozsądek.



Myślał indyk o niedzieli

Czarny łabędź to sprawa punktu widzenia. Indyk jest uspokajany, że jego karmiciele działają dla jego interesu. Kiedy pojawia się rzeźnik, indyk jest zaskoczony… Ponieważ banki są narażone na wybuchy, historycznie są indykami. Bankowość to bardzo podstępny biznes, ponieważ nie zdajesz sobie sprawy jak jest ryzykowny, aż jest już za późno. To jak cicha woda, która „brzegi rwie".

Nassim Nicholas Taleb, „Fortune", 14 kwietnia 2008, s. 45

Czarny rynek • **Black Market (Currency)** • Czarny rynek jest działalnością ekonomiczną opierająca się na nielegalnych transakcjach, zazwyczaj sprzedaż i zakup są zabronione prawem (na przykład broń, narkotyki, skradzione przedmioty). Czarny rynek obejmuje również sprzedaż legalnych dóbr lecz w sposób nielegalny, na przykład poprzez unikanie obciążeń podatkowych (na przykład papierosy) lub bez posiadanej licencji (niezarejestrowana broń palna). Czarny rynek występuje w większości gospodarek, powstaje tam, gdzie państwo wprowadza restrykcje w stosunku do nieskrępowanych transakcji rynkowych. Jak na ironię, czarny rynek prosperuje najlepiej, kiedy restrykcje rządowe są największe. W przypadku transakcji wymiany walut, kursy wymiany na czarnym rynku są najlepszym odzwierciedleniem stanu gospodarki kraju. Zob. także s*zara strefa*.

Myśli na temat czarnego rynku

Był jeden powód, dla którego mieliśmy ze sobą niewielką sumę w czekach (cheques) podróżnych, ale sporo gotówki. Wolałem niewielkie ryzyko bycia okradzionym przez złodzieja niż pewność bycia oszukanym przez bank państwowy. Premia nad kursem bankowym lub oficjalnym daje mi najważniejszą wskazówkę, jakie możliwości ma rząd. Jeśli mogę kupić pięć złotych za dolara w banku, ale osiem złotych na czarnym rynku, to wiem, że rząd próbuje narzucić kurs wymiany swoim rodakom, boi się uwolnić kurs na rynku światowym.

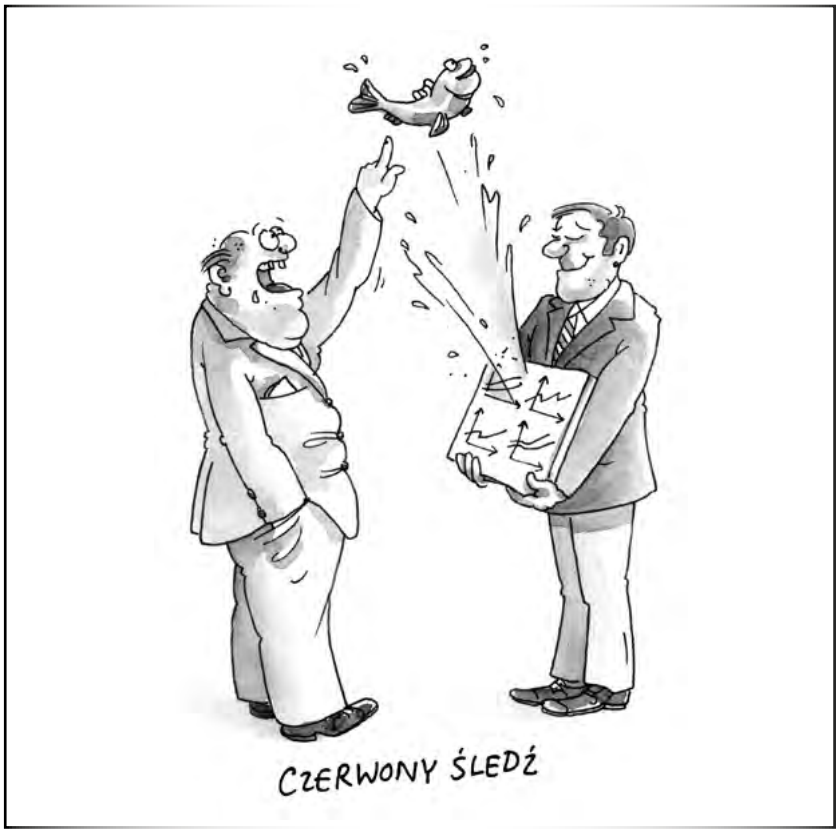
Jim Rogers *Investment Biker*

Czasowe wyłączenie zbywalności akcji • **Lock Up Period** • Czas, podczas którego nie wolno sprzedać walorów. Takie ograniczenie stosuje się wobec konkretnych inwestorów, aby uniknąć zakłóceń ceny rynkowej. Na przykład, w przypadku *pierwotnej oferty publicznej* pracownicy emitenta, którzy posiadają akcje nie mogą ich sprzedać, ponieważ byłby to sygnał dla rynku o negatywnych oczekiwaniach pracowników dysponujących informacjami poufnymi. Czasowe wyłączenie zbywalności akcji trwa zwykle krócej niż rok. Inny, mniej znany rodzaj wyłączenia zbywalności zachodzi, gdy aktywa funduszu są czasowo zamrożone. Może się to zdarzyć, jeśli aktywa funduszu mają być wycenione na nowo.

Czek idzie pocztą (jedno z najstarszych kłamstw) • **Cheque/Check is in the Mail** (one of the world's oldest lies) • Wymówka często podawana

wierzycielom domagającym się zaległej zapłaty. W systemie regulowania płatności na papierze, czeki były wysyłane pocztą, którą wówczas można było obwinić za opóźnienie. Kiedy nie korzysta się z czeków, szuka się innych pomysłowych wymówek („księgowy zachorował" lub „nie możemy znaleźć państwa faktury" itp.). Radzenie sobie z wymówkami to wyzwanie dla windykacji.

Czerwony śledź (slang) • **Red Herring** (slang) • Potoczna nazwa *prospektu emisyjnego* (który można by również nazwać „poszukiwaczem właściwej drogi"). Slang bankowców inwestycyjnych wywodzi się od czerwonego atramentu używanego na okładce w celu ostrzeżenia potencjalnych inwestorów, że treść jest oficjalna, ale niekoniecznie ostateczna. Dla żartu bankierski slang można też powiązać z konwencjonalnym znaczeniem zwrotu „czerwony śledź", oznaczającym próbę odwrócenia uwagi od kwestii zasadniczej, dygresją nie powiązaną z tematem. Pochodzenie zwrotu: suchy, wędzony śledź o czerwonej barwie, posiadający silny i trwały zapach, który jest w stanie zbić z tropu psy myśliwskie, jeśli wysmaruje się nim ścieżkę.



Częściowa sprzedaż udziałów mniejszościowych • **Equity Carve-Out** • Sprzedaż przez spółkę macierzystą trzeciej stronie, inwestorowi części (zwykle udziałów mniejszościowych) jednostki zależnej. Takie częściowe zbycie aktywów może służyć zdobyciu funduszy dla spółki macierzystej. Przez zachowanie udziału właściciela, zwłaszcza w pierwotnej ofercie publicznej, spółka macierzysta może uzyskać lepszą cenę. Częściowa sprzedaż udziałów mniejszościowych może być również strategią poprawiającą wyniki, np. jako część restrukturyzacji przedsiębiorstwa. Jednostka zależna zwykle ma własny ład korporacyjny realizowany przez nowych udziałowców i zdecentralizowany zarząd. Jednak wciąż może oczekiwać od spółki matki porady i wsparcia w razie potrzeby. Spółka matka/właściciel nadal uczestniczy w przyszłych zyskach i może sprzedać dalsze akcje w przyszłości, kiedy udziały będą w aktywnym obrocie.

Członek rady nadzorczej nie zatrudniony w przedsiębiorstwie • **Non-executive Director** • Taka osoba w *radzie nadzorczej* jest bardziej niezależna od nacisków zarządu i może lepiej sprawować nad nim *nadzór*. Stanowi to ważną strategię w walce przeciwko *kapitalizmowi kolesiów*. Ale jest też druga strona medalu: członek rady nadzorczej nie zatrudniony w przedsiębiorstwie może się dość słabo orientować w jego działalności i nie jest z nim związany w takim samym stopniu, jak jego poważny *interesariusz*. Niemniej jednak osoby takie mają ważną rolę do odegrania w ramach wyznaczonych przez najlepsze praktyki *ładu korporacyjnego* (np. przez brytyjski Combined Code).

Członkostwo w giełdzie • **Seat (Stock Exchange)** • Tradycyjne odniesienie do uczestnictwa w giełdzie papierów wartościowych lub towarowej, pochodzące prawdopodobnie od koncepcji posiadania „miejsca przy stole". W związku z tym, że większość giełd nie przyjmuje nowych członków, miejsca mają wartość rynkową, jeśli można je kupować i sprzedawać.

Czynnik dobrego samopoczucia (żargon) • **Feel Good Factor** (vernacular) • Nastrój ogólnego zadowolenia i spokoju na rynku odzwierciedlający długi, niezakłócony okres pomyślnej koniunktury lub innych sprzyjających warunków. Często ma on wpływ na „nieemocjonalne" decyzje takie jak poziom notowań giełdowych, wybory, nakłady inwestycyjne itp. Ponieważ psychologia rynku odzwierciedla instynkt stadny, czynnik dobrego samopoczucia ma istotne znaczenie przy podejmowaniu wielu decyzji.

Zdobywanie mandatów

W przeszłości **czynnik dobrego samopoczucia** był postrzegany jako decydujący wyznacznik wyników wyborów. W 1987 roku na przykład, konserwatyści wygrali i pozostali u władzy na trzecią kadencję, a pomógł im w tym wzrost gospodarczego optymizmu przed wyborami…

Not Feeling So Good,
„The Economist", 7 kwietnia 2005

Czynniki ryzyka (w prospekcie emisyjnym) • Risk Factors (Prospectus Disclosure) • Jeden z tematów wymagających obowiązkowego omówienia w *prospekcie emisyjnym* w celu zasygnalizowania potencjalnym inwestorom ewentualnych obszarów ryzyka w działalności emitenta. Choć wymóg *ujawniania informacji* w tym zakresie wynika po części z dbałości o ochronę inwestorów, innym jego uzasadnieniem jest zabezpieczenie samego emitenta przed procesami sądowymi. Jeżeli w przedsiębiorstwie pojawią się problemy, fakt uprzedniego ujawnienia czynników ryzyka oczyszcza przedsiębiorstwo z zarzutów o ukrywanie istniejących zagrożeń.

Czynniki ryzyka finansowego • Financial Risk Factors • Dyskusja zawarta w uwagach do sprawozdań finansowych ujawniająca różnego rodzaju czynniki ryzyka, na które narażona jest spółka oraz działania jakie spółka podejmuje zarządzając ryzykiem. Wymieniane czynniki ryzyka to:

- ryzyko rynkowe zmiany cen mające wpływ na wycenę składników bilansu według *wartości godziwej*,
- ryzyko kredytowe dotyczące nie wywiązywania się dłużników ze spłat,
- ryzyko utraty płynności wynikające z nie wywiązywania się spółki ze swoich zobowiązań wobec wierzycieli i kredytodawców,
- ryzyko stopy procentowej wpływające na wysokość strat z tytułu zmiany stóp procentowych.

Ponieważ rynki finansowe z jednej strony są nieodłącznie podatne na wpływy, a z drugiej strony same mają wpływ na zachowanie kontynuacji działania spółki, odbiorcy sprawozdań finansowych są gorąco zainteresowani takimi informacjami.

D

Dać cynk (żargonowo), **typ** • **First Call Information** (market vernacular) • Wszelkie uprzywilejowane informacje przekazywane (np. „dam cynk przez telefon") inwestorom przez traderów. Jeśli na przykład ma zostać sprzedany duży pakiet akcji, trader lojalny w stosunku do dużego inwestora może zaproponować mu te akcje przed wystawieniem ich do sprzedaży na rynku. Gdyby taka przysługa została oceniona jako wykorzystanie *informacji niejawnych*, byłoby to sprzeczne z większością regulacji giełdowych. Jednak może to być także nic więcej, niż bliskie stosunki handlowe. Uważa się, że *fundusze hedgingowe* wyszukują informacje poufne, ponieważ kupują i sprzedają tak duże ilości akcji, że maklerzy chcieliby mieć je za stałych klientów.

Dealer • **Dealer (Securities)** • Osoba handlująca papierami wartościowymi we własnym imieniu jako zleceniodawca. Osoba taka ponosi wszelkie ryzyka, ale i czerpie korzyści związane z obrotem. Działalność ta znana jest również pod nazwami inwestowanie na własny rachunek, *makler specjalista* lub *jobber*. Jest to przeciwieństwo roli pośrednika (lub „maklera") w imieniu innych osób, gdy usługa transakcyjna świadczona jest stronie, która ponosi ostateczną odpowiedzialność z tytułu posiadania papieru wartościowego. Większość firm świadczących usługi finansowe prowadzi oba te rodzaje działalności. Działają jako pośrednicy, świadcząc usługi *zarządzania aktywami* dla strony trzeciej oraz jako dealerzy w obrocie papierami wartościowymi na własny rachunek. Ze względu na możliwość konfliktu interesów (np. dobre transakcje idą na konto firmy, a złe na konto klienta), większość ustaw o papierach wartościowych wymaga ujawniania roli strony obracającej papierami wartościowymi przy każdej transakcji.

Decyzja „kupić czy produkować" • **Make-or-Buy Decision** • Decyzja, czy produkować towar lub usługę w ramach struktur firmy („zrób to sam"), czy

nabyć je na zewnątrz. Jeśli cena towaru lub usługi nabytych od firmy zewnętrznej jest niższa od kosztów produkcji własnej, decyzja zazwyczaj zapada szybko: kupujemy (chyba że istnieją istotne czynniki pozacenowe, np. jakość towaru/usługi lub niezawodność dostarczenia). Jeśli firma jest w stanie sama taniej wyprodukować to czego potrzebuje, tak właśnie powinna zrobić. Co jednak, gdy mamy do czynienia z „wąskim gardłem" produkcji lub niewystarczającymi zasobami? Co wtedy kupić, a co produkować? Należy zacząć od wyodrębnienia działań, które wygenerują najwyższą wartość w przeliczeniu na jednostkę niewystarczających zasobów lub czynnika ograniczającego, gdzie wartość definiuje się jako różnicę między ceną zakupu a kosztami zmiennymi produkcji (przy pominięciu poniesionych nieodwołalnie kosztów stałych). Następnie firma powinna skupić się na działaniach o najwyższej rentowności, a w pozostałych przypadkach zaopatrywać się na zewnątrz.

ZRÓB TO SAM		
Czy to się opłaca?	=	(Cena zakupu – koszty zmienne produkcji) / Liczba jednostek niewystarczających zasobów

Decyzja typu „kupić czy produkować" wiąże się ściśle z analizą możliwości *outsourcingu*.

Decyzje inwestycyjne • **Financing Decisions** • Decyzje wymagane dla pozyskania środków pieniężnych na nowe projekty, szczególnie z nierównomiernymi nakładami kapitałowymi, które wymagają znacznego zaangażowania zasobów. Pytania jakie należy postawić to między innymi:

- Czy nowy projekt odpowiada krańcowemu kosztowi nowegokapitału?
- Jakie jest ryzyko związane z nowym finansowaniem?
- Jaka jest struktura kapitału: przewaga własnego czy obcego?
- Jeśli kapitał obcy, to jaka stopa procentowa (stała czy zmienna)?
- W jakiej walucie nowy kapitał?

Teoretycznie, nie ma decyzji finansowych samych z siebie, a tylko decyzje inwestycyjne – to znaczy, jeżeli projekt inwestycyjny ma dodatnią wartość bieżącą netto, to powinien być finansowany zgodnie z optymalną *strukturą kapitału*. Można założyć, że na efektywnym rynku, zawsze znajdą się środki pieniężne na sfinansowanie godnych uwagi projektów („jeśli będziesz budował, oni to sfinansują"). Należy pamiętać, że decyzje finansowe są w rzeczywistości ważnym elementem biznesu, gdyż rynki nie zawsze działają idealnie, szczególnie w przypadku mniejszych spółek z ograniczonym dostępem do źródeł finansowania.

Bojaźliwość

Niskie zadłużenie jest dla firmy, jak poduszka chroniąca przed szokiem finansowym (a dodatkowo powoduje, że ceny jej akcji nie są tak zmienne), znacznie zmniejsza to stres CEO. W większości przypadków inwestorzy chętnie zaakceptowaliby wyższą zmienność, jaka towarzyszy wypracowaniu dodatkowej wartości wynikającej z zamiany kapitału własnego na obcy. Ale inwestorzy nie podejmują **decyzji finansowych**.

Crushed by… Savings, „Fortune" (wydanie europejskie), 6 marca 2006, s. 30

Delewarowanie (obniżenie poziomu dźwigni finansowej) • **Deleveraging** • Redukowanie nadmiernej lub niebezpiecznej wielkości zadłużenia kredytobiorcy, zazwyczaj w reakcji na niekorzystne warunki rynkowe. O ile *lewarowanie* ma swoje pozytywy, to jednak nie jest pozbawione ryzyka. W przypadku przedsiębiorstwa można obniżyć poziom dźwigni przez podniesienie kapitału własnego i spłacenie długu. Alternatywą może być sprzedanie aktywów i przeznaczenie wpływów ze sprzedaży na spłatę długu, chociaż to może nie obniżyć wskaźników lewarowania tak szybko jak spłata ze świeżego kapitału. Poza tym, może być drogie, gdy ceny aktywów są niekorzystne. Delewarowanie można również osiągnąć oszczędzając na działalności i przeznaczając dodatkowe wolne środki pieniężne na spłatę długu. Gospodarstwa domowe zazwyczaj obniżają poziom dzwigni ograniczając konsumpcję i zwiększając oszczędności. Delewarowanie jest procesem dostosowawczym, który jest często bolesny. Przejście do bardziej zrównoważonego poziomu zadłużenia wymaga ofiar. W czasie *kryzysu kredytowego lat 2007–2009* proces obniżania poziomu dźwigni finansowej zmniejszył popyt globalny i uprzedził szybkie ożywienie gospodarcze.

Dematerializacja • **Dematerialisation** • Eliminacja materialnych, dokumentowych *papierów wartościowych* (w szczególności świadectw udziałowych i certyfikatów obligacji) przez zapis elektroniczny, zwykle przygotowany przez niezależną *izbę rozrachunkową* lub depozytariusza. Dematerializacja jest także bezpieczniejsza, ponieważ dokumenty papierowe łatwo mogą zostać zagubione lub skradzione. Aby zrekompensować stratę przyjemności w postaci posiadania „namacalnego dowodu", musi istnieć zaufanie do kompetencji instytucji-depozytu, spójność oraz zdrowe reguły.

Deport • Transakcja deportowa • Backwardation • Sytuacja, gdy towar jest warty więcej na rynku kontraktów natychmiastowych niż na rynku transakcji terminowych. Zwykle cena kontraktu terminowego jest wyższa niż natychmiastowego (sytuację tę nazywamy *contango*). Jeśli jednak rynki spodziewają się spadku ceny towaru z czasem, jego cena w kontraktach terminowych może być niższa niż w natychmiastowych.

Deregulacja • Uwolnienie rynku (rynki finansowe) • Deregulation (Financial Markets) • Świadome działania mające zmniejszyć nadzór organów regulacyjnych i sprzyjać działaniu konkurencyjnych sił rynkowych na rynkach finansowych. Czyni się je z nadzieją na usprawnienie rynków, bez szkody dla ich bezpieczeństwa. Do znaczących przykładów deregulacji rynków finansowych należą Big Bang w Londynie w roku 1987, który umożliwił pobieranie prowizji od obrotów na bazie ustalanej przez rynek oraz zniesienie restrykcji dotyczących łączenia działalności inwestycyjnej i bankowości komercyjnej w USA w 2001 roku. Przed deregulacją nawet rządy zorientowane na gospodarkę wolnorynkową dokonywały zapobiegawczych interwencji na rynkach finansowych. Było to usprawiedliwiane zamiarem ochrony interesu publicznego, który uważano za zagrożony w przypadku upadku banku. Deregulacja rynków finansowych stanowi część szerszej tendencji do wprzęgnięcia sił wolnorynkowych w takie dziedziny, jak linie lotnicze, spółki telekomunikacyjne i spółki użyteczności publicznej. Logika tego działania opiera się na zasadzie, że w „interesie publicznym" jest większa efektywność, większy wybór i większa swoboda, o ile można przy tym zapewnić podstawowe bezpieczeństwo działalności. Kolejnym czynnikiem była sama złożoność współczesnych rynków, która sprawiała, że scentralizowany i interwencjonistyczny nadzór stał się przeżytkiem. W przypadku instytucji finansowych, deregulacja opiera się na zaufaniu pokładanym w zasadzie „luźnego gorsetu" tworzącego rozsądne granice, w ramach których gracze mają swobodę manewrów, ale których nie mogą przekroczyć. Na przykład zasady umów kapitałowych Bazylea I i II dotyczące adekwatności kapitałowej banków starają się zagwarantować posiadanie przez banki wystarczającej ilości kapitału, by chronić interes publiczny. Z kolei zachowanie menedżerów działających w imieniu akcjonariuszy, mające na celu maksymalizację zysków, może być zagwarantowane dzięki działaniu jednocześnie efektywnemu i roztropnemu.

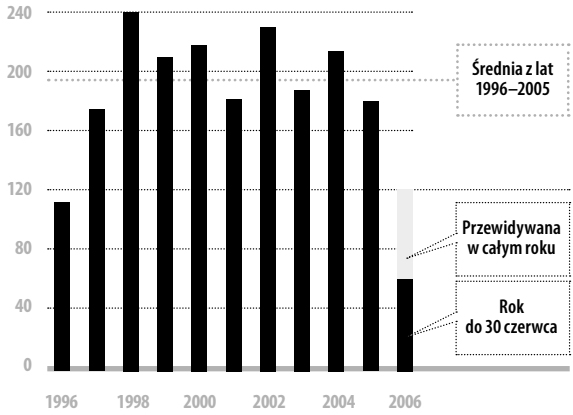
Dług rozdzielony • Partitioned Debt • Dług, który może zostać rozbity na oddzielne jednostki, np. obligacje o wartości tysiąca dolarów. Każda obligacja stanowi wówczas ułamek całej pożyczonej kwoty. Tego rodzaju dług można następnie zaoferować na rynku małych inwestorów, którzy będą w stanie dostarczyć odpowiedni kapitał.

Dług zabezpieczony • **Secured Debt** • Obligacje lub dług z prawnie uzyskanym pierwszeństwem zabezpieczenia roszczenia z określonych aktywów kredytobiorcy. W przypadku upadłości roszczenie takie ma pierwszeństwo wobec niezabezpieczonych wierzycieli, którzy z kolei plasują się przed akcjonariuszami. Dług *klasy inwestycyjnej* jest rzadko zabezpieczany. Częściej zabezpieczane są kredyty bankowe udzielane *małym i średnim przedsiębiorstwom*. Więcej informacji można znaleźć w *Kompendium terminów bankowych po polsku i angielsku*.

Docelowy kurs akcji • **Target Stock Price** • Szacunkowe określenie kursu akcji w określonym czasie w przyszłości. Analityk papierów wartościowych może zrobić więcej niż tylko przewidzieć wzrost lub spadek ceny, określając rzeczywistą cenę w oparciu o prognozę wyników przedsiębiorstwa.

Dochodzenie przez akcjonariuszy swoich praw przed sądem • **Shareholder Litigation** • W niektórych systemach prawnych (w szczególności w Stanach Zjednoczonych) *akcjonariusze* mogą wspólnie dochodzić praw w powództwie grupowym przeciwko własnym spółkom, ich dyrektorom i zarządom za oszustwa. W razie wygranej, środki przekazywane są ze spółki do akcjonariuszy – jej posiadaczy, po potrąceniu znacznych kosztów prawnych. W przypadku kontynuacji działalności, jest to gra o sumie ujemnej. Jednak w razie upadłości spółki, wygrani akcjonariusze mogą poprawić swój status na kategorię niezabezpieczonych wierzycieli i czerpać korzyści. Gdyby akcjonariusze faktycznie padli ofiarą oszustwa, takie procesy miałyby sens. Jednak akcjonariusze nie powinni być chronieni przed ryzykiem inwestycyjnym w razie niepowodzenia spółki. W Stanach Zjednoczonych Ustawa o reformie postępowania sądowego w sprawach związanych z prywatnymi papierami wartościowymi z 1995 roku (Private Securities Litigation Reform Act) stanowiła próbę ograniczenia potencjału do nadużyć ze strony niepoważnych pozwów w przypadku, gdy inwestor nie przestrzega *zasady „czytasz na własną odpowiedzialność"*. Warto wspomnieć, że większość pozwów akcjonariuszy dotyczy *pierwotnej oferty publicznej*, w której inwestorzy opierają się w znacznej mierze na *prospekcie*, a nie na niezależnej *analizie papierów wartościowych*. Korzyścią z tego rodzaju pozwów jest to, że strona będąca powodem może często osiągać ugodę poprzez poprawę ładu korporacyjnego. Patrz także: *zasada współodpowiedzialności doradcy* oraz *skandal na Wall Street*.

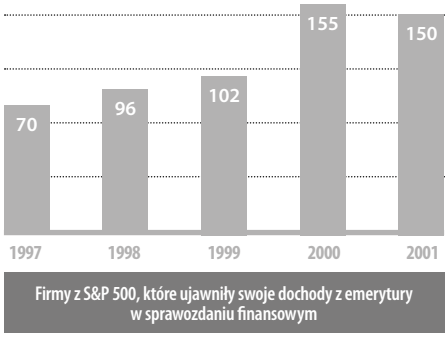
Dochodzenie przez akcjonariuszy swoich praw przed sądem
Liczba złożonych pozwów grupowych dotyczących papierów wartościowych



Źródło: „The Economist", 23 listopada 2006

Dochód z emerytury (podejście korporacji) • **Pension Income (Corporate)** • Nadwyżka dochodów w *funduszu emerytalnym*, przekazywana sponsorom (korporacjom finansującym programy świadczeń emerytalnych. Jeśli wyniki *rynku giełdowego* są dobre, wiele *programów* jest „przeinwestowanych", tzn. posiadają więcej aktywów niż wynoszą oczekiwane wypłaty na podstawie przewidywań ustalonych metodami aktuarialnymi. W zależności od tego, na co pozwala prawo, nadwyżka ta może być odzyskana przez sponsorów programu. Pomimo że prawowitymi właścicielami funduszy emerytalnych są ich beneficjenci, zyski na rynku giełdowym sprawiają, że zmniejszają się przyszłe składki pracodawcy. Według pewnego szacunku 12% wzrostu dochodów firm wchodzących w skład Indeksu S&P 500 było związane z dochodem funduszy emerytalnych (źródło: *Pension gains count, losses don't*, „International Herald Tribune", 15 listopada 2002, s. 11). Kiedy rynki giełdowe nie dają zysków, ma miejsce przeciwna sytuacja i „niedoinwestowane" programy świadczeń emerytalnych muszą być uzupełnione za pomocą większych składek. W zależności od standardów rachunkowości, zarówno dochody jak i straty z funduszu emerytalnego brane są bezpośrednio z niepodzielonych zysków sponsora i w ten sposób nie przechodzą przez rachunek zysków i strat. Szczegóły dotyczące statusu dochodu z funduszy emerytalnych lub kosztów dofinansowania opisane są w informacjach dodatkowych do sprawozdania finansowego oraz w sprawozdaniu zarządu (komentarz zarządu).

Dochód z emerytury



Źródło: Credit Suisse First Boston /„New York Times" / „International Herald Tribune", 15 listopada 2002, s. 11

Dochód zwolniony z opodatkowania (Wielka Brytania) • **Franked Income** (UK) • Klasyfikacja zysku, dzięki której dywidendy są wyłączone z dalszego opodatkowania w przypadku przekazania ich na przykład na fundusz inwestycyjny. W ten sposób, unika się podwójnego opodatkowania zysków spółki (dywidenda to podział zysku, który już został pomniejszony o podatek). Słowo „frank" w przeszłości oznaczało ostemplowanie dokumentu.

Do góry burtą (potoczny brytyjski) • **Beam-ends** (informal British) • Być bez pieniędzy, bez środków do życia lub być kompletnie spłukanym. Etymologia brytyjskiego powiedzenia wywodzi się od żeglarskiego określenia statku, który przechylił się tak bardzo, że prawie leży na burcie i niedługo zatonie.

Dokapitalizowanie • **Recapitalization** • Zastrzyk świeżego kapitału własnego, aby zredukować dźwignię finansową bądź by sfinansować zwiększenie wartości aktywów. Może to też w szerszym sensie odnosić się do zmian w metodach finansowania pomiędzy różnymi formami długu i kapitału. Patrz również: odbudowanie bilansu firmy.

Dokumenty statutowe • **Governing Documents** • Określenie oficjalnych dokumentów, zawierających opis zasad, według których działa przedsiębiorstwo. Nazwy zależą od lokalnych przepisów. Dokumenty statutowe obejmują umowę spółki (articles of incorporation) i regulamin (bylaws); w spółce cywilnej – umowę wspólników (partnership agreement), w funduszu powierniczym – umowę funduszu (trust agreement) lub umowę dwustronną (trust indenture),

w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością – statut spółki (articles of association) i umowę o działalności (operating agreement).

Doraźność (żargon) • **Short-termism** (vernacular) • Podejście do podejmowania decyzji w zarządzaniu, które kładzie nadmierny nacisk na bezpośrednie wyniki kosztem przyszłych długoterminowych możliwości rozwojowych. Teoria przedsiębiorstwa wskazuje, że akcjonariusze chcą maksymalizować swoje bogactwo w kategoriach *wartości bieżącej* przyszłych zysków. Dlatego są gotowi wykazać cierpliwość, ale z uwzględnieniem wartości pieniądza w czasie, stosując dyskonto wartości przyszłych zysków. Przykładem doraźnego podejścia jest powszechnie występujący *problem w stosunkach agencyjnych*. Dla ustalania celów budżetowych lub uzyskania premii itp. menedżerowie mogą mieć pokusę poświęcenia długoterminowego zdrowia przedsiębiorstwa w zamian za szybkie wyniki. Można dążyć do zysków księgowych (które tylko oddają wyniki z przeszłości) kosztem podejmowania wartościowych inwestycji (które zrealizują się po upływie pewnego czasu). Innym przykładem doraźności są posunięcia oszczędnościowe (np. na kosztach konserwacji, wspierania marki, szkoleniach), które poświęcają tworzenie długoterminowej wartości w celu doraźnego zwiększenia zysków. Niemniej jednak, istnieje pewna wartość w skoncentrowaniu się w odpowiednim stopniu na „tu i teraz". Powiedzenie Keynesa, że „w długim okresie wszyscy umrzemy" oddaje potrzebę przychylnego nastawienia do aktywnej postawy. To jest kwestia równowagi.

Nie na mojej warcie

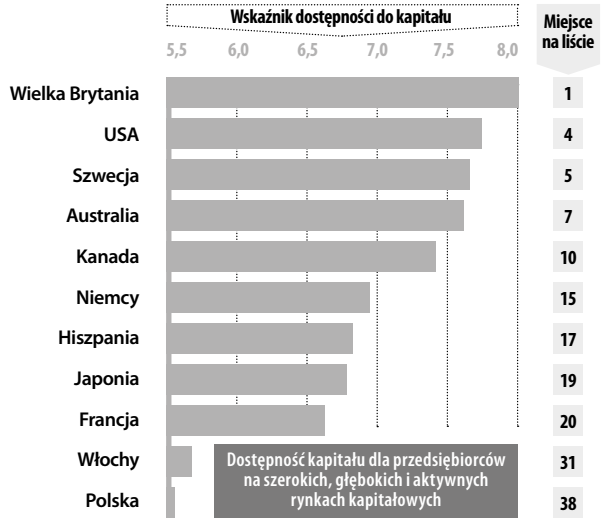
Menedżerowie zauważyli, że kiedy są oceniani wyłącznie na podstawie krótkoterminowych wyników finansowych trudno im popierać [niematerialne] inwestycje dla podniesienia [długofalowej konkurencyjności]. Nakłady na takie inwestycje są traktowane w modelu rachunkowości finansowej jako wydatki okresowe, tak że ich wycięcie jest łatwym sposobem osiągnięcia przyrostu krótkoterminowych zysków… Niekorzystne konsekwencje nie pojawią się w krótkim okresie, a kiedy się ujawnią, już kto inny może być „na warcie".

R.S. Kaplan & D.P. Norton *The Balanced Scorecard*

Dostęp do kapitału • **Access to Capital** • Zdolność jednostek gospodarczych – szczególnie małych i średnich przedsiębiorstw do pozyskania kapitału z rynków kapitałowych lub poprzez instytucje finansowe. Im jest to łatwiejsze, tym

bardziej sprzyjająca przedsiębiorczości jest gospodarka i większe szanse na rozwój i dobrą koniunkturę. Swobodny dostęp do kapitału jest szczególnie istotny dla pobudzenia kreatywnych działań w zakresie innowacji i dynamicznych zmian. W gospodarce z ograniczonym dostępem do kapitału, na wsparcie finansowe mogą liczyć jednostki powiązane z kręgami władzy, o wysokim statusie społecznym lub zamożne. Rynki, które cieszą się swobodnym dostępem do kapitału muszą pokonać kilka przeszkód. Po stronie popytowej problem asymetrii informacyjnej może oznaczać, że źródła kapitału nie są w stanie rzetelnie określić ryzyka i korzyści płynących z inwestowania w przyszłość danego przedsiębiorstwa. Dla małych podmiotów, które nie mogą sobie pozwolić na poddanie się ratingowi kredytowemu jest to powód, dla którego tak ważne jest utrzymywanie powiązań z bankami. Po stronie podażowej dostarczyciele kapitału mogą napotykać ograniczenia (spowodowane słabą infrastrukturą instytucjonalną, takie jak niskiej jakości rozwiązania prawne, prawa kredytobiorców itp.) lub też mogą być nastawieni niechętnie (z powodu lepszych lub mniej ryzykownych alternatyw) do wspierania rozwijających się przedsiębiorstw. Kolejnym istotnym czynnikiem jest poziom zaufania panujący na rynku. W gospodarce z otwartym dostępem do kapitału, można twierdzić, że zawsze będzie dostępny kapitał. Jest to tylko kwestia ceny i wystarczająco dobrego pomysłu do realizacji. Wszystko zależy od tego, jak intensywne będą poszukiwania.

Dostęp do kapitału
Przykłady spośród 121 krajów



Źródło: The Milken Institute; „The Economist", 5 listopada 2005

Liczy się człowiek

Zamiast arystokracji wyłącznie bogatej zmierzamy w kierunku arystokracji kompetentnych i bogatych. Rewolucja finansowa powoduje, że bramy klubów arystokratycznych otwierane są dla wszystkich. Z tego powodu rewolucję finansową, co do jej ducha, należy uznać za liberalną. Zamiast kapitału, stawia ona w centrum działalności gospodarczej człowieka, ponieważ kiedy kapitał jest łatwo dostępny, to umiejętności, idee, ciężka praca i niewątpliwie również szczęście kreują bogactwo.

The Financial Revolution and Individual Freedom
w R. Rajan, L. Zingales, *Saving Capitalism from the Capitalist*, 2003, s. 92

Dotychczasowe wyniki nie są gwarancją przyszłych zysków • **Past Performance Is No Guarantee of Future Returns** • Zastrzeżenie często dołączane do detalicznych produktów finansowych, takich jak *fundusze powiernicze*, ostrzegające kupujących, by nie mieli nierealistycznych, naiwnych oczekiwań co do zwrotu z inwestycji. Poza tym, że są standardowym *gotowcem* chroniącym sprzedających produkt przed roszczeniami konsumentów, odzwierciedlają prawdę *teorii rynku efektywnego*; oczekiwania na przyszłość są już uwzględnione w obecnych cenach akcji. Patrz również *czarny łabędź*.

Dr Ponurak (przezwisko) • **Dr. Doom** (moniker) • Wygadany, o skrajnych poglądach, zapowiadający spadki na giełdzie, cieszący się dużą popularnością komentator sytuacji gospodarczej i perspektyw inwestycyjnych. Wszystko i wszyscy „kręcą na siebie bicz". Taki pesymizm był często modny w czasie *kryzysu kredytowego lat 2007–2009*.

Zgubne

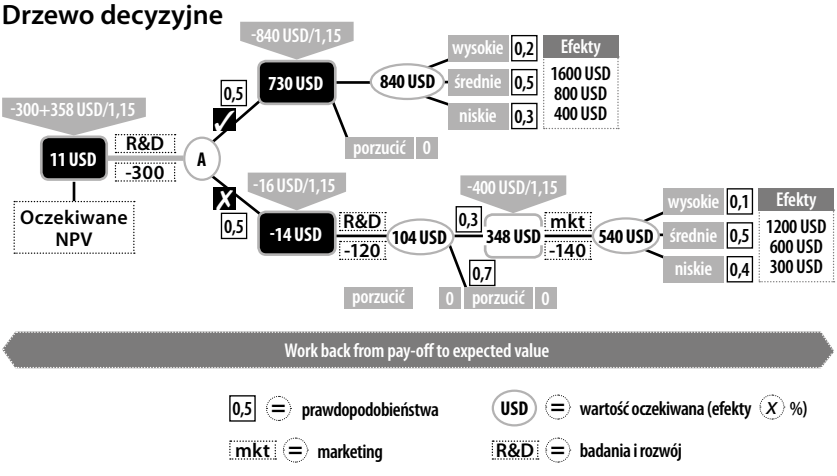
Jestem tak samo negatywnie nastawiony jak zawsze, ponieważ wszystko, co robi rząd sprawia, że sytuacja będzie znacznie, znacznie gorsza. Rząd próbuje nadmuchać tę spekulacyjną bańkę. Od początku wiedziałem, że potencjalnie zgubna będzie nie sama recesja, ale reakcja rządu. Ale to, co zrobiono, przekracza najgorsze przypuszczenia.

Peter Schiff *Crash Proof: How to Profit from the Coming Economic Collapse*, „Fortune" (wydanie europejskie), 2 lutego 2009, s. 19

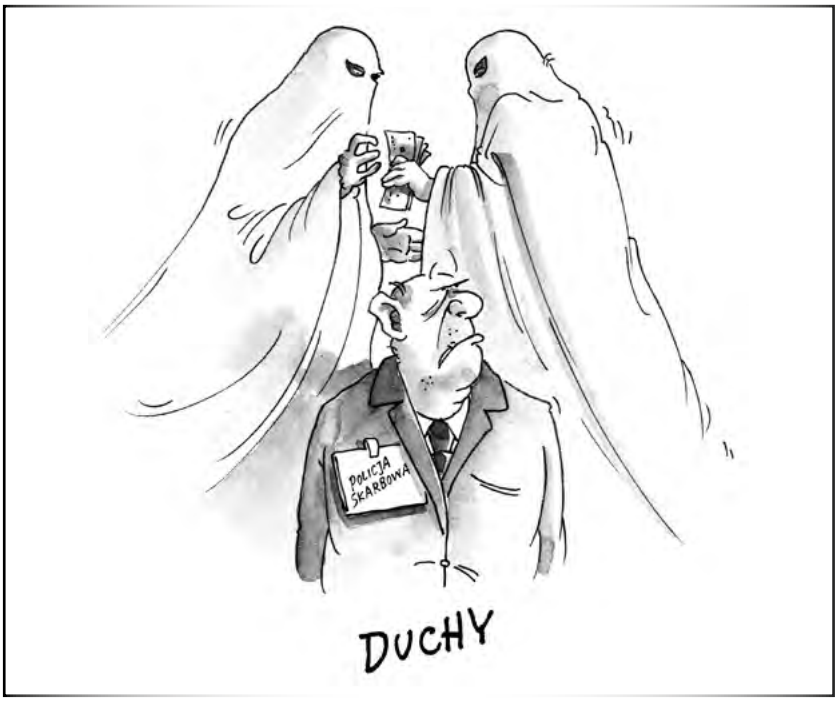
Drobni spekulanci (żargon) • **Day Traders** (vernacular) • *Transakcje dzienne* przeprowadzane w internecie przez drobnych inwestorów detalicznych, którzy obracają małymi sumami kilka razy dziennie. O ile *realizacja zysków* z każdej transakcji może być skromna, w przypadku realizacji wystarczającej liczby zleceń można uzyskać liczące się zyski (przynajmniej w odniesieniu do poświęconego czasu). Chociaż otwarcie działają jako spekulanci, demokratyzują oni rynek przydając mu płynności i efektywności. Zmuszają także animatorów rynku – przeciwko którym często działają – do czujności. Pojawia się jednak obawa, iż przyczyniają się do wahań giełdowych. Rzeczywiście, niektórzy z nich są uzależnieni od hazardu, jak miało to miejsce w okresie boomu i pęknięcia bańki internetowej w latach 1998–2001.

Drzewo decyzyjne • **Decision Tree** • Narzędzie analityczne służące do obliczenia oczekiwanej wartości podejmowanej decyzji, licząc metodą od końca, czyli ostatecznych wyników. Wykorzystuje strukturę drzewa, gdzie poszczególne gałęzie reprezentują możliwe warianty osiągnięcia ostatecznego zysku podjętej decyzji. Oczekiwane wartości każdego scenariusza (gałęzi) mnożone są przez prawdopodobieństwo jego realizacji. Jeśli skutki decyzji są procesem w czasie, to zyski należy zdyskontować dla odzwierciedlenia *wartości pieniądza w czasie.* Drzewa decyzyjne mogą być przydatne w wyborze projektów i *nakładów inwestycyjnych*, kiedy do każdego z rozważanych rezultatów inwestycji przypisane jest prawdopodobieństwo jego osiągnięcia.

Drzewo decyzyjne

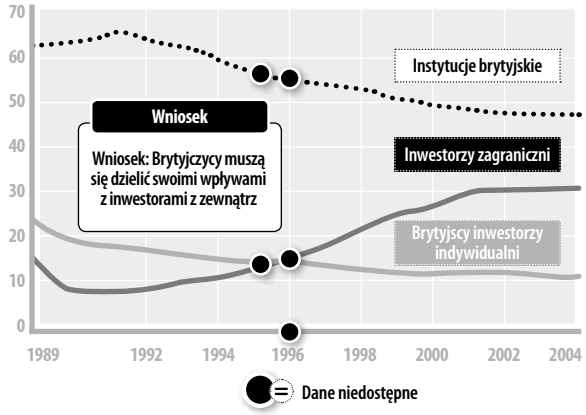


Duchy (slang) • **Ghosts** (slang) • Osoby aktywne na *czarnym rynku*. Z definicji, nie widać ich, jednak mimo to istnieją. Policja podatkowa, konsekwentnie, musi być zwana „pogromcami duchów".



Dyplomacja korporacyjna (żargon) • **Corporate Diplomacy** (vernacular) • Realizacja *ładu korporacyjnego* i *praw akcjonariuszy* za pomocą nieoficjalnych, zakulisowych środków pod naciskiem potężnych grup inwestorów, zwłaszcza *inwestorów instytucjonalnych*. Bardziej „demokratyczna", aczkolwiek zapewne mniej skuteczna metoda realizacji *praw akcjonariuszy* polega na oficjalnym głosowaniu wniosków na *walnym zgromadzeniu akcjonariuszy* lub na *głosowaniu przez pełnomocników*. Dyplomacja korporacyjna podobno jest najczęściej stosowana w Wielkiej Brytanii, aczkolwiek elementy tego mechanizmu są prawdopodobnie uniwersalne. Antonim: *aktywizm akcjonariuszy.*

Dyplomacja gospodarcza
Brytyjski kapitał własny, podział na typ właścicieli, w %



Źródło: ONS/„The Economist", 29 lipca 2006, s. 28

Ciche układy

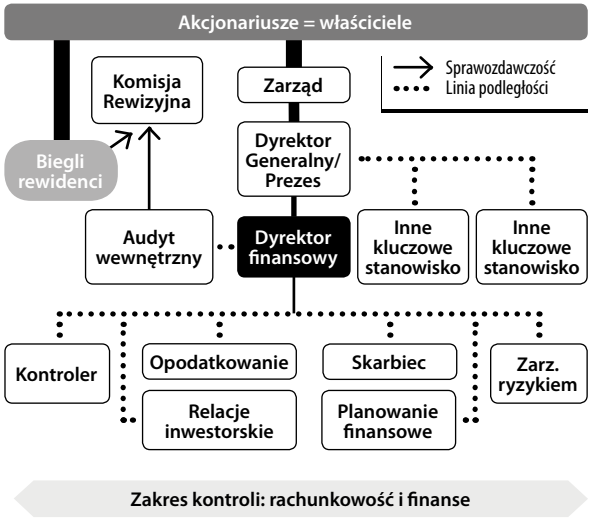
Brytyjskie firmy inwestycyjne zawsze faworyzowały podejście **dyplomatyczne**. Często wystarczy, że jakaś potężna instytucja lub dwie dyskretnie zasugerują coś na ucho prezesowi przedsiębiorstwa, aby spowodować natychmiastową zmianę w strategii lub w zarządzie… [Lecz] taki tradycyjny styl cichych układów [jedynie] dobrze się sprawdzał, kiedy akcje w większości znajdowały się w rękach niewielu instytucji. Zarządzający funduszami mogliby wykonać kilka telefonów, osiągnąć konsensus i następnie działać w imieniu znaczących bloków akcji.

„The Economist", 29 lipca 2006, s. 28

Dyplomowany dyrektor • Chartered Director • C. Dir. • Dyplom zawodowy wydawany przez Instytut Dyrektorów w Wielkiej Brytanii potwierdzający kwalifikacje danej osoby do zasiadania w *radzie nadzorczej*. Dyplom jest przyznawany na podstawie zaliczenia pisemnego egzaminu i potwierdzenia zdobytego doświadczenia zawodowego na stanowisku członka rady. Podobne instytucje przyznające dyplomy zawodowe działają w innych krajach, na przykład Directors College w Kanadzie czy Corporate Director's Association w Australii. Wzrost znaczenia takich formalnych standardów potwierdza rosnące oczekiwania wobec roli członków rady w systemie *ładu korporacyjnego.*

Dyrektor finansowy • Finance Director • FD • Chief Financial Officer • CFO • Sprawujący ważną funkcję członek *zarządu* odpowiedzialny za finanse przedsiębiorstwa. Zakres obowiązków dyrektora finansowego obejmuje zwykle funkcje kontrolera i skarbnika. Jest on również osobą „dogadującą się z rynkami kapitałowymi" – to on utrzymuje kontakty z *bankami*, *agencjami ratingowymi*, *inwestorami instytucjonalnymi* i *akcjonariuszami*, czyli z osobami zainteresowanymi *wynikami* przedsiębiorstwa. Odpowiada za to, co nazywamy „rachunkowość i odpowiedzialność". CFO to określenie amerykańskie; w Europie ta sama funkcja zwykle określana jest mianem FD.

Dyrektor Finansowy



Pełne zaangażowanie

To stanowisko jest bardzo, bardzo dużym wyzwaniem…. Nie chodzi tylko o liczby, wyniki finansowe, bilans. Musisz zaangażować się w działalność firmy, by pomóc w uzyskaniu lepszych wyników. Aby być dobrym **dyrektorem finansowym**, musisz rozumieć bardzo szczegółowo poziom, na jakim działa spółka, a zespół działu finansowego musi rozumieć jej działalność.

Przemyślenia Jamesa Bella na temat jego stanowiska dyrektora finansowego w Boeing Aircraft, „Fortune" (wydanie europejskie), 11 czerwca 2007, s. 80

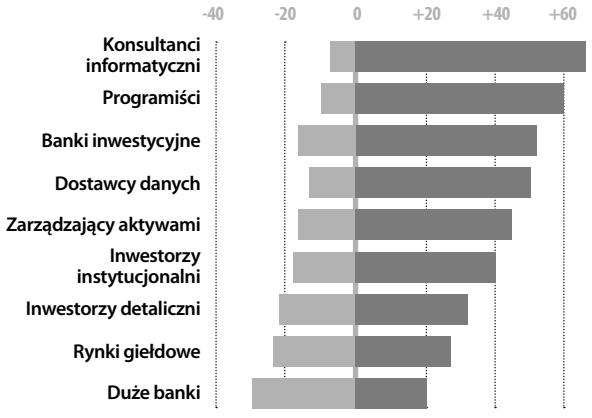
Numero Uno

Nacisk na szczegóły ułatwia zadanie **dyrektorom finansowym**, którzy odzyskają pozycję najważniejszej osoby w firmie… Międzynarodowe Standardy Rachunkowości, nowe przepisy, bardziej rygorystyczne normy ładu korporacyjnego oraz ogólna koncentracja na podwójnych zabezpieczeniach wyjdą na dobre dyrektorowi finansowemu. Jest on jedyną osobą, która rozumie wszystkie przepisy.

The Next Little Thing w *The World in 2006*, „The Economist", s. 122

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie rynków instrumentów finansowych • Markets in Financial Instruments Directive (EU) • MiFID • Rozporządzenie wydane przez Unię Europejską, które ma ujednolicać regulacje rynku giełdowego w całej UE od 2007 roku. Dyrektywa MiFiD ma zasadnicze znaczenie w staraniach o stworzenie jednolitego rynku usług finansowych. Celem dyrektywy jest umożliwienie firmom operowania w całej Unii, jednakże będą one podlegać znormalizowanym przepisom, które wzmocnią ochronę inwestorów.

Dyrektywa MiFID
Zwycięzca/przegrany?:
% respondentów ankiety przeprowadzonej w różnych branżach w 2006



Źródło: KPMG / „The Economist Intelligence Unit" / „The Economist", 9 września 2006, s. 70

Z powodu zmian w sposobie, w jaki firmy inwestycyjne muszą obracać papierami wartościowymi, obsługiwać klientów, przechowywać dane i przeprowadzać

wewnętrzne kontrole, prawdopodobnie wzrosną koszty dostosowania w obszarze informatyki i personelu. Zwłaszcza, w przypadku obrotu dużymi pakietami problematyczne okazały się zaproponowane regulacje dotyczące *opóźnienia przekazania informacji do publicznej wiadomości***,** ponieważ banki inwestycyjne mają obawy odnośnie narażania się na *ryzyko rynkowe* przy przeprowadzaniu takich transakcji.

Dywersyfikacja na siłę (w ang. gra słów) • **Diworseification** (humour slang) • Nieformalny termin ukuty przez Petera Lyncha, cenionego amerykańskiego zarządzającego funduszami, określający zasobne w gotówkę firmy, które lokują swoje nadwyżki w dziedziny bardzo odległe od swojej *podstawowej działalności*. Dzieje się tak często z powodu „embarras de richesse", czyli kłopotu z powodu nadmiaru. Zamiast oddać nadwyżkę kapitału akcjonariuszom w formie dywidendy (patrz *polityka dywidendy*), menedżerowie (patrz *problem relacji zwierzchnik-podwładny*) postanawiają „zagrać nią", wchodząc w wątpliwe projekty w nie swoich dziedzinach.

Dywidenda • **Dividend** • 1) Kwota wypłacana *akcjonariuszom* w wyniku podziału *zysku* spółki. Patrz również *wskaźnik wypłaty dywidendy = stosunek wypłaconych dywidend do zysku*. 2) W przypadku *niewypłacalności*, dywidenda oznacza kwotę wypłacaną wierzycielom z wpływów osiągniętych z likwidacji nie zabezpieczonych aktywów.

Dywidenda kapitałowa • **Capital Dividend** • Dywidenda wypłacana w formie dodatkowych akcji, w przeciwieństwie do wypłacanej w gotówce. Może być również nazywana dywidendą wypłacaną w formie weksla krótkoterminowego. Konwersja zatrzymanych zysków i/lub rezerw kapitałowych na emisję kapitału akcyjnego może być atrakcyjna dla spółek, które muszą oszczędzać gotówkę. Równie często akcjonariusze decydują się na program „reinwestycji dywidend" celem objęcia większej liczby akcji zamiast płatności w gotówce (która może być kłopotliwa w kontroli i administracji). Dywidendy kapitałowe często rozwadniają ceny akcji z powodu zwiększenia liczby papierów w obrocie. Zmieniają one również *strukturę kapitałową* spółki oraz *zysk z akcji.* Patrz również *podział, split*.

Działalność (żargon) • **Concern** (vernacular) • Każde ogólne odniesienie do działalności przedsiębiorstwa, bez względu na status prawny (np. spółka z ograniczoną odpowiedzialnością). Pewną odmianą jest zasada kontynuacji działalności: firma jest wypłacalna i oczekuje się, że będzie dalej prowadzić działalność w niezmienionej formie. Źródło tego słowa pochodzi od idei przywiązywania

wagi lub nawet obawy, co do wyzwań, przed jakimi stoi spółka działając na konkurencyjnym rynku.

Działalność FICC • **FICC** (*F*ixed *I*ncome, *C*urrencies and *C*ommodities) • Angielski skrótowiec oznaczający działalność banków inwestycyjnych na rynkach obligacji, walut i surowców. Zyski z tej działalności oparte są na spreadach i marżach. W przeciwieństwie do zastrzeżonych dla nich usług handlowych i doradczych, FICC zapewnia stały „obrót" w działalności, ważny dla utrzymania zysków banków podczas gorszej koniunktury na rynku.

Działania w dobrej wierze • **Good Faith Dealings** • Stosowanie zaufania do scementowania relacji biznesowych zamiast odwoływania się do warunków umowy lub zabezpieczeń. Ze względu na własny interes, odwoływanie się do uczciwości często niesie ze sobą ograniczenia (zob. business to business). Ale jeśli reputacja jest mocna, dodatkowo wzmocniona marką, ludzie będą mieć zaufanie do firmy. Rozważ płatności internetowe w zaufanym źródle.

Bez kompromisu

Uczciwe osoby po prostu robią to, co należy, nie to, co jest korzystne, czy dozwolone, ale **to, co należy**. Nie można iść na kompromis w sprawie tego, co należy. Nie należy bawić się nożem.

Samuel A. DiPiazza Jr, CEO w PricewaterhouseCoopers
Cytowany w *Raporcie rocznym PwC*, 2002

Dzielenie sera (slang brytyjski) • **Cheeseparing** (British slang) • Odnosi się do zachowania typowego dla sknery, osoby skąpej bądź wyjątkowo oszczędnej (nawiązuje do krojenia sera na bardzo cienkie plasterki); rozwodzenie się nad czymś o znikomej lub żadnej *wartości*; każda błaha, nieistotna sprawa.

Gospodarka kręci się bez względu na to, co chcesz, w razie gdybyś, pewnego dnia, chciał coś, czego prawdopodobnie wcale nie chcesz.

Anthony Hope *The Daily Dialogues* (1894)
w słowniku *Oxford Dictionary of Phrase, Saying & Quotations*

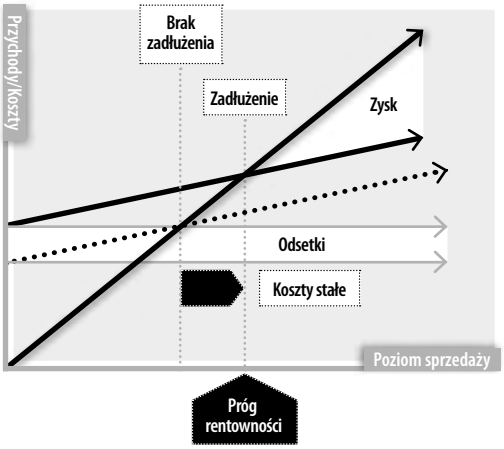
Dzień inwestora • **Investor Day** • Inicjatywa na rzecz *relacji inwestorskich*. Przedsiębiorstwo promuje świadomość inwestycyjną poprzez organizowanie konferencji dla *analityków* i inwestorów.



Dźwignia • **Leverage** • Wartość kosztów stałych związanych z prowadzoną działalnością gospodarczą. Na dźwignię składają się dwa elementy: *dźwignia operacyjna* i *dźwignia finansowa*. Oba te składniki są źródłem kosztów stałych, które muszą zostać pokryte z *przychodów*, po odjęciu kosztów zmiennych. Bez dźwigni firma osiąga *zysk* przy każdej wielkości sprzedaży, o ile tylko przychody pokrywają koszty zmienne. Natomiast dźwignia wymaga osiągnięcia progu rentowności. Przy wykorzystaniu dźwigni konieczne jest osiągnięcie określonego minimum lub przekroczenia progu rentowności sprzedaży. Dźwignia powiększa zyski akcjonariuszy, ale powoduje również większą wrażliwość zysku netto na wahania wielkości sprzedaży – może więc narazić przedsiębiorstwo na straty, jeżeli wynik na sprzedaży jest poniżej progu rentowności. Ze względu na to *ryzyko*, z dźwigni należy korzystać z odpowiednią rozwagą. W związku z tym, dźwignia operacyjna staje się funkcją technologii wykorzystanej w procesie produkcyjnym i mniej uznaniowa, jeśli firmy chcą być efektywne. Jednakże poziom dźwigni finansowej jest raczej kwestią indywidualnych decyzji. Większość firm korzysta z długu w swojej strukturze kapitałowej. Gdy poziom długu osiąga wyjątkowo duże rozmiary, termin „dźwignia" – podobnie jak określenie „firma posługuje się dźwignią w celu zapewnienia zwrotów

swoim akcjonariuszom" – może także wskazywać na bardzo wysokie i niebezpieczne uzależnienie od finansowania się długiem. Patrz *efekt dźwigni* i *optymalna relacja ryzyka i dochodu*.

Dźwignia



Postanowienia noworoczne

(na 2010 rok) Chciałbym, aby słowo „dźwignia" przeszło na emeryturę. Zajęło ono miejsce wcześniej okupowane przez określenie „jakość i doskonałość" i dogłębnie mnie irytuje przez swoją wszechobecność i powierzchowność. Pojawiło się kilka dekad temu wśród nieudaczników, którzy wymyślili sposób na kupowanie rzeczy za niewielką ilość gotówki, za to z wielkim zadłużeniem.

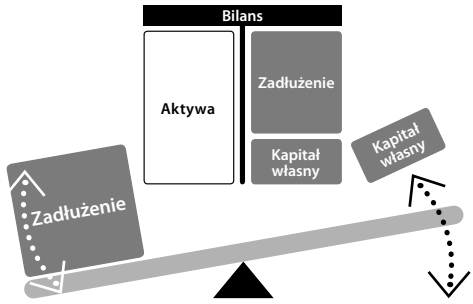
Stanley Bing *While You Were Away*, „Fortune", 21 grudnia 2009, s. 80

Dźwignia finansowa • **Financial Leverage** • Korzystanie z długu, jako składnika struktury kapitałowej, w celu finansowania aktywów przedsiębiorstwa. Dźwignia znajduje szerokie wykorzystanie w działalności gospodarczej ze względu na szereg związanych z nią korzyści:

Korzyści płynące z korzystania z cudzych pieniędzy	
Korzyść	**Opis**
Dostępność kapitału	Fundusze pochodzące z kapitału własnego mogą być niewystarczające do sfinansowania minimalnego poziomu *bazy majątkowej*; *korzyści skali* można osiągnąć przy większych rozmiarach działalności
Zwrot dla właścicieli	Ponieważ kredytodawcy wymagają stałej stopy zwrotu, nadwyżka zysków należy do akcjonariuszy, a więc *rentowność kapitału* (ROE) wzrasta
Koszt kapitału	Ponieważ odsetki odlicza się od podstawy opodatkowania, przedsiębiorstwo korzysta z *tarczy podatkowej,* redukując tym samym ogólny koszt kapitału po opodatkowaniu
Dyscyplina finansowa	Wymóg dokonywania regularnych spłat rat kapitałowych i odsetek od zadłużenia skupia uwagę *zarządu* na konieczności rozsądnego gospodarowania finansami przedsiębiorstwa

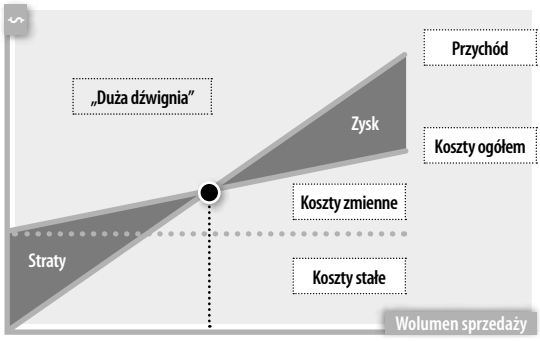
Korzystanie z zadłużenia ma jednak swoją cenę: powiększa ryzyko niedotrzymania zobowiązań, co z kolei prowadzić może do likwidacji (upadłości) przedsiębiorstwa, bądź zastosowania przez kredytodawców bardziej restrykcyjnych warunków kredytowania i wyższych odsetek. Korzystanie z dźwigni finansowej jest decyzją z zakresu *zarządzania finansami,* polegającą na ustaleniu takiego poziomu zadłużenia, przy którym relacja *ryzyka i dochodu* będzie optymalna. Decyzja ta stanowi kompromis między standardami kredytowymi kredytodawcy, a tolerancją ryzyka kredytobiorcy. Ogólnie rzecz biorąc, im mniejsze ryzyko, tym bardziej można się zadłużyć Klasycznym tego przykładem może być przedsiębiorstwo użyteczności publicznej, działające na rynku monopolu regulowanego, posiadające zagwarantowany poziom sprzedaży i mogące agresywnie się zadłużyć przy umiarkowanym poziomie *ryzyka*. Patrz również *efekt dźwigni finansowej, dźwignia operacyjna* i *wskaźniki wypłacalności*.

Dźwignia finansowa

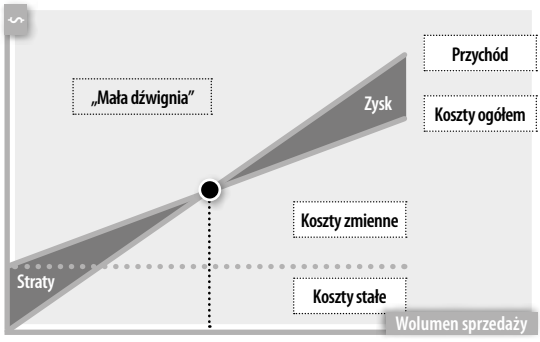


Dźwignia operacyjna • **Operating Leverage** • Struktura kosztów charakteryzująca się wysokim udziałem kosztów stałych, co powoduje niestabilność *zysku* przy wahaniach wielkości *sprzedaży*. Dźwignia operacyjna, podobnie jak *dźwignia finansowa*, wyraża się właściwą sobie optymalną relację ryzyka i zwrotu. Inwestycje w *aktywa trwałe* i zdolności produkcyjne często przynoszą wzrost wydajności, obniżenie kosztów zmiennych i zwiększenie jednostkowej marży na pokrycie kosztów stałych. Jednak ubocznym ich skutkiem może być zwiększenie niestabilności ogólnej kwoty zysku, zwłaszcza w przedsiębiorstwie wrażliwym na zmiany ogólnej koniunktury gospodarczej. W powiązaniu z ryzykiem wynikającym z dźwigni finansowej – wymagającej terminowego regulowania zobowiązań kredytowych w celu uniknięcia *niewypłacalności,* nieprzestrzegania warunków umów i zagrożenia dla *kontynuacji działalności*) – zbyt wysoka dźwignia operacyjna może być źródłem trudności finansowych. Patrz również *analiza koszt-wolumen-zysk* i *efekt dźwigni operacyjnej*.

Dźwignia operacyjna



Dźwignia operacyjna



E

Efekt bogactwa • **Wealth Effect** • Zjawisko ekonomiczne polegające na tym, że zmiana wielkości posiadanego bogactwa danego człowieka zmienia jego sposób wydawania pieniędzy. Jeśli wartość posiadanych inwestycji rośnie, na przykład dzięki zwyżce na *giełdzie* lub cen nieruchomości, ludzie będą zwykle mniej oszczędzać, a więcej wydawać. To może przyczynić się do powstania samonapędzającego się mechanizmu – takie zachowanie bowiem rodzi dobrobyt, zwiększone zyski biznesowe, co z kolei winduje ceny akcji. Jednak sytuacja może się odwrócić, gdy ta *bańka spekulacyjna* pęknie: niższa wartość aktywów finansowych prowadzi do ograniczenia konsumpcji i to błędne koło może się przyczynić do dalszego obniżenia wartości aktywów finansowych. Zadłużenie na kartach kredytowych często bywa katalizatorem efektu bogactwa, jako że wielu konsumentów żyje na kredyt.

Efekt bogactwa
USA: % osobistych oszczędności w dochodzie rozporządzalnym



Źródło: Urząd statystyczny USA / „New York Times"

Efekt bogactwa nazywany jest również ogniwem łączącym Wall Street (świat finansów) i Main Street (świat realnej gospodarki). Jako, że efekt bogactwa może potencjalnie wpływać na stopę inflacji, organy polityki pieniężnej mogą zdecydować się podjąć działania, chociaż większość banków centralnych rzadko kłopocze się cenami aktywów (chyba, że w celu złagodzenia efektów pęknięcia *bańki).*

Efekt dźwigni finansowej • Financial Leverage Effect • Miara wpływu *dźwigni finansowej* na zysk netto, w zależności od wahań poziomu sprzedaży. Efekt dźwigni finansowej wyrażony jest następującym równaniem:

Efekt dźwigni finansowej	=	Zysk operacyjny, czyli EBIT / Zysk brutto (przed opodatkowaniem)
EBIT = Zysk przed odsetkami i podatkiem dochodowym		

Patrz również *efekt dźwigni operacyjnej* i *całkowity efekt dźwigni*.

Efekt dźwigni operacyjnej • Operating Leverage Effect • Miara wpływu, jaki *dźwignia operacyjna* wywiera na zysk netto w wyniku wahań poziomu sprzedaży.

Efekt dźwigni operacyjnej	=	*Zysk brutto na sprzedaży* lub *Marża na pokrycie* / *Zysk operacyjny* lub *EBIT*

Patrz również *efekt dźwigni finansowej* i całkowity *efekt dźwigni*.

Efekt finansowy • Efekt dźwigni (i inflacja) • Financing/Gearing/Leverage Effect (& Inflation) • Miara korzystnego wpływu inflacji na *rentowność*, kiedy zastosujemy *dźwignię* w finansowaniu aktywów. Ponieważ kredytobiorca osiąga potencjalne zyski mogąc spłacać zadłużenie „tańszymi" pieniędzmi, wszelkie zyski inflacyjne na aktywach w stosunku do kwoty kapitału są powiększone przez zadłużenie. Ten wpływ można ująć albo w liczbach bezwzględnych („Efekt finansowy") albo w ujęciu względnym („Efekt dźwigni"). Patrz tabela na s. 93.
Efekt finansowy/dźwigni jest na dłuższą metę iluzoryczny, ponieważ kredytodawcy dążą, żeby sobie zrekompensować inflację wyższymi nominalnymi stopami procentowymi, które uwzględniałyby premie dla wyrównania spowodowanych nią strat. W ten sposób, o ile źle nie oszacowano inflacji, pożyczone pieniądze – nawet przy wyższych stopach nominalnych – w ujęciu kosztów realnych nie są „droższe" w warunkach inflacyjnych.

Jakie przyrosty wartości powoduje dźwignia					
Kapitał Własny (dol)	Źródła	100	80	50	20
Pasywa pieniężne netto (NML)		0	20	50	80
A: Inwestycja		100	100	100	100
B: Nominalny wzrost wartości aktywów: 15% x 100		15	15	15	15
Zwrot na kapitale (nominalny): B/A		15%	18,75%	30%	75%
Stopa inflacji		5%	5,00%	5,0%	5%
Zwrot na kapitale (realny) – wzrost przy dźwigni:		**10%**	**13,75%**	**25%**	**70%**
Realny wzrost wartości aktywów: 15% -5% =10% x 100		10	10	10	10
Efekt finansowy: NML x 5%		+0	+1	+2,5	+4
Łączny zwrot na kapitale po zastosowaniu dźwigni		10	11	12,5	14
Kapitał: kwota (powyżej)		100	80	50	20
Zwrot na kapitale (realny)		**10%**	**13,75%**	**25%**	**70%**
Wzrost na aktywach (realny): [15%-5% x 100]/100		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Efekt dźwigni: Dźwignia % (D/E) x CPI (5%)		+ 0%	+ 1%	+ 2,5%	+ 4,0%
Zwrot na lewarowanych aktywach (ROLA)		10,0%	11,0%	12,5%	14,0%
Współczynnik dźwigni: kapitał/inwestycja (A)		1,0	0,8	0,5	0,2
Zwrot na kapitale (realny): ROLA/Współczynnik dźwigni		**10%**	**13,75%**	**25%**	**70%**

Ekonomia finansowa • **Financial Economics** • Gałąź nauk ekonomicznych zajmująca się tworzeniem formalnych modeli i teorii ekonomicznych opisujących zachowanie się rynków finansowych. Skupia szczególną uwagę na wpływie takich czynników jak czas, niepewność, opcje i informacje dotyczące wyceny instrumentów finansowych. Kilka wspaniałych przykładów modeli finansowych, z bardzo uproszczonym opisem, zostało przedstawionych w tabeli na s. 100.

Nauki ekonomiczne mają mocne podstawy intelektualne, ze znacznym naciskiem położonym na kwantyfikację matematyczną. Jednakże z powodu tendencji do upraszczania założeń, modele ekonomiczne mają ograniczone zastosowanie w praktyce. Ekonomia finansowa cieszy się stosunkowo dużą możliwością zastosowania modeli, gdyż warunki panujące na rynkach finansowych nie odbiegają znacząco od warunków zakładanych w przypadku doskonale konkurencyjnych rynków.

Kilka kluczowych teorii finansowych	
teoria	**opis**
Arbitraż	◆ Dążenie rynków do unikania możliwości rozbieżności zysku
Model Arrow-Debreu	◆ Osiąganie ceny równowagi
Hipoteza rynku efektywnego	◆ Porządkowanie informacji
Teoria separacji Fishera	◆ Inwestowanie i finansowanie to odrębne decyzje
"Homo Economicus"	◆ Inwestor podejmuje decyzje wyłącznie na podstawie kalkulacji
Teoria nowoczesnego portfolio	◆ Różnorodność zmniejsza ryzyko
Teoria Modiglianiego-Millera	◆ Wpływ struktury kapitału na koszt kapitału
Racjonalna wycena	◆ Wartość aktywów, gdyby rynek zachowywał się racjonalnie
Wartość pieniądza w czasie	◆ Wartość przepływów pieniężnych zależy od momentu w czasie
Stopa procentowa pozbawiona ryzyka	◆ Jaki zysk równoważy koszt oszczędności
Krzywa zysku	◆ Jak zysk zależy od terminu zapadalności

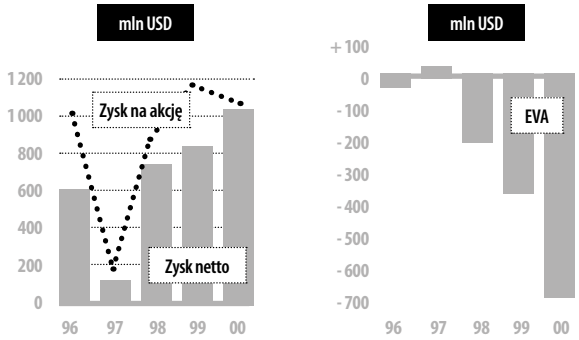
Ekonomiczna cena • **Economic Price** • Nominalna cena gotówkowa skorygowana o skutki podatkowe i zobowiązania warunkowe. Zob. także *skorygowana cena emisyjna*.

Ekonomiczna wartość dodana • **Economic Value Added** • **EVA** • Wskaźnik wyników finansowych na podstawie koncepcji *zysku ekonomicznego,* który pomniejsza kapitał o koszt alternatywny. Jego obliczenie jest skomplikowane. Upraszczając, polega na uwzględnieniu zysków z wniesionego kapitału zaangażowanego w działalność operacyjną firmy lub jej część i odjęciu hipotetycznego kosztu kapitału:

Obliczenie EVA			
	USD	**%**	
Zysk operacyjny netto	1500	20	Zwrot na aktywach
Minus koszt kapitału	- 1000	12	Koszt kapitału
Ekonomiczna wartość dodana	500	8	EVA

Zysk obliczany zgodnie z tradycyjną metodą kosztu historycznego pomija jedynie koszt kapitału obcego (odsetki jako koszt w rachunku zysków i strat). Brak pomniejszenia o koszt kapitału własnego (*dywidenda* jest formą dystrybucji zysku, a nie kosztem). EVA uwzględnia hipotetyczny koszt kapitału własnego i w ten sposób pozwala obliczyć nadwyżkę stanowiącą wartość dodaną. Idea ta jest bardzo zbliżona do wartości rezydualnej obliczanej dla wewnętrznej oceny wyników. EVA koncentruje się na kwestii istotnej dla inwestorów: efektywnym wykorzystaniu ograniczonych źródeł finansowania z uwzględnieniem wartości rynkowej aktywów (jako przeciwstawnej do tradycyjnej wartości księgowej). Dzięki temu może pokazać prawdziwszy obraz sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, który rachunkowość może próbować ukryć (patrz poniżej, przypadek Enronu, jednego z najbardziej dramatycznych bankructw w historii). Korzyści stosowania (i sama idea) ekonomicznej wartości dodanej są propagowane przez Stern Stewart, amerykańską firmę analityczną. Por. *rynkowa wartość dodana*.

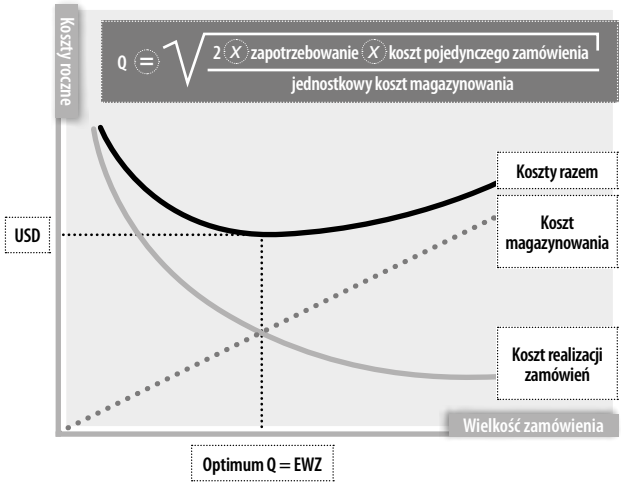
Ekonomiczna wartość dodana: Enron



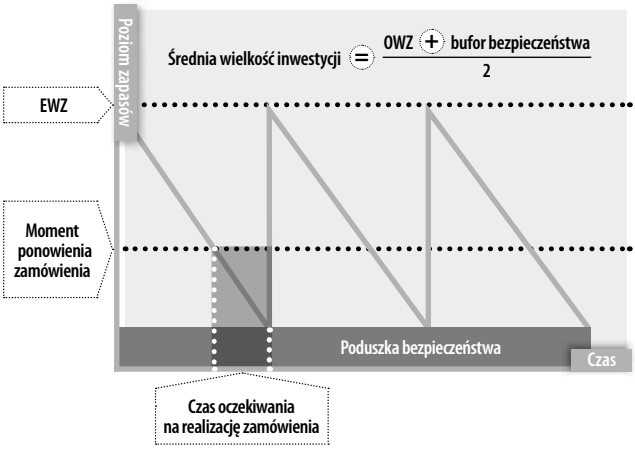
Źródło: Stern Stewart Research, „EVAluation", Vol 4/Issue, 5 kwietnia 2002

Ekonomiczna wielkość zamówienia • EWZ • Economic Order Quantity • EOQ • Optymalna wielkość zapasów zamawiana w każdej dostawie przyjmowana jako kompromis pomiędzy korzyściami płynącymi z ograniczenia liczby zamówień (dla minimalizacji kosztów dostaw) a oszczędnością kosztów utrzymania zapasów (magazynowanie, ochrona, finansowanie itp.). EWZ może być ustalana matematycznie na podstawie kilku założeń. Obliczenie nie uwzględnia kosztów utraconych korzyści w przypadku wyczerpania zapasów. Zarządzanie zapasami typu „dostawa na czas" prowadzi do zmniejszenia znaczenia EWZ.

Ekonomiczna wielkość zamówienia

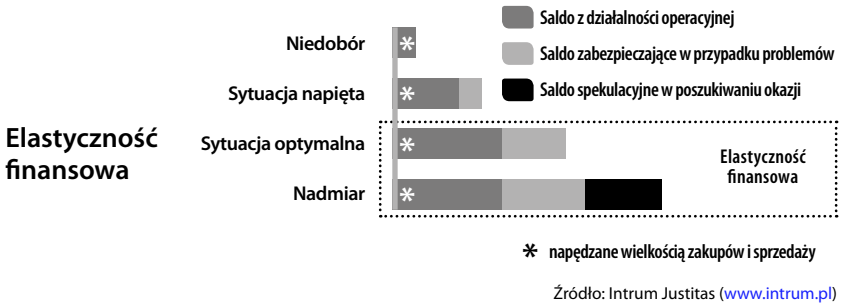


Inwestycja w zapasy



Ekran Reuters/Bloomberg • **Reuters/Bloomberg Screen** • Komputerowo wyświetlane ekrany z informacjami handlowymi z rynków finansowych, w szczególności z cenami i obrotami akcji, obligacji, towarów i innych aktywów finansowych. Przedstawiają również na bieżąco informacje interesujące dla brokerów i handlowców. Istnieje wiele serwisów informacyjnych przekazywanych różnorodnymi technologiami, jednak te stosowane przez Reuters czy Bloomberg są najbardziej znane.

Elastyczność finansowa • Financial Flexibility • Zdolność zdobywania nowych możliwości lub radzenia sobie z niepowodzeniami. Oznacza to posiadanie zabezpieczenia w postaci zapasu gotówki lub umiejętność szybkiego pozyskiwania dodatkowych źródeł finansowania. Elastyczność finansowa jest jedną z przyczyn utrzymywania zapasu środków pieniężnych.



Źródło: Intrum Justitas (www.intrum.pl)

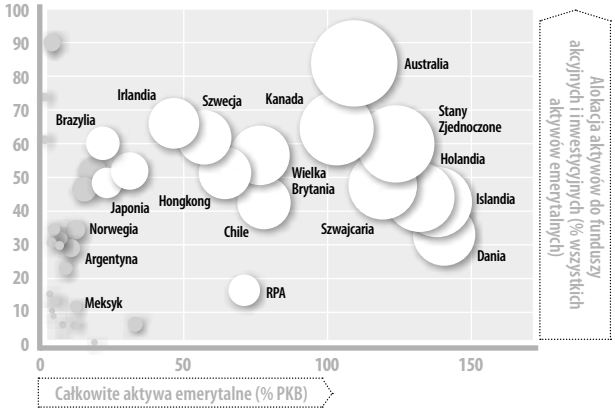
Emerytalne, państwowe programy oszczędnościowe • Pension Savings Plans, Government • Sformalizowane plany zachęcające osoby fizyczne do gromadzenia oszczędności na swoją przyszłą emeryturę, często popierane przez rząd przy pomocy ulg w podatku dochodowym. Choć działają one w różnych formach i pod różnymi nazwami (np. w USA jako „Niezależny Rachunek Emerytalny", „Plan 401k" lub „Program Keogh'a"; w Wielkiej Brytanii jako „Kapitałowy Plan Emerytalny"; w Kanadzie jako „Zarejestrowany Plan Oszczędności Emerytalnych"), ich podstawową cechą jest propagowanie samowystarczalności finansowej, która odciążyłaby pracodawców i państwo od kosztów utrzymywania rosnącej części społeczeństwa przechodzącej na emeryturę. Innym czynnikiem są zmiany pracodawcy na rynku pracy – pracownicy wolą „przenośne" systemy emerytalne, które nie przywiązują ich do jednego pracodawcy. Również w miarę nabierania zaufania do swoich umiejętności inwestowania, pracownicy chcą być „upoważnieni" do samodzielnego podejmowania decyzji dotyczących własnego portfela. Dla sektora usług finansowych systemy emerytalne stwarzają szerokie możliwości tworzenia *funduszy powierniczych, zarządzania aktywami* oraz świadczenia usług *doradztwa finansowego.*

Emerytura • Pension • *Annuitet* wypłacany celem pokrycia kosztów utrzymania na emeryturze. Pieniądze mogą pochodzić od państwa (systemy bezpieczeństwa socjalnego w tak zwanym państwie dobrobytu), pracodawcy lub z prywatnych oszczędności (patrz *fundusze emerytalne*). W zależności od różnicy między wiekiem emerytalnym (powiedzmy 60–65 lat) a przewidywaną długością

życia (powiedzmy 75–85 lat), jak również od stylu życia, emerytura pochłonie dużą część oszczędności całego życia danego pracownika. Mimo to, wzory konsumpcji w cyklu życia zwykle wskazują, że potrzeby w „jesieni życia" mogą być stosunkowo skromne, choć koszty opieki medycznej na starość mogą być wysokie. Połączenie oczekiwanego wzrostu długości życia oraz ograniczeń fiskalnych dotyczących emerytur z powszechnych systemów sprawiają, że konieczność gromadzenia jajek w gniazdku staje się ważną kwestią planowania *finansów osobistych* dla większości ludzi. Źródłosłów: od łacińskiego „pensio" = 'płatność'; słowo ewoluowało do idei płatności dla pracowników w służbie państwowej i żołnierzy w XVI wieku.

Emerytury: kwoty i alokacja aktywów

Aktywa w systemach emerytalnych, w poszczególnych krajach, na koniec 2007



Źródło: Baza danych OECD, emerytury na świecie oraz szacunki pracowników MFW

Emisja akcji • **Issuance, Shares** • Celem emisji jest zwiększenie liczby akcji będących w obrocie i w posiadaniu inwestorów. Emisja może zostać przeprowadzona na kilka sposobów:

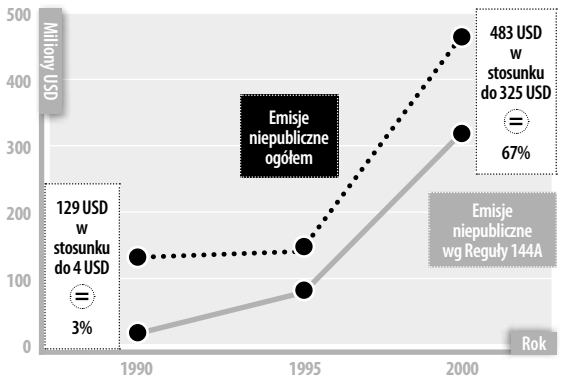
- *praw poboru* czyli emisji nowych akcji dla obecnych akcjonariuszy,
- *oferty na rynku pierwotnym* dla nowych akcjonariuszy, publicznych lub prywatnych,
- *pierwszej oferty publicznej* w przypadku pierwszorazowej emisji publicznej,
- *zamiany* mieszanych papierów wartościowych na nowe akcje w zamian za umorzenie instrumentu,
- realizacji *opcji* zakupu akcji po wcześniej ustalonej cenie realizacji.

Kluczowym aspektem emisji nowych akcji jest możliwość rozcieńczenia struktury własności akcji, co może mieć wpływ na cenę akcji. Patrz również *wprowadzenie spółki na giełdę*.

Emisja akcji gratisowych • **Scrip Issue** • **Bonus Issue** • Nowe *akcje* przydzielane dotychczasowym akcjonariuszom przedsiębiorstwa proporcjonalne do ilości posiadanych przez nich akcji. Choć ekonomiczny wydźwięk takiego zabiegu początkowo jest tylko kosmetyczny (większej ilości akcji, z których każda posiada niższą wartość niż wcześniej, odpowiada taka sama *kapitalizacja rynkowa*), cena akcji może pójść w górę w wyniku wzrostu popytu drobnych inwestorów, zachęconych do kupna niższą ceną. Rezultat jest więc analogiczny jak przy *podziale akcji*. „Dywidenda gratisowa" to dywidenda w akcjach zamiast w pieniądzu (patrz również *dywidenda kapitałowa*). Angielska nazwa „scrip" odnosi się do zapisanego kawałka papieru lub pergaminu, czyli *świadectwa udziałowego*. Źródłosłów angielski (www.etymonline.com): prawdopodobnie skrót od „(sub)scrip(tion) receipt", czyli 'potwierdzenie subskrypcji'.

Emisja niepubliczna • **Private Placement** • Gwarancja emisji nowych *papierów wartościowych* poprzez sprzedaż bezpośrednio niewielkim grupom inwestorów (w Polsce – do 300) bez wprowadzania walorów na publiczne *rynki kapitałowe*. Pozwala to przede wszystkim na wyeliminowanie konieczności sporządzania *prospektu emisyjnego*. Tacy inwestorzy, którymi często są *inwestorzy instytucjonalni*, spodziewają się osiągnąć lepsze efekty dzięki przeprowadzeniu we własnym zakresie *kompleksowej analizy finansowo-ekonomicznej*.

Emisje niepubliczne: rynek wtórny
Dostępność projektów inwestycyjnych rocznie



Źródło: „Investment Dealers Digest" / A. Saunders, M. Cornett, *Financial Institutions Management*

Escrow, rachunek • **Escrow** • Gotówka lub składnik majątku przekazane tymczasowo pod nadzór osoby trzeciej, ostatecznie w celu dostarczenia wskazanej osobie, ale tylko po wypełnieniu konkretnego warunku. Przykładowo, nieruchomość może zostać zakupiona przy użyciu rachunku escrow, przy czym środki finansowe zostaną uwolnione po przekazaniu tytułu własności.

F

Falsyfikat • **Forgery** • Banknot, zaświadczenie o nabyciu udziałów czy dokument finansowy, który został podrobiony w celu oszukania drugiej, niczego nie podejrzewającej, strony. W przeszłości podróbki wzbudzały niepokój w świecie finansów, ponieważ transakcje dokonywane były wyłącznie w oparciu o kontrakty, które z natury podatne są na powielanie. Wraz z rozwojem współczesnych technik drukarskich i transakcji elektronicznych, podrabianie jest mniej powszechnym przestępstwem (chociaż defraudacje komputerowe mają miejsce).

Fannie Mae (żargon) • **Fannie Mae** (vernacular) • Potoczna nazwa amerykańskiej agencji rządowej Federal National Mortgage Association, instytucji utworzonej w 1938 roku w celu wsparcia rynku wtórnego kredytów hipotecznych i zachęcenia do zakupu domów na własność. Inna agencja federalna "Freddie Mac" (the Federal Home Loan Mortgage Corporation) również działa w podobnym zakresie. W 1960 roku pierwotna Fannie Mae została podzielona na rządową "Ginnie Mae" (the Government National Mortgage Association) i sprywatyzowaną Fannie Mae. Fannie Mae jest aktywnym nabywcą kredytów hipotecznych w bankach. Przekazuje je bankom jako pośrednik kredytowy lub emituje papiery wartościowe mające pokrycie w zaciągniętych kredytach.

Finanse behawioralne • **Ekonomia behawioralna** • **Behavioural Finance** • **Behavioural Economics** • Wykorzystanie psychologii do wyjaśnienia odchyleń wyceny występującej w praktyce od wyceny aktywów zgodnej z nowoczesnymi teoriami finansowymi, szczególnie hipotezą efektywnego rynku. Krótko mówiąc, dlaczego inwestorzy tak często wydają się działać niedorzecznie, szczególnie kiedy chodzi o pieniądze? Ekonomia i finanse tradycyjnie

opierały się na podstawowym założeniu, że ludzie skłaniali się ku działaniom racjonalnym, emocjonalnie neutralnym (jak w przypadku nieczułej maszyny liczącej, która maksymalizuje swoje funkcje użytkowe). Jednakże w obliczu oczywistych odstępstw od takich zachowań, należy zwrócić większą uwagę na to, czym kierują się inwestorzy. Niektóre spośród zaobserwowanych odstępstw od racjonalnego podejmowania decyzji to:

Finanse behawioralne	
Idea	**Opis**
Instynkt stadny	• Inwestorzy wolą bezpieczeństwo wspólnych poglądów. Dołączą do ogólnej akceptacji bieżących trendów, nie licząc się z fundamentalnymi zasadami.
Krótkowzroczność	• Zwracamy uwagę na najnowsze wiadomości i dramatyczne wydarzenia, ignorując łagodne, ale trwałe trendy długoterminowe.
Nadmierna pewność siebie	• Naiwne, dumne poczucie, że inwestor wie więcej niż rynek. Często prowadzi do nadmiernych liczby transakcji w poszukiwaniu okazji.
Oszukany przez przypadkowe zdarzenia	• Przypisywanie zasady prawidłowości do zdarzeń, które w rzeczywistości są łańcuchem mało prawdopodobnych, ale możliwych przypadków.
Nienaruszalny kapitał	• Ponieważ nasze obawy przed stratami są większe niż pragnienie zysków, przetrzymujemy zdecydowanie za długo nietrafione inwestycje po to, aby odsunąć jak najdalej informację o poniesieniu straty.
Kotwiczenie	• Przypadkowe liczby, takie jak bieżące ceny zapasów nadmiernie wpływają na opinie na temat przyszłych cen zamiast tworzenia szacunków w oparciu o „czyste konto".
Łatwowierność	• Nieuzasadniony optymizm co do przyszłości i tendencja do przeszacowania aktywów z powodu dotychczas wypracowanych zysków. Zgodnie ze słowami Bagehota „Ludzie są najbardziej łatwowierni, kiedy są szczęśliwi".

Posługujemy się finansami behawioralnymi, kiedy nie możemy znaleźć oczywistego wyjaśnienia ekonomicznego dla cen rynkowych w oparciu o ściśle racjonalne obliczenia. Przykładowo, istnienie *baniek spekulacyjnych* sugeruje, że rynek nie zawsze jest dobrym regulatorem. Czy nieracjonalność inwestorów może podważyć wiarę w efektywność rynku? Nie koniecznie, jeśli indywidualnie podejmowane decyzje w sumie przynoszą właściwe skutki ogółem (zob. *mądrość tłumów*). Ekonomia behawioralna sięga poza rynki kapitałowe odnosząc się do ekonomii w ogóle. Mogłaby również mieć głęboki wpływ na interwencje i regulacje rządu, szczególnie jeśli leseferyzm bazujący na wierze w racjonalność rozwiązań rynkowych, niekoniecznie działa tak sprawnie, jak się wydawało.

Nie tak racjonalny, jak myślimy

W swoim wystąpieniu z okazji przyznania nagrody Nobla, Akerhof posłużył się **ekonomią behawioralną** dla skrytykowania uproszczonych teorii leseferyzmu. Teorie te w znacznym stopniu bazują na założeniu, że kupujący i sprzedający działają racjonalnie i dążą do maksymalizacji swoich wpływów i zysków [oraz] zapasy są [w konsekwencji] sensownie wycenione… Akerhof twierdzi jednak, że bańki rynkowe mogą istnieć i powinny być kontrolowane. Ludzie często nie są racjonalni, może nawet zazwyczaj… Ekonomiści behawioralni zgromadzili wiele dowodów na poparcie tego poglądu.

An economist shakes the faith that there is magic in the markets
„International Herald Tribune", 6 września 2002, s. 15

Finanse korporacyjne • Corporate Finance • Sztuka i umiejętność prowadzenia w przedsiębiorstwie takiej gospodarki finansowej, która zmaksymalizowałaby korzyści dla udziałowców. Sztuka ta polega z kolei na rozwiązywaniu dwóch podstawowych kwestii:

1. Co robić z pieniędzmi: decyzja podejmowana przy planowaniu inwestycji lub budżetu – w co i ile firma powinna zainwestować, czy *projekt*, inwestycja albo nowy rodzaj działalności przyniosą zyski? czy zagwarantują nie tylko zwrot zainwestowanych środków, w tym kosztów kapitału, ale też wynagrodzenie godne poniesionego ryzyka? jaki będzie zysk? jaki będzie koszt kapitału? jakie będzie *ryzyko*?
2. Skąd wziąć pieniądze: decyzja dotycząca środków na inwestycje — z jakiego źródła można i powinno się uzyskać fundusze, czy będzie to kredyt bankowy, emisja długoterminowych obligacji, akcji itd.? kto udzieli nam kredytu? czy stać nas na jego obsługę? czy istnieje ryzyko niewywiązania się z podjętego zobowiązania? czy warunki kredytu są korzystne? kto w nas zainwestuje? czy cena proponowana za nasze akcje jest uczciwa?

Termin „gospodarka finansowa przedsiębiorstwa" stosowany jest zazwyczaj w celu określenia tego aspektu gospodarki finansowej, który koncentruje się na wewnętrznych działaniach przedsiębiorstwa w porównaniu do inwestycji zewnętrznych i pożyczek z rynków kapitałowych. Patrz również *zarządzanie finansami*.

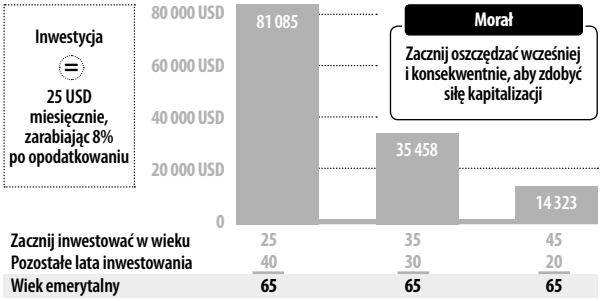
Finanse międzynarodowe • International Finance • Globalne kojarzenie oszczędzających i inwestorów ponad granicami państwowymi. Zasadniczo oznacza to kierowanie kapitału rozwiniętych rynków, które posiadają nadwyżki oszczędnościowe, na *wschodzące rynki,* które mają niedobory oszczędności i atrakcyjne możliwości inwestycji o wysokiej zyskowności. Choć transakcje międzypaństwowe są ogromnej wartości, a większość rynków państwowych otworzyła się już w większym stopniu na swobodny przepływ kapitału nie istnieje, przynajmniej na razie, coś takiego, jak jeden globalny *rynek kapitałowy*. Większość krajów inwestuje własne oszczędności. Stałe i wysokie deficyty handlowe finansowane przez długoterminowy kapitał, występują stosunkowo rzadko (kursy walutowe wykazują tendencje spadkowe przeciwdziałając deficytowi). Godnym uwagi wyjątkiem jest przypadek Chin, które odnotowały znaczące (ponad 1 bilion dolarów w 2007 roku) nadwyżki dewizowe w ramach kontrowersyjnej polityki utrzymania konkurencyjności (ze względu na zatrudnienie wewnętrzne) w handlu zagranicznym. Skutek jest taki, że wschodzący chiński rynek finansuje deficyt bogatszych i lepiej rozwiniętych gospodarek, np. Stanów Zjednoczonych. Rynki kapitałowe są globalne w tym sensie, że szybko wykorzystują międzynarodowe okazje spekulacyjne.

Finanse osobiste • Personal Finances • Sposób, w jaki wydajemy oraz oszczędzamy nasze osobiste dochody w ciągu naszego życia. Wiele osób ma pokusę, aby po prostu wydać wszystko, co się zarobiło. Trzeba dużo dyscypliny, by umieć oszczędzać na przyszłość. Z reguły wydatki ludzi mieszczą się w pewnym modelu. Najwięcej wydaje się (często zaciągając długi) na wcześniejszych etapach życia, w okresie kształcenia, kiedy kupuje się dom i generalnie ma miejsce większa konsumpcja. Na późniejszym etapie, gdy człowiek zbliża się już do emerytury, zaczyna się oszczędzanie na czas „złotej jesieni". Większość ludzi pragnie w trakcie życia maksymalizować konsumpcję (ponieważ „nie można pieniędzy zabrać ze sobą do grobu"), aczkolwiek często też gromadzi majątek dla współmałżonków oraz dzieci. Chodzi o to, aby korzystać z życia póki się da, byle tylko nie zabrakło pieniędzy w momencie, kiedy się jest starszym i mniej odpornym. Osobistymi finansami trzeba zarządzać w sposób rozsądny i świadomy, podobnie jak zarządza się firmą. Poniżej kilka podstawowych, sensownych zasad:

Finanse osobiste – wskazówki		
Cel	**Zasada**	**Dlaczego?**
Płynność	Zawsze miej zabezpieczenie na sytuacje awaryjne	W ten sposób nie narusza się długoterminowych oszczędności
Plan oszczędnościowy	Zawsze odkładaj jakąś część dochodów	Dyscyplina łatwiej przychodzi w małych dawkach
Zabezpieczenie	Ubezpiecz kredyty oraz należności	Życie jest pełne niespodzianek; nie ryzykuj
Inwestowanie	Stwórz jak największy portfel akcyjny	Najlepsze długoterminowe zyski pochodzą z akcji
Inwestowanie	Kup dom	Udowodniony zwrot z inwestycji i komfort psychiczny
Zróżnicowanie	Korzystaj z funduszy indeksowych lub powierniczych	W ten sposób nie stawia się wszystkiego na jedną kartę i łatwiej podjąć decyzję
Podatki	Wykorzystaj każdą ulgę podatkową	Skorzystasz z pomocy państwowej
Podejmowanie ryzyka	Stosuj strategię inwestycyjną obliczona na długi horyzont czasowy	Zmniejszasz ryzyko, im bliżej do emerytury

Ponieważ państwo oferuje coraz mniej zabezpieczeń, a średnia długość życia jest coraz wyższa, ludzie sami muszą zadbać o swoje zabezpieczenie finansowe za pomocą wczesnego planowania oraz większej samodzielności. Jedną z największych pułapek w finansach osobistych jest zbyt późne rozpoczęcie oszczędzania. Lepiej jest trochę odłożyć z każdej pensji, nawet bardzo mało, niż próbować odkładania większych sum na późniejszym etapie. *Siła kapitalizacji* najlepiej działa w dłuższych okresach czasu, szczególnie, że wytrzymałość i cierpliwość pozwalają na to, aby pieniędze pracowały na rynku giełdowym, gdzie zyski są największe i gdzie na dłuższą metę podatność na zmiany zanika. Patrz też *strategia inwestycyjna na całe życie* oraz *grzechy inwestora*.

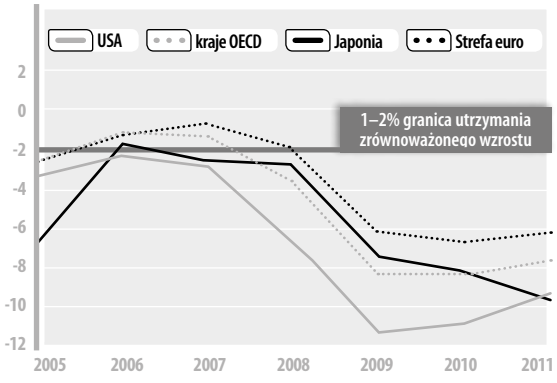
Finanse osobiste



Źródło: Bank of Nova Scotia, *How to start investing*, 2001

Finanse państwowe • **Government Finances** • Stan finansów państwa zależy zarówno od cyklu gospodarczego, jak i polityki fiskalnej oraz wydatków budżetowych. W gospodarce wolnorynkowej (z pewnym stopniem gospodarczego liberalizmu), wydatki państwa powinny być stosunkowo wyważone. Opierając się na recepcie keynysizmu, wydatki państwa są uzasadnione w czasach pogorszenia się sytuacji gospodarczej, by zastąpić popyt sektora prywatnego. W pozostałych okresach, nadwyżka powinna zostać zakumulowania w celu schładzenia gospodarki. W długim okresie większość rządów dopuszcza do wahań deficytu (w granicach 1–2% PKB w gospodarkach rozwiniętych i 3–5% na rynkach wschodzących). Zadłużenie państw rosnące w tempie wzrostu PKB oznacza, że istniejący dług w stosunku do PKB pozostaje na tym samym poziomie. Deficyty jako odsetek PKB osiągnęły szczyt w 1993 roku lecz stopniowo spadały przez następne sześć lat, występowały również nadwyżki budżetowe (najwyższe w 2000 roku). Od tego czasu deficyt rośnie. W warunkach postkryzysowych, po 2009 roku wiele uprzemysłowionych krajów osiągnęło „wysoki" deficyt (ponad 6–10%) relatywnie i w porównaniu do okresów ubiegłych (*patrz* wykres poniżej).

Deficyty/Nadwyżki budżetowe
Stan finansów państwa jako % PKB



Źródło: OECD (www.oecd.org/statistics/keyprojections)

Finansista (archaiczne) • **Financier** (archaic) • Raczej staromodne określenie każdej osoby zajmującej się *finansami*, jak bankowiec czy inwestor. Oznacza kogoś posiadającego znaczną władzę i wpływy.

Podaj cenę

W 1901 roku Carnegie zwrócił się do **finansisty,** J.P. Morgana, z pytaniem, ile musiałby zapłacić za US Steel, żeby mieć ten koncern na własność. Morgan poprosił, żeby Carnegie podał swoją cenę. Carnegie wziął ołówek i na odwrocie koperty napisał kwotę „480 milionów dolarów". Podał ją Morganowi, który na nią spojrzał i powiedział bez wahania: „Zgadzam się".

Jak największy amerykański magnat stalowy XIX w. sprzedał swój biznes. Fragment z książki Arthura Hermana *How the Scots Invented the Modern World*, 2001 s. 407

Finansowa ekstraklasa (żargon) • **Financial Superclass** (vernacular) • Określenie elitarnej grupy osób i firm, których dochody mają nieproporcjonalnie duży udział w dochodach sektora finansowego. Przykładowo, pierwsza pięćdziesiątka instytucji finansowych kontroluje aktywa wartości prawie 50 trylionów dolarów, czyli 1/3 globalnych zasobów. Najlepszy menedżer do spraw hedgingu zarobił 3 miliardy dolarów w 2006 roku. Te nierówności są prawdopodobnie naturalnym skutkiem operacji dokonywanych na wolnych i efektywnych rynkach, które nagradzają efekt skali i sprytne inwestowanie. Jednakże sprzeciw opinii publicznej i organów sprawujących nadzór wobec niepohamowanej konkurencji na wolnych rynkach kapitałowych może doprowadzić do tego, że superklasa finansowa stanie się przedmiotem krytyki lub zazdrości („potwór, który musi zostać okiełznany" według słów prezydenta Niemiec w 2007 roku).

Kilku szczęśliwców

Spośród elit światowych, żadna nie zaszła tak wysoko, jak elita przewodząca społeczności finansowej. Reinżynieria finansów międzynarodowych stała się jednym z kierunków transformacji naszych czasów – w ciągu niespełna 25 lat, przepływy kapitału stały się masowe, gwałtowne i kontrolowane przez nowy gatunek handlowców reprezentujących garstkę głównych instytucji finansowych z niewielu krajów.

David Rothkopf *Change is in the air for the financial superclass*, „Financial Times", 16 maja 2006, s. 9

Finansowanie • **Finance** • Szeroko rozumiane działania związane ze środkami pieniężnymi, szczególnie oznaczające pozyskiwanie gotówki dla finansowania inwestycji, obrotów lub aktywów finansowych. Słowo pochodzi ze starofrancuskiego: finer – kończyć, które później ewoluowało w znaczenie „tworzyć dług", obecne znaczenie pochodzi z XVIII wieku, obejmując również *finansistę*.

Kolejny [nudny] dzień w biurze

Biznesmeni zaopatrzeni w aktówki i egzemplarze prasy finansowej spieszą się wyprzedzając mnie. Ze spuszczonymi głowami, przygotowani na kolejny dzień w biurze, taki sam jak wczorajszy i bez wątpienia bardzo podobny do dnia jutrzejszego. **Finanse**, wskaźniki, bankowość, marże zysku, ubezpieczenia, brokerzy, lunche biznesowe i przede wszystkim nuda, szablonowy program. Przyglądam się puszystej białej chmurce kontrastującej z angielskim błękitnym niebem. Wcześniej zacznę latać niż oni mnie dopadną.

Młoda kobieta z City decyduje się na wstąpienie
do Brytyjskich Sił Powietrznych w 1939 roku,
Geoffrey Wellum *First Light*, 2002

Finansowanie cząstkowe • **Particle Finance (analogy)** • Teoria mówiąca, że każdy rodzaj ryzyka może zostać podzielony na poszczególne składniki (czyli cząstki, stąd nazwa), które można następnie sprzedać różnym nabywcom odpowiednio do ich indywidualnego stopnia akceptacji ryzyka. Pojęcie *inżynierii finansowej* zostało po raz pierwszy zdefiniowane przez Bankers Trust (obecnie część Deutsche Bank), pioniera w dziedzinie *zarządzania ryzykiem*.

Finansowanie handlu • **Trade Finance** • Finansowanie handlu międzynarodowego przez instytucje finansowe. Banki finansują *cykl operacyjny* w transakcjach handlowych, lecz mogą one również angażować się, z pewnymi zastrzeżeniami, w finansowanie międzynarodowych transakcji handlowych. Sprzedaż za granicę można bowiem traktować jako przedłużenie krajowej działalności finansowej. Akredytywa dokumentowa nie niesie ze sobą dużego ryzyka, chyba że prosi się bank potwierdzający o akceptację ryzyka otrzymania zapłaty od banku działającego w kraju nie będącym kredytowo wiarygodnym. W takich przypadkach można liczyć na rządowe ubezpieczenie kredytu eksportowego przez „agencje ubezpieczeń kredytów eksportowych" (w Polsce KUKE, za granicą np.: Hermes, Eximbank, Coface i EDC) chętnie popierające krajowy eksport.

W relacjach z przedsiębiorstwami handlowymi, finansowanie handlu można podzielić na dwie odrębne kategorie: kredyt importowy i kredyt eksportowy.

Finansowanie jednostki zależnej • Subsidiary, Financing of • Akcjonariusze holdingu ze spółkami zależnymi zazwyczaj chcą oceniać grupę w formie skonsolidowanej, która traktuje aktywa i pasywa w ten sam sposób, tak jakby w grupie nie było żadnych podziałów prawnych. Jest tak ze względu na fakt, iż służby kontrolne spółki-matki przygotowują wszystko z punktu widzenia prawa własności. W przypadku decyzji finansowych, ich stosunek jest nieco inny. Pożyczkodawcy firmy-matki nie mogą liczyć na przepływ gotówkowy spółek zależnych w jakichkolwiek obliczeniach możliwości obsługi długu. Aktywa spółek zależnych nie będą również postrzegane jako dodatkowe zabezpieczenie. Dzieje się tak dlatego, iż osobny status pożyczkobiorcy – spółki-matki – w porównaniu do spółek zależnych pozwala uniknąć uciekania się do zasobów finansowych spółek zależnych. Tak więc udział spółek zależnych w obsłudze długu będzie ograniczał się do rosnących *dywidend* lub opłat administracyjnych dla spółki-matki. Spółki zależne mogą być traktowane przez spółkę-matkę jako aktywa firmy. Jednakże takie potencjalne źródło przepływu gotówki zostałoby poddane pod rozwagę, ze względu na *płynność*. Pożyczkodawcy rozważyliby traktowanie dwóch jednostek jako jednej tylko w wypadku posiadania *gwarancji* od spółki zależnej. Dlatego też większość pożyczkodawców woli pożyczać bezpośrednio spółce zależnej i uzyskać gwarancje od firmy macierzystej jako dodatkowe zabezpieczenie.

Finansowanie kampanii • Campaign Finance • Zbiórka pieniędzy na pokrycie kosztów reklamy itp. w kampanii wyborczej. W nowoczesnej demokracji może to być poważny wydatek. Przykładowo, w Stanach Zjednoczonych George Bush i John Kerry wydali w kampanii prezydenckiej w 2004 roku 500 milionów dolarów („Financial Times", 2 grudnia 2007). Wydatek taki był możliwy między innymi z powodu „finansowego wyścigu zbrojeń (dla sfinansowania kampanii)" zainicjowanego przez George'a W. Busha wraz z odmową korzystania z pieniędzy publicznych. Zachowanie to wydaje się całkiem naturalne (reklama jako kolejny element zdrowej debaty), jednakże często budzi obawy co do legalności. 500 milionów dolarów to spora suma wydana na „gadające głowy". Tylko najbogatszych stać na najwyższe wpłaty, stąd też w egalitarnym społeczeństwie finansowanie kampanii może się wydawać zajęciem tylko dla elit. Kolejną obawą jest fakt, że wpłaty mogą być traktowane jako zapowiedź przyszłych korzyści (zamówień, wpływów itp.) jeśli kandydat zostanie wybrany. Wszystkie te obawy mogą podważyć wiarę w system demokratyczny. Rozwiązaniem mógłby być system publicznego finansowania (głosujący wpłacają na wspólny dla wszystkich kandydatów fundusz) lub wyznaczenie limitów finansowych.

Zmonopolizowany

Nie jest możliwe spędzenie z kandydatem wystarczająco dużo czasu, dlatego możemy go wcześniej przygotować do odpowiedzi – niech się skupi na istocie. **Ludzie, którzy go finansują** zmonopolizowali go.

Konsultant do spraw polityki, kampania prezydencka w USA
cytat z "Life & Arts", dodatku do „Financial Times", 2 grudnia 2007, s. 1

Finansowanie nieruchomości • **Real Estate Financing** • Wyspecjalizowana forma finansowania budowy i własności nieruchomości komercyjnych. Firmy deweloperskie/budowlane korzystają z krótkoterminowego kredytu bankowego w celu oddania do użytku obiektów komercyjnych, a po ich sprzedaży lub po uzyskaniu źródła długoterminowego finansowania szybko spłacają zaciągnięty kredyt. Budynek musi być jednak oddany do użytku zgodnie z przeznaczeniem („ryzyko oddania do użytku"), wartość nieruchomości musi zachować swoją wartość w okresie budowy („ryzyko rynkowe") oraz trzeba znaleźć lokatorów/kupców, którzy wprowadzą się („ryzyko zasiedlenia"). Widoczna na pierwszy rzut oka atrakcyjność finansowania firmy deweloperskiej wynika z względnie trwałej ceny ziemi (bez spekulowania na zwyżkę), z tworzenia wartości, ponieważ na gołej działce wyrasta gotowy obiekt oraz niepodważalnej siły zabezpieczenia hipotecznego. Niebezpieczeństwa zaś obejmują długi okres między rozpoczęciem budowy a jej oddaniem do użytku, w trakcie którego mogą się zmienić warunki gospodarcze, społeczne i demograficzne. Część ryzyka wynika z samej działalności finansowania. Wartość nieruchomości ma zwykle charakter cykliczny; same kredyty bankowe mogą napędzać tę cykliczność poprzez sztuczne rozdmuchanie popytu. Kiedy jednak banki wycofują kredyty z rynku o nieelastycznej podaży, wartość nieruchomości spada. O ile przy kredytowaniu nieruchości obowiązują twarde zasady, które sprawiają, że jest to rozważna działalność, to banki obniżające swoje normy kredytowe poprzez agresywne udzielanie kredytów na rozgrzanych rynkach, które się potem „schładzają", mogą ponieść straty. Finansowanie nieruchomości dotyczy również *długoterminowych* kredytodawców, którzy finansują posiadanie i użytkowanie nieruchomości. Obsługa zadłużenia pochodzi z czynszów pomniejszonych o koszty bieżące i podatki. Termin spłaty zwykle jest dostosowany do okresu eksploatacji aktywów i może wynosić do 30 lat. Takie kredyty *refinansowe* często włączane są do wspólnego funduszu i podlegają sekurytyzacji, odciążając inwestorów z ryzyka w *papierach wartościowych z zabezpieczeniem hipotecznym*. Patrz również: *wartość narażona na ryzyko dla nieruchomości.*

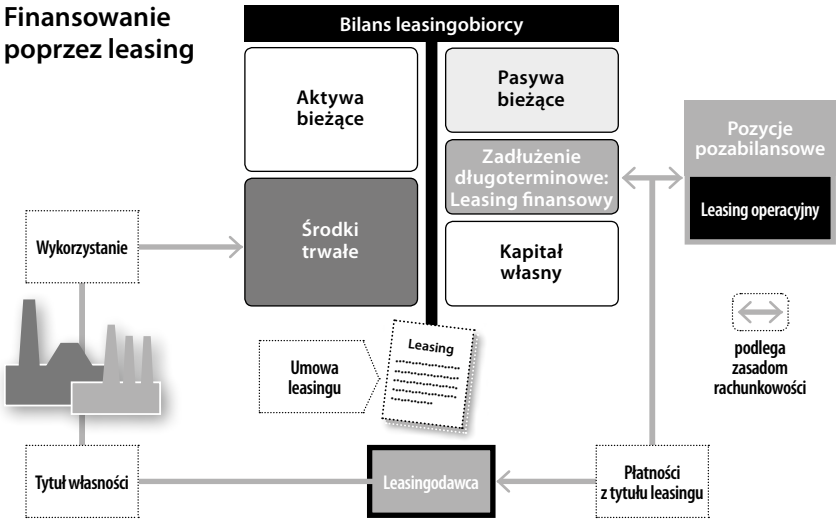
Finansowanie poprzez leasing • **Lease Financing** • Umowa dotycząca użytkowania aktywów, na mocy której właściciel składnika aktywów (leasingodawca) odpłatnie przekazuje użytkownikowi (leasingobiorcy) prawo do jego posiadania i wykorzystywania (bez tytułu własności). Na koniec okresu umowy leasingowej użytkownik może zwrócić przedmiot leasingu lub kupić go od leasingodawcy. Leasing występuje w dwóch podstawowych odmianach:

1. **leasing operacyjny**, dotyczący krótkoterminowego użytkowania składnika aktywów, który na koniec okresu umowy leasingowej posiada znaczną wartość końcową i prawdopodobnie zostanie ponownie wydzierżawiony. Leasing operacyjny jest równoznaczny z umową najmu. Dla potrzeb księgowych traktuje się go jako warunkowe zobowiązanie pozabilansowe, a związane z nim opłaty zalicza się do kosztów operacyjnych;
2. **leasing finansowy/kapitałowy**, dotyczący długotrwałego użytkowania składnika aktywów i charakteryzujący się niską wartością końcową przedmiotu leasingu na koniec okresu leasingowego. Leasing finansowy jest równoznaczny ze sfinansowanym zadłużeniem i nabyciem składnika aktywów. Dla potrzeb księgowych umowa leasingu oraz przedmiot leasingu są kapitalizowane i ujmowane w bilansie. Przeprowadzając analizy kredytowe, banki często traktują leasing finansowy jako kredyt terminowy, z którym wiąże się ryzyko kredytowe (biorąc pod uwagę istotę umowy a nie jej formę).

Leasing składników aktywów może być korzystniejszy od ich zakupu z kilku różnych przyczyn:

- kiedy potrzeby użytkownika są krótkotrwałe, nabycie na stałe składnika aktywów nie jest atrakcyjnym rozwiązaniem;
- leasingobiorca może pragnąć uniknąć problemu przestarzałego sprzętu, wynikającego z posiadania tytułu własności;
- leasingobiorca nie może sfinansować zakupu składnika aktywów;
- w przypadku, gdy leasingodawca może skorzystać z większych ulg podatkowych niż leasingobiorca, istnieją korzyści podatkowe;
- *ryzyko kredytowe* jest mniejsze a warunki lepsze niż przy uzyskiwaniu kredytu, ponieważ leasingodawca zachowuje tytuł własności w stosunku do aktywów i ma ewentualną możliwość odzyskania danych składników aktywów.

Patrz również *leasing zwrotny*. (Pochodzenie słowa: od łacińskiego wyrazu „laxare" = 'dozwolić'; starofrancuskie słowo „lais" = 'zezwolić', ewoluowało do angielskiego znaczenia związanego z własnością w XVI wieku).



Finansowanie się deficytem (budżetowym) • **Deficit Spending** • Płacenie za trwającą konsumpcję lub inwestycje pożyczając od innych. Zwykle odnosi się do rządów, które pożyczają, żeby sfinansować niedobór między wpływami podatkowymi a wydatkami lub do całych państw, które mają stały deficyt na rachunku eksportu i importu dóbr i usług. Konsumenci i przedsiębiorstwa mogą również wydawać pieniądze w ten sposób, ale są zwykle ograniczeni swoją wiarygodnością kredytową.

Niepokój

W tych dniach na rynkach finansowych występuje wyczuwalne uczucie niepokoju. Niskie stopy procentowe uśpiły rynki finansowe i wprowadziły je w stan samozadowolenia. Kiedy stopy ruszyły się, niestabilność cen akcji powróciła na dobre. To wszystko odbywa się na tle utrzymywania **finansowania** się **deficytem**[w USA] przez gospodarstwa domowe i rząd federalny. Jeśli budżety prywatne i publiczne nie mogą być zrównoważone, USA będą musiały nadal pożyczać od reszty świata, żeby pokryć tę różnicę. Ale czy będą nadal pożyczać innym?

„International Herald Tribune", 1 sierpnia 2006, s. 12

Finansowanie strukturyzowane • **Structured Finance** • Działalność w zakresie *gospodarki finansowej przedsiębiorstwa*, która w wyniku skomplikowanych negocjacji, uwzględnienia uwarunkowań na rynku kapitałowym, aspektów podatkowych, prawnych i księgowych, przynosi w efekcie *kredyty* celowe przystosowane do specjalnych potrzeb pożyczkobiorców, będących podmiotami gospodarczymi. Przykładem może być leasing samolotów i statków, skomplikowane transakcje w zakresie obrotu nieruchomościami i *sekurytyzacji*. Światowa tendencja upowszechniania przepływów funduszy z pominięciem pośrednictwa bankowego powoduje, że finansowanie strukturyzowane transakcji, które przynoszą większy *dochód* kredytodawcy poprzez zapewnianie wyższej wartości dodanej kredytobiorcom, usiłuje wyprzeć czysty konwencjonalny produkt, jakim są kredyty komercyjne.

Finansowanie szalonych pomysłów (żargon) • **Capital for a Crazy Idea** (vernacular) • W idealnym systemie finansowym, praktycznie każde przedsięwzięcie gospodarcze powinno znaleźć finansowanie zależnie od wysokości zysku rekompensującego ryzyko. Ostatecznie to, co wydaje się „szalone", może okazać się świetnym pomysłem. Oczywiście, może po prostu być szalone. Możliwość zapewnienia dostępu do kapitału projektom innowacyjnym, a szczególnie przełomowym technologiom jest niezwykle ważna w dla pobudzenia przedsiębiorczości. W gospodarce, w której nawet szalone pomysły dostają wsparcie finansowe, najbardziej widoczne w amerykańskiej Dolinie Krzemowej, można liczyć na znaczące zyski płynące z procesu *kreatywnej destrukcji*. Zob. także *kapitał wysokiego ryzyka*.

Otwartość

W studium na temat firm zajmujących się wysoką technologią gdzie wrze jak w ulu, stwierdzono, że Dolina Krzemowa ma wyjątkowo szeroko otwarte granice pomiędzy znajdującymi się tam firmami, a także pomiędzy tymi firmami a środowiskiem dostarczającymi kapitał, bankami, akademickim środowiskiem badań naukowych i lokalną władzą. W odróżnieniu od kultury tajności i samowystarczalności firm oraz niechęci wobec ryzyka zarówno w środowiskach biznesu jak i finansów.

Thomas Friedman *The Lexus and the Olive Tree* (*Lexus i drzewo oliwne*), 2000, s. 228

Finansowy kontrakt futures • **Financial Future** • *Kontrakt futures*, który jest odnoszony do *finansowego indeksu*.

Firma wydmuszka • **Shell Company** • Firma nie posiadająca *aktywów* i zdolności tworzenia dochodu. Prawie wszystko, co posiada, to akt notarialny rejestracji firmy oraz notowanie na rynku papierów wartościowych. Choć firmy „wydmuszki" prowadzą działalność zgodnie z prawem (na przykład przygotowania do przyszłej działalności), to jednak mogą być zamieszane w różnego rodzaju *oszustwa* (przykładowo: zaciąganie długu, który nigdy nie zostanie spłacony) lub pośredniczenie w *praniu brudnych pieniędzy.*

Firmy inwestujące w małe, rozwijające się przedsiębiorstwa • **Business Development Companies** (USA) • Są to *fundusze inwestycyjne zamknięte* kupujące udziały w firmach niebędących w obrocie giełdowym, które bardzo potrzebują finansowania. Na mocy amerykańskiego prawa podatkowego, jeśli wypłacą 90% swojego dochodu, unikają podatku dochodowego. Akcje firm BDC z kolei są w obrocie giełdowym z wyceną odzwierciedlającą wartość portfela posiadanych akcji lub papierów dłużnych. Przynoszą często wysoki zwrot w związku z ich rolą pożyczkodawców dla substandardowych pożyczkobiorców. Główną cechą firm BDC jest skierowanie kapitału ryzyka do firm, które go potrzebują. Patrz również *obligacje śmieciowe*.

Firmy monitoringu finansowego • **Financial Data Consolidators** • Firmy, które zapewniają dostęp do ujednoliconego zestawu *sprawozdań finansowych* prenumeratorom z kręgów profesjonalnych inwestorów. Ich oferta staje się przestarzała ze względu na rosnącą dostępność informacji financowej w standardzie XBRL (eXtendible Business Reporting Language).

Firmy prowadzące indeksy • **Index Provider** • Firmy, które tworzą i publikują indeksy stosowane powszechnie jako wskaźniki pomiaru wyników międzynarodowych portfeli akcji. Używa się ich także jako podstawy dla produktów inwestycyjnych, pasywnych takich jak *fundusze indeksowe* oraz *fundusze inwestycyjne typu ETF*. Najpopularniejszymi indeksami są:

- *MSCI* (Morgan Stanley Capital International),
- FTSE International,
- Standard & Poor's,
- Dow Jones.

Wskaźnik bazuje na *akcjach w obrocie*, aby pokazać liczbę akcji, które inwestorzy mogą kupić w porównaniu do kapitalizacji giełdy, która często obejmuje kurczowo trzymane akcje. (W starym systemie ceny niektórych akcji były podbijane, ponieważ inwestorzy nie mogli kupić ich tyle, by osiągnąć wymaganą

wagę indeksu). Wyliczanie indeksów dla akcji w obrocie nie zawsze jest łatwe: Rozróżnienie strategicznych pakietów od akcji pozostających w obrocie może być kwestią osądu, zwłaszcza jeśli informacje ujawniane o właścicielach pakietów są ograniczone. Patrz również *naśladowcy indeksów*.

Firmy ubezpieczeniowe „mono-line” • **Mono-line Insurance Companies** • Wyspecjalizowane instytucje ubezpieczeniowe, które tradycyjnie oferują gwarancje o niskim ryzyku, aby poprawić rynkowy wizerunek emitentów obligacji komunalnych i rządowych. Wiele instytucji skusiło się na wykorzystanie swoich wysokich ocen kredytowych do podjęcia się gwarantowania złożonych strukturalnych produktów finansowych, takich jak *obligacje CDO (oparte na długu)*. Gdy rynek CDO załamał się podczas kryzysu finansowego 2007–2008, wiele firm „mono-line” musiało być ratowanych lub restrukturyzowanych.

Fisher, Irving • **Fisher, Irving** • Irving Fisher (1867–1947), jeden z największych amerykańskich ekonomistów finansowych, profesor na Uniwersytecie Yale, autor ponad 2000 artykułów. Opracował teorie przełomowe dla ekonomii monetarnej i finansów (teorie dotyczące kapitału i stopy procentowej). Jego nowatorską pracę z 1930 roku, *The Theory of Interest*: *As Determined by Impatience to Spend Income and Opportunity to Invest It* (Teoria stopy procentowej: zdeterminowana niecierpliwością do wydawania dochodu i możliwością inwestowania) można uznać za intelektualny fundament większości teorii finansowych dotyczących inwestowania w XX wieku Fisherowi należy przypisać dostrzeżenie i opisanie takich problemów jak:

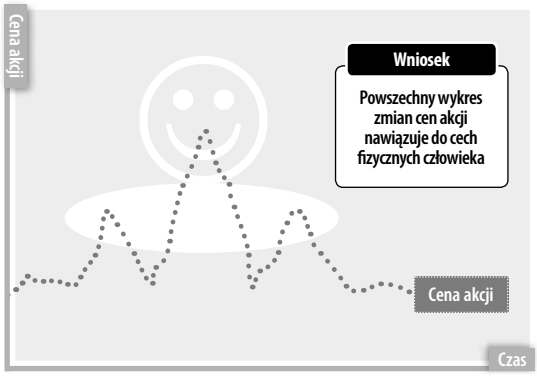
- Zrozumienie różnorodnych sił (zarówno skłaniających do oszczędzania, jak i inwestowania), które determinują rzeczywistą stopę procentową;
- Związek pomiędzy nominalną stopą procentową a realną stopą procentową poprzez inflację (równanie Fishera) oraz istnienie iluzji pieniędzy;
- Stosując równanie Fishera dla rynków walutowych, można obliczyć, że rynki te przyniosą krajom tę samą realną stopę procentową (międzynarodowy efekt Fishera); zakładając parytet stopy procentowej i parytet siły nabywczej, wszelkie różnice stóp nominalnych będą wywołane różnicą stóp inflacji;
- Maksymalizacja wartości bieżącej netto powinna być celem produkcji i jedynym kryterium decyzji dotyczących nakładów kapitałowych zwiększających zdolności produkcyjne;
- Twierdzenie separacji Fishera uzasadniło oddanie decyzji produkcyjnych firmom, które maksymalizują wartość bieżącą netto, i całkowicie niezależnie od preferencji akcjonariuszy. Teoria ta uzasadniła również oddzielenie decyzji finansowych od decyzji produkcyjnych w firmie;

- Jego równanie wymiany MV = PT (w rzeczywistości tożsamość), gdzie M = ilość pieniądza w obiegu, V = szybkość obiegu pieniądza, P = poziom cen, T = wolumen transakcji, stało się fundamentem ilościowej teorii pieniądza: tożsamość staje się teorią kiedy przyjmuje się, że V jest określone niezależnie;
- Fisher prawdopodobnie był również pierwszym ekonomistą, który podkreślił rolę zjawiska, które obecnie nosi nazwę realnych opcji podnoszenia elastyczności możliwości produkcyjnych.

Irving Fisher nie był ekonomistą teoretykiem. Wypowiadał się publicznie i był znanym reformatorem społecznym. W przeciwieństwie do Josepha Schumpetera, Fisher nie był zwolennikiem bankierów, zwłaszcza po tym, jak wywoływali cykle „wzrostu i przekłuwania" bańki kredytowej. Szczególnie obawiał się, że wysoki poziom zadłużenia w połączeniu ze spadającymi cenami aktywów, spowoduje deflację. Jego zdaniem, głównym źródłem ludzkiego cierpienia w Wielkim Kryzysie z 1929 roku było nieroztropne zachowanie się bankierów w latach 20. Wpływowe poglądy Fishera na ryzyko kredytów bankowych przyczyniły się do zwiększenia kontroli banku centralnego nad emisją pieniądza oraz wzmocnienia przepisów bankowych. Przy całej swojej błyskotliwości Fisherowi nie udało się uniknąć zdarzeń ironicznych i tragicznych. Pomimo reputacji finansowego eksperta, błędnie odczytywał warunki panujące na rynku papierów wartościowych. Zaraz przed Wielkim Krachem z 1929 roku, Fisher publicznie ogłosił, że „ceny akcji osiągnęły stały wysoki poziom stabilizacji" (Galbraith *The Great Crash*, s. 75). Równoczesnie z utratą publicznego zaufania, Fisher z powodu kryzysu utracił swój znaczny majątek. Była to upokarzająca lekcja skutków stosowania idei akademickich w realnym świecie. Przeżywane cierpienie prawdopodobnie pogłębiło ostrość kolejnych ataków na wady systemu finansowego.

Formacja głowy i ramion (żargon giełdowy) • **Head and Shoulders** (stock market vernacular) • Często występujące zachowanie cen akcji na rynku: ceny rosną i potem spadają; następnie ma miejsce kolejny rajd wzrostów i spadków tym razem jeszcze silniejszych, po czym następuje kolejny mniejszy, ruch w górę i w dół. Na końcu tego cyklu cena z reguły jest mniej więcej taka sama, jak na początku. W międzyczasie inwestorzy przeżywają huśtawkę nastrojów. Formacja „głowy i ramion" widoczna jest jedynie dla obserwatorów, czyli z reguły tylko dla analityków technicznych. Zachowanie cen może być wyjaśnione za pomocą psychologii rynku, jako że inwestorzy nie potrafią się zdecydować. Inne wyjaśnienie jest takie, że jest to w zasadzie przypadkowa formacja, która po prostu tak wygląda.

Formacja głowy i ramion



Formuła 2 i 20 • **2 and 20 Formula** • Typowy program wynagrodzenia w *inwestycjach alternatywnych* takich jak fundusze *private equity,* gdzie 2% wartości aktywów (koszt początkowy bądź *wartość majątku netto)* jest przeznaczane na bieżące koszty operacyjne, a 20% od przyrostu zysku to wynagrodzenie. Późniejsza umowa co do podziału zysku ma za zadanie zachęcić głównych partnerów, jak również odzwierciedlić ich nadzwyczajne talenty w przynoszeniu wartości dla inwestorów.



Formuła Gordona • **Gordon Growth Formula** • **Gordon Model** • Wzór służący do wyceny akcji, wyjaśniający ceny akcji (P) w kategoriach dywidend (D), kosztu kapitału inwestora (k, który jest równy stopie dyskonta w warunkach braku ryzyka i w warunkach pewności, ale w niepewności mógłby być luźno interpretowany jako oczekiwany zwrot z akcji) oraz oczekiwanego przyszłego wzrostu (g) dywidend z akcji. Wzór opiera się na koncepcjach Johna Burra *Williamsa*, i został przeformułowany przez nauczycieli akademickich Myrona J. Gordona oraz Eliego Shapiro w 1956 roku Gordon i Shapiro spopularyzowali oryginalny wzór Williamsa przerabiając go następująco:

Formuła Gordona		
K	**=**	**(D1/P0) + g**

Rozbicie oczekiwanego zwrotu na dwa składniki, *stopę dywidendy* (D/P) oraz wzrost (g) przełożyło wzór Williamsa na język, dzięki któremu wzór stał się popularny wśród specjalistów od inwestycji.

Forum Stabilności Finansowej • **Financial Stability Forum** • Grupa składająca się z organów sprawujących nadzór, ministrów finansów, przedstawicieli banków centralnych *Grupy 7* najbardziej uprzemysłowionych krajów świata, a także organizacji międzynarodowych (Bank Światowy, Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju – OECD), której głównym celem jest poprawa światowej stabilności finansowej, w szczególności wyjście z kryzysu finansowego. Utworzenie FSF było odpowiedzią na obawy, co do trwałości instytucji finansowych i rynków kapitałowych po azjatyckim kryzysie finansowym pod koniec lat 90. W świecie rosnącej globalizacji, dla uniknięcia rozprzestrzeniania się choroby, konieczne są skoordynowane wysiłki ponad granicami. Sukces FSF będzie zależał nie tylko od zaprojektowania nowych reform, ale bardziej od wprowadzenia ich w życie przez wszystkich zainteresowanych.

Galopująca apokalipsa

Tym, co ostatecznie spowodowało, że Marks powrócił do studiów ekonomicznych było pojawienie się długo oczekiwanego **międzynarodowego kataklizmu finansowego** w jesieni 1857 roku. Kryzys rozpoczął się upadkiem banku w Nowym Jorku i rozprzestrzenił jak galopująca apokalipsa. Marks był zarażony melodramatycznym duchem chwili. W zimie przełomu lat 1857 i 1858 przesiadywał co noc w swoim gabinecie do 4 nad ranem, konfrontując treść swoich prac ekonomicznych „przynajmniej ustalę klarowny zarys, zanim nastąpi powódź". Powódź nigdy nie nadeszła, ale Marks kontynuował budowę swojej arki, przekonany, że wcześniej czy później będzie potrzebna.

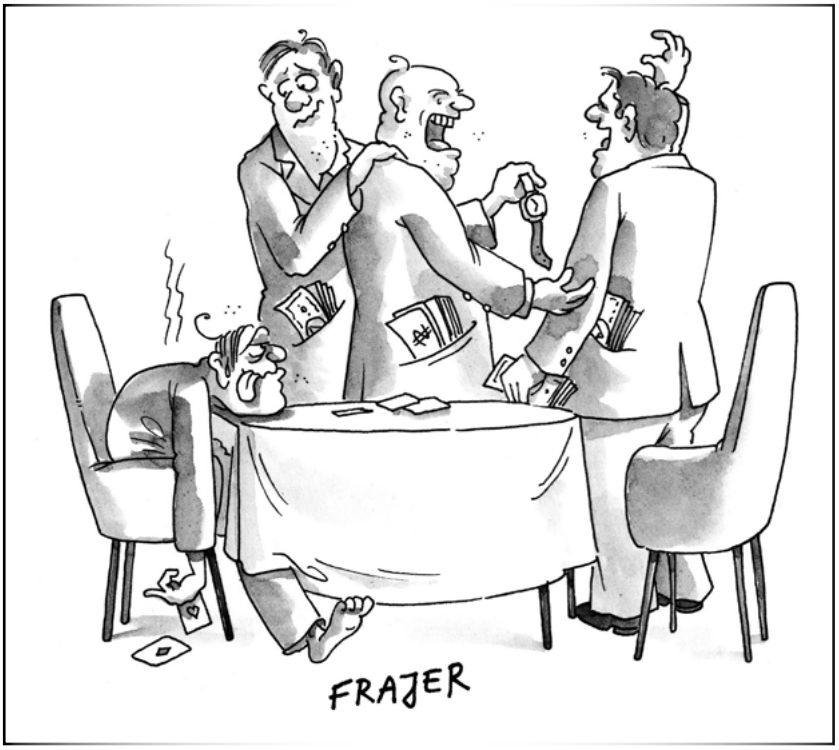
Francis Wheen *Marx's Das Kapital*, 2006, s. 27

Frajer (slang) • **Patsy** (slang) • Naiwny niedołęga w dowolnej grze, czyli także w inwestowaniu, który z reguły przegrywa i niewykluczone, że nawet nie zdaje sobie z tego sprawy. W tej sytuacji ma miejsce gra o sumie zerowej, w której zysk jednego gracza oznacza stratę drugiego. W przypadku rynków finansowych rola frajera może być skutkiem znalezienia się po złej stronie w grze *spekulacyjnej*. Inną możliwością jest naiwność i zachłanność, na przykład inwestowanie na podstawie gorącej, lecz niewiarygodnej rzekomej informacji poufnej. Wreszcie, istnieje też zjawisko zachowania stadnego (patrz *teoria większego głupca*). Trzeba jednak pamiętać, że samo przegrywanie niekoniecznie robi z nas frajerów. Dynamiczna gospodarka rynkowa niekoniecznie jest grą o sumie zerowej. Na dłuższą metę, nasz dobrobyt ekonomiczny może wzrosnąć poprzez bardziej skuteczną alokację kapitału, która często idzie w parze z utratą pieniędzy.

Pobudka!

Jeśli bierzesz udział w grze w pokera i po 30 minutach nadal nie wiesz, kto jest frajerem, oznacza to, że ty jesteś **frajerem**.

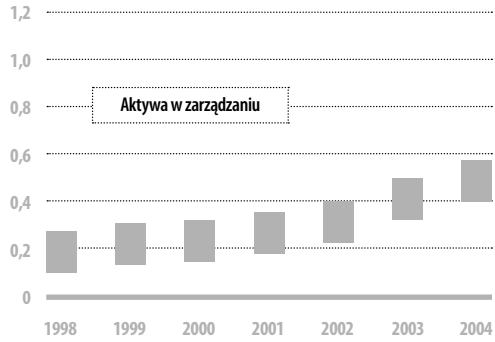
Przypisywane Warrenowi Buffettowi w „The Economist", 2 czerwca 2007, s. 68



Fundusz dochodowy • **Income Trust** • Fundusz inwestycyjny posiadający aktywa, które zasadniczo przynoszą zyski (w przeciwieństwie do zwiększających wartość przez wzrost wartości rynkowej lub reinwestycje w nowe projekty). Aktywa dochodowych funduszy powierniczych to zwykle nieruchomości komercyjne oraz zasoby naturalne. W celu utworzenia zarządu powierniczego, przedsiębiorstwa sprzedają „wydzieloną" grupę aktywów zarządowi powierniczemu. Następnie aktywa są zarządzane (za opłatą) przez przedsiębiorstwo, które wcześniej było ich właścicielem. Takie aktywa generują zwykle stały dopływ środków pieniężnych, bez konieczności wielkich nakładów reinwestycyjnych, oprócz niewielkich wydatków na zarządzanie. W przypadku braku okazji reinwestycyjnych, większość systemów podatkowych wymaga, aby wolne środki pieniężne w zarządzie powierniczym były rozdzielane między inwestorów. Stanowi to dla nich atrakcję w postaci stałego i pewnego przypływu środków pieniężnych. W zależności od systemu podatkowego, można również to zrobić na zasadzie efektywnej podatkowo, tj. zwolnienień z opodatkowania zarządu powierniczego, unikając w ten sposób podwójnego opodatkowania. Dochodowe zarządy powiernicze, przypominające *sekurytyzację*, są przykładami złożonej *inżynierii finansowej*. Patrz również *fundusze powiernicze inwestujące w nieruchomości*.

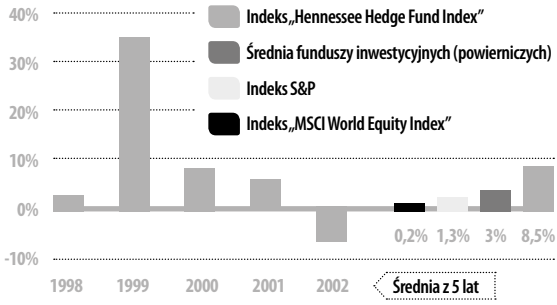
Fundusz hedgingowy • Hedge Fund • Portfel inwestycyjny mający przynieść znaczne zyski bogatym indywidualnym inwestorom lub *inwestorom instytucjonalnym*. Ponieważ są to zwykle *zamknięte* spółki komandytowe, fundusze hedgingowe są przedsięwzięciami prywatnymi niepodlegającymi regulacjom bankowym. Jednak fundusze zabezpieczające nie mogą publicznie zabiegać o inwestorów i muszą wymagać minimalnej wpłaty o wartości 1 miliona dolarów. W celu zwiększenia zysków, fundusze często korzystają z dźwigni finansowej. Ograniczone możliwości wykupu pozwalają wykorzystać niepłynne, długoterminowe inwestycje. Możliwość uzyskania większych zysków usprawiedliwia strukturę opłaty za zarządzanie *„2 i 20"* (zamiast 0,5% –1% za zarządzanie aktywami stosowane w typowych *funduszach powierniczych*). Fundusze hedgingowe generują również pokaźnie zyski dla *banków inwestycyjnych*, które oferują usługi takie jak handel akcjami, pożyczanie akcji, kompensowanie należności, instrumenty pochodne. Początkowo fundusze hedgingowe łączyły *długą* pozycję atrakcyjnych, ale spekulacyjnych akcji, z pozycją *krótką* akcji o przeszacowanej wartości. Bez względu na to, co działo się na rynku fundusze zarabiały, ponosząc jednocześnie koszty zabezpieczania się przed stratami (stąd nazwa fundusze „*zabezpieczające*"). Od tego czasu ewoluowały w stronę narzędzi inwestycyjnych, wykorzystujących *zmienności* koniunktury, oferowanych inwestorom, którzy są na tyle „odporni" (np. odważni, bogaci, spekulujący, chciwi), aby przetrzymywać niekorzystne tendencje rynkowe. Fundusze często specjalizują się w określonych strategiach inwestycyjnych, jak na przykład „strategie krótkich pozycji", „*arbitraż* fuzji i przejęć", „strategie makroekonomiczne". Obecnie fundusze zabezpieczające przekształciły się w każdego rodzaju spółki komandytowe, w których wspólnicy – zarządcy funduszu – mają udział w zyskach inwestora. Tego typu fundusze bardzo się rozwinęły po załamaniu giełdowym w latach 2000–2001, kiedy to wielu bogatych inwestorów zdało sobie sprawę, że za pomocą indeksów giełdowych bardziej się nie wzbogacą. Fundusze *hedgingowe* często spotykają się z krytyką. W 2006 roku pewien znany niemiecki przedstawiciel rządu nazwał je „szarańczą" ze względu na to, że żerują na zwykle dobrze działających przedsiębiorstwach. W zależności od przyjętej perspektywy jest to albo *spekulacja*, albo *arbitraż*. W przeciwieństwie do *funduszy powierniczych*, fundusze *hedgingowe* są bezwzględnie nastawione na wyniki i często wykazują wzmożoną *aktywność akcjonariuszy*. Ten aspekt ich zachowania czyni z nich siłę wymuszającą większą efektywność rynku. W 2006 roku istniało prawie 10 000 funduszy. Przeciętny fundusz dysponuje aktywami o wartości 120 milionów dolarów (źródło: „Fortune", 31 marca, 2003, s. 70). Ponieważ ich inwestorzy są *akredytowani* i operują na zasadzie *spółki*, fundusze zabezpieczające są nieregulowane i zazwyczaj bardzo skryte (w ramach chronienia pozycji rynkowej oraz podporządkowania się ścisłym prawom, które zabraniają zabiegania o inwestorów).

Fundusze zabezpieczające
w bilionach USD



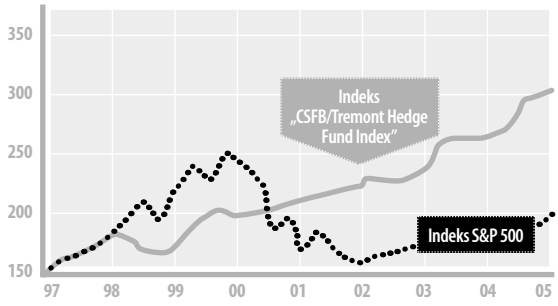
Źródło: „Hedge Fund Research" / „The Economist", 19.02.2005, p. 60

Fundusze zabezpieczające



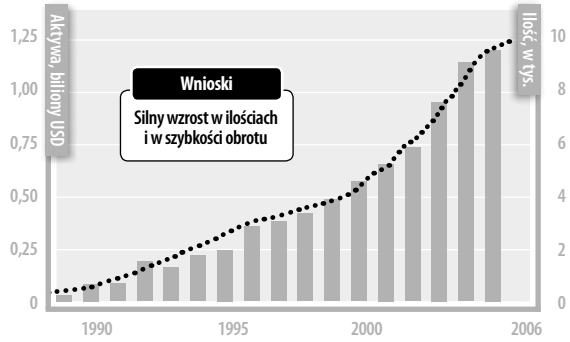
Źródło: „Fortune", 31 marca 2003, s. 69

Fundusze zabezpieczające
Indeks: 9/30/95 = 100



Źródło: „Fortune" (wydanie europejskie), 14 listopada 2005, s. 90

Fundusze zabezpieczające



Źródło: „Hedge Fund Research" / „The Economist"

Ryzykowna gra

Fundusze zabezpieczające nie są tym samym, co zwyczajne fundusze powiernicze. Ponieważ te „skupiska" kapitału są zakładane przez zamożnych i rzekomo wyrafinowanych inwestorów, rząd w dużej mierze pozostawia je bez regulacji, a zarządzający tych funduszy mogą trzymać swoje inwestycje w tajemnicy. Wielu z nich pobiera aż 20% prowizji od zysku, co motywuje ich do brania dużych kredytów w bankach lub u zaprzyjaźnionych brokerów oraz do podejmowania ryzyka. I co z tego? – można by powiedzieć. Niech ci bogacze igrają sobie z ogniem. Jednak podejmowanie takiego ryzyka w dzisiejszych czasach i to na tak ogromną skalę, korzystając z zadłużenia, przyczynia się do zwiększonej podatności rynków na zmiany. W dodatku niektórzy z tych, którzy zabezpieczyli swoje ryzykowne inwestycje – poprzez krótką sprzedaż oczekując, że akcje pójdą w dół – mają motywację do szerzenia złych pogłosek.

William Safire *Starting to rein in clandestine speculators*
w „International Herald Tribune", 6 września 2002, s. 8

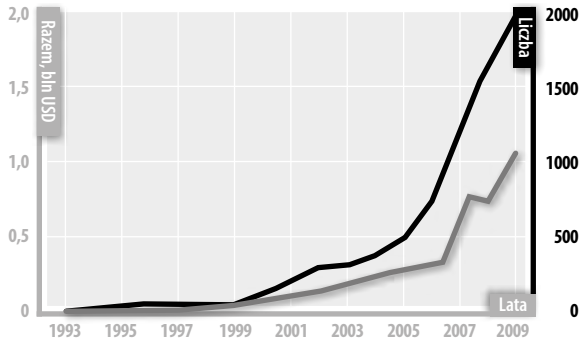
Fundusze *hedgingowe* wkroczyły także na rynki kredytowe, gdzie zaczynają konkurować z instytucjami finansowymi w sektorze przedsiębiorstw. Kiedy duże fundusze *hedgingowe* są finansowane długiem, wzrasta ryzyko, że wyprzedaż udziałów (wymagana przez *wezwanie do zapłaty marży*) wpłynie na stan rynku. W przypadku jednego z najsłynniejszych funduszy, „Long-Term Capital Management Fund", LTCM w 1998 roku, potencjalne skutki uboczne takiego desperackiego posunięcia

wystarczyły, aby sprawić, że Rezerwa Federalna przybyła z dofinansowaniem ratunkowym. Patrz też *fundusze funduszy, fundusz typu private equity*.

Fundusz indeksowy • Index Fund • Portfel różnych akcji, które mają służyć jako *poziom* odniesienia dla *indeksu giełdowego*. Fundusze indeksowe są zarządzane „biernie": zamiast drogo opłacanych specjalistów zarządzających funduszem, których decyzje inwestycyjne mogą być najróżniejsze i podejmowane pod wpływem chwilowego kaprysu, fundusze te automatycznie podążają za składem wybranego indeksu obliczanego przez *firmy prowadzące indeksy*. *Hipoteza rynku efektywnego* i przypadkowe ruchy cen mówią, że trudno jest przebić rynek; zatem inwestorzy mogą osiągnąć wyższe zyski netto, gdyż redukuje się koszty administracyjne. Patrz też *fundusz powierniczy.*

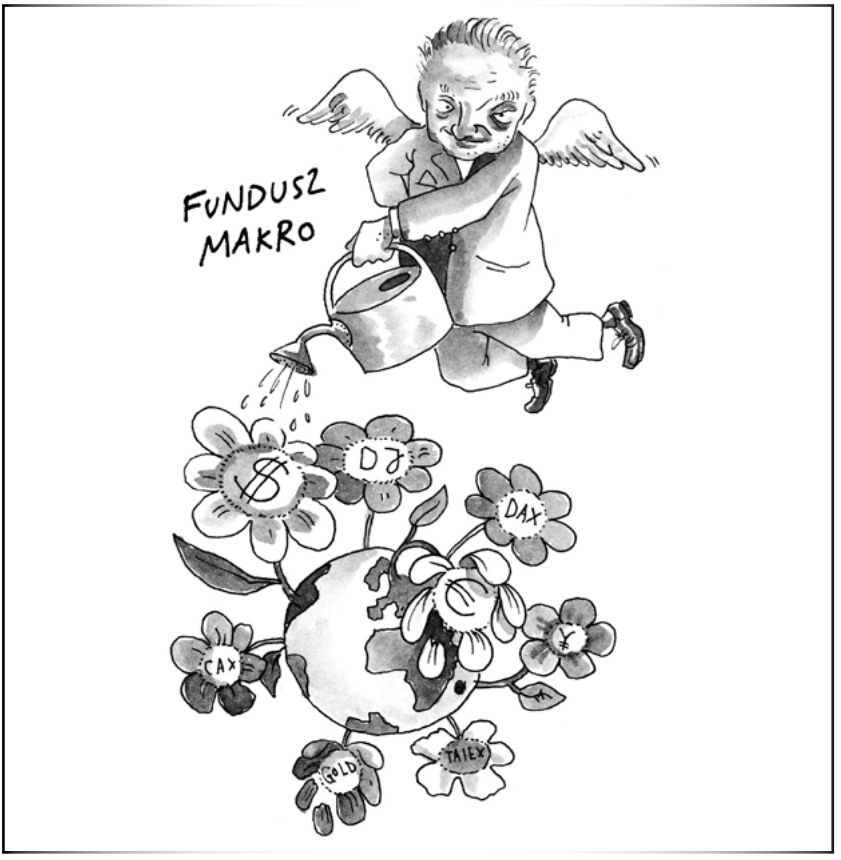
Fundusz inwestycyjny typu ETF • Exchange Traded Fund • ETF • Fundusz notowany na giełdzie, oparty na konkretnym indeksie giełdowym lub sektorze rynku, lecz będący w obrocie na *giełdzie papierów wartościowych* jak akcje spółki publicznej. W przeciwieństwie do zwykłych otwartych funduszy powierniczych, fundusze ETF można kupić i sprzedać w dowolnej chwili sesji giełdowej. Fundusze te nie są czynnie zarządzane (podążają za indeksem), tak więc opłaty za *zarządzanie aktywami* są w nich zwykle niższe niż w większości funduszy powierniczych. Fundusze ETF są odzwierciedleniem wiary w *teorię rynku efektywnego*: nie ma sensu płacić zarządzającym funduszami, by zgadywali, jak zachowa się rynek. Są one coraz bardziej popularne wśród inwestorów, którzy chcą posiadać wysoce zróżnicowany i efektywny portfel. (W Stanach Zjednoczonych całkowita wartość funduszy ETF wzrosła z 80 miliardów dolarów w 2001 roku do 324 miliardów dolarów w roku 2006. Źródło: „The Wall Street Journal" (Europe), 28–30 lipca 2006, s. 22).

Fundusze inwestycyjne notowane na giełdzie (EFT)
Światowe fundusze inwestycyjne ETF



Źródło: BlackRock

Fundusz makro • **Macro Fund** • Fundusz inwestycyjny dla spekulantów, który wypracowuje zyski inwestując w waluty oraz indeksy giełdowe, i mogąc w ten sposób przewidywać prognozy makroekonomiczne. Strategia ta została opracowana i z powodzeniem zastosowana przez miliardera George'a Sorosa.



Wypowiedź

Nie muszę się ograniczać wyłącznie do akcji i obligacji – skoro mam do dyspozycji pięć lub sześć różnych narzędzi walki… to **udam się tam, gdzie jest akcja.**

Przypisana geniuszowi inwestycyjnemu George'owi Sorosowi, w „Fortune" (wydanie europejskie), 27 października 2003, s. 41

Fundusz powierniczy • **Mutual Fund** (USA) • **Unit Trust** (UK) • Narzędzie służące do stworzenia *portfela* inwestycji, które z kolei znajdują się w posiadaniu mniejszych, indywidualnych inwestorów detalicznych. Fundusze powiernicze są *funduszami otwartymi* w tym sensie, że rosną i maleją stosownie do popytu na ich akcje. Fundusze powiernicze łączą oszczędności drobnych inwestorów, których nie stać na analizy przy doborze akcji ani na samodzielną dywersyfikację. Ich popularność jako formy alokacji oszczędności emerytalnych wynika z szeregu motywów: nadszarpnięte zaufanie do *państwowych funduszy emerytalnych*, wysoka stopa oszczędności wśród starzejącej się ludności, oraz – szczególnie w Stanach Zjednoczonych – lepsze poinformowanie detalicznych inwestorów, szukających korzystniejszych zwrotów niż te zapewniane przez tradycyjne narzędzia, takie jak konta oszczędnościowe czy obligacje. Instytucje finansowe często wykorzystują swoje umiejętności *zarządzania aktywami* oraz kanały dystrybucji celem wygenerowania opłat od działalności funduszy powierniczych.

Fundusz powierniczy • **Trust Fund** • Fundusz inwestycyjny, w którym złożone są *papiery wartościowe* osób trzecich, zwanych „beneficjentami". Choć prawnym właścicielem funduszu jest powiernik, w którego kompetencji leży zarządzanie i administrowanie funduszem (na warunkach określonych w umowie), działa on na rzecz beneficjentów. Przykładem funduszu powierniczego jest *program świadczeń emerytalnych,* w ramach którego składki wpłacane przez pracowników inwestowane są przez zawodowych specjalistów od zarządzania aktywami, a następnie wypłacane pracownikom z chwilą ich przejścia na emeryturę.

Fundusz restytucyjny • **Restitution Fund** • Grzywny płacone przez *instytucje finansowe* na polecenie *organów regulacyjnych* za naruszenie przepisów dotyczących papierów wartościowych, wpłacane na fundusz na rzecz skarbu państwa lub inwestorów, którzy ponieśli stratę. W Stanach Zjednoczonych największe firmy na Wall Street w roku 2002 zgodziły się zapłacić 1,4 miliarda dolarów, aby zakończyć dochodzenie w sprawie ich postępowania oraz *konfliktów interesów* ich *analityków.* Zgodnie z *Ustawą o odpowiedzialności korporacyjnej tzw. Sarbanes-Oxley Act* (*Kompendium terminów z zakresu rachunkowości po polsku i angielsku*), grzywny takie powinny być przekazywane inwestorom. W niektórych przypadkach koszty restytucji może pokrywać *ubezpieczenie*, choć byłoby to sprzeczne z celem grzywny, jaką jest ukaranie tych firm. Również wiele *banków inwestycyjnych* będzie musiało się bronić przed pozwami ze strony akcjonariuszy i inwestorów.

Płać!

Grzywny płacone przez firmy z Wall Street w ramach „globalnej ugody" z organami regulacyjnymi rynków kapitałowych mogą zostać umieszczone w **funduszu restytucyjnym** na rzecz poszczególnych inwestorów, którzy stracili pieniądze stosując się do rekomendacji Wall Street. Łączna kwota, jaką musi zapłacić kilkanaście dużych firm może przekroczyć 1 miliard dolarów.

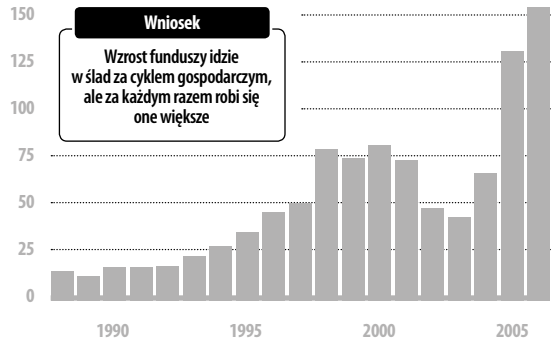
Artykuł *Silver lining for some investors* z „International Herald Tribune", 22 listopada 2002, s. 11

Fundusz ślepego zaufania • Blind Trust Fund • *Fundusz inwestycyjny*, którego właściciel nie może znać poszczególnych składników portfela. Zainwestowane środki pieniężne są przechowywane w *funduszu powierniczym* przez wyznaczonego *zarządcę aktywów* w imieniu właściciela-beneficjenta. Ślepe zaufanie ma zapobiec *konfliktom interesów*. Mogą je wykorzystywać *biegli rewidenci*, politycy i inne osoby publiczne.

Fundusz typu *private equity*, firma typu *private equity* • Private Equity Fund, Private Equity Firm • Długoterminowy kapitał zgromadzony w celu inwestowania w portfel udziałów w przedsiębiorstwach nastawionych na wzrost. Jako klasa *inwestycji alternatywnych*, fundusze takie są „prywatne" także w tym sensie, że zazwyczaj stoją za nimi prywatni partnerzy, tacy jak zamożne osoby fizyczne, fundusze typu hedge funds lub *inwestorzy instytucjonalni*. Fundusz nie prowadzi otwartej kampanii, a zatem nie istnieje konieczność sporządzania kosztownego *prospektu emisyjnego*, fundusz nie podlega ograniczeniom nadzoru regulacyjnego, posiada też więcej możliwości swobodnego podejmowania ryzyka. Fundusz może brać udział w ofertach niepublicznych lub nabywać akcje na *giełdzie*. Kluczową cechą funduszy kapitału prywatnego jest to, że są to „sprytne pieniądze", to jest pieniądze nie inwestowane według strategii „trzymaj i sprzedaj". Posiadając duże pakiety akcji, fundusze mogą proaktywnie egzekwować ład korporacyjny w celu poprawy *wyników finansowych*. Taki bezpośredni nadzór jest szczególnie odczuwalny w transakcjach jak *fuzje i* przejęcia lub *sanacja przedsiębiorstwa*. Tworzenie majątku w tego typu firmach często wywodzi się z „realizacji wartości ukrytej" i z przedsięwzięć, których spółki publiczne nie mogą lub nie chcą robić. To oznacza, że agresywne techniki pozbywania się aktywów oraz restrukturyzacja również mogą tworzyć część repertuaru funduszy typu private equity w celu osiągnięcia wyższej rentowności. Dzięki temu, że mają możliwość podejmowania ryzyka, fundusze

te z reguły mniej obawiają się korzystania z dźwigni finansowej, aby zwiększyć zyski. Polityka państwa oraz problemy regulacyjne wynikające z braku przejrzystości firm private equity stanowią przeciwwagę dla korzyści wynikających z ich większej swobody. Ich działalność potrafi być powodem do niepokoju. Brak jawności może niepokoić regulatorów (co, jeśli firma stanie się niewypłacalna?) oraz związki zawodowe (które nie lubią presji związanej z restrukturyzacją).

Fundusz/ Firma typu private equity
w miliardach USD



Źródło: „Fortune" (wydanie europejskie), 5 marca 2007, s. 31/„Thomson Financial"

10 największych funduszy typu private equity (*): 2000–2007		
Pozycja	**Nazwa**	**miliardy USD**
1.	Blackstone Capital Partners V	21,7
2.	KKR 2006 Fund Private Investors	15,7
3.	TPG Partners V	14,0
4.	GS Capital Partners V	12,2
5.	Permira Europa IV	12,1
6.	Providence Equity Partners VI	12,0
7.	Apollo Investment Fund VI	10,1
8.	GS Capital Partners V	8,5
9.	Hellman & Friedman Capital Partners VI	8,4
10.	The Fourth Cinven Fund	8,3
Suma		**123,0**
(*) Obejmuje fundusze przejęć, typu mezzanine, rekapitalizacyjne oraz restrukturyzacyjne; nie obejmuje funduszy nieruchomości i powierniczych		
Źródło: „BusinessWeek", 17 listopada 2007, s. 54		

Słuszny wybór

Firmy typu private equity oferują praktyczną formę zarządzania korporacyjnego. Jest to coś pomiędzy spółką publiczną a tradycyjną firmą prywatną. Kiedy firmy typu private equity nabywają przedsiębiorstwo, inwestują trochę swoich środków pieniężnych, lecz więcej pożyczają. Zatem przedsiębiorstwa te znajdują się pod wielką presją zapewnienia wyników, zarówno ze strony pożyczkodawców jak i ze strony swoich inwestorów. Mają jednak kilka lat, aby te wyniki osiągnąć poza wpływami rynków publicznych. Razem z pokrewnymi firmami inwestującymi w kapitał wysokiego ryzyka, **firmy typu private equity** oferują możliwość wyboru, którego poprzednio nie było.

„Fortune" (wydanie europejskie), 6 marca 2006, s. 11

Do tego dochodzi rzucające się w oczy powodzenie wielu menedżerów funduszy typu private equity, opłacanych według *formuły 2 i 20*. Także ich śmiała postawa typu „idziemy tam, gdzie jeszcze nikt nie odważył się pójść" może wzbudzić ogólną zazdrość. Fundusz private equity stanowi przeciwieństwo *funduszu typu hedge fund*, który inwestuje w udziały w firmach niepublicznych dla bogatych osób fizycznych oraz *funduszu powierniczego/inwestycyjnego,* który posiada papiery wartościowe znajdujące się w obrocie publicznym.

Fundusze/Akcjonariusze-aktywiści • Activist Funds/Shareholders • Wielcy *inwestorzy instytucjonalni* (czyli fundusze *emerytalne*, fundusze inwestycyjne i *fundusze hedgingowe*), które asertywnie korzystają z praw głosu w sprawie uchwał korporacyjnych i z członkostwa w zarządzie. Jest to przeciwieństwo strategii biernej, w której inwestorzy po prostu rezygnują, jeśli nie podoba im się sposób zarządzania korporacją. Zwykle inwestorzy inni niż strategiczni nie mieli czasu ani finansowej motywacji, by się angażować. Przyłączali się „dla zabawy". Jednak w miarę rozwoju norm w dziedzinie praw akcjonariatu mniejszościowego*, przejrzystości* oraz *ładu korporacyjnego* tacy akcjonariusze stają się coraz bardziej głośni i asertywni. Wpływy funduszy-aktywistów są najbardziej wyraźne w Stanach Zjednoczonych.

Zasada „kupujesz na własną odpowiedzialność"

Działamy w świecie zakupów na własną odpowiedzialność, w którym trzeba **sprawdzać wszystko**, co mówi zarząd z innymi znanymi i zasłyszanymi informacjami.

Szef funduszu emerytalnego cytowany w „International Herald Tribune", 9 grudnia 2005, s. 13

Fundusze emerytalne • **Pension Funds** • Pieniądze odłożone i zainwestowane w celu finansowania zobowiązań przyszłej wypłaty emerytury wynikających z *programów świadczeń emerytalnych*. Fundusze emerytalne mogą być tworzone przez państwo, pracodawców lub przez osoby fizyczne. Fundusze emerytalne posiadają dwie kluczowe cechy. Po pierwsze, długoterminowy horyzont inwestycyjny (powiedzmy 25–45 lat). Mogą więc sobie pozwolić dysponując *cierpliwym kapitałem* na inwestowanie w tzw. cierpliwe aktywa na rynku akcji lub nieruchomości komercyjnych. Po drugie, pomimo długoterminowego czasu inwestycji, fundusze emerytalne rzadko bywają spekulacyjne. Inwestycje są zazwyczaj *klasy inwestycyjnej*, ponieważ beneficjenci liczą na to, że po przejściu na emeryturę, kiedy większość ludzi jest w dużej mierze zależna od swoich oszczędności, będą mogli utrzymać się z wypłat z funduszy emerytalnych. Mimo, iż osoby fizyczne zawsze mają możliwość konsekwentnego oszczędzania na emeryturę, fundusz emerytalny wiąże się z bardziej sformalizowaną strukturą. Zatem, mimo iż prawowitymi właścicielami funduszy emerytalnych są osoby oszczędzające, pieniądze znajdują się zazwyczaj pod zarządem *powierniczym* instytucji finansowych zarządzających aktywami, które podlegają przepisom prawa dotyczącym zarządu powierniczego oraz nadzorowi regulacyjnemu. Ponadto normy przejrzystości są zazwyczaj wysokie ze względu na istotne znaczenie misji funduszy emerytalnych. Stanowią one dużą część globalnych oszczędności w gospodarce, przez co są ważnymi graczami na rynkach kapitałowych. Ponieważ potężni inwestorzy instytucjonalni są na ogół zarządzani przez profesjonalnych doradców i fundusze emerytalne są zazwyczaj stanowczymi zwolennikami *praw akcjonariuszy*. (Patrz: *fundusze emerytalne sektora publicznego*). Przyrost ludności w połączeniu z wyższą średnią długością życia oraz dostatkiem powodują powstawanie długofalowej tendencji wzrostu funduszy emerytalnych. Wychodząc z założenia, że średnia długość życia po przejściu na emeryturę może stanowić, powiedzmy, połowę życia aktywnego zawodowo (tzn. praca w wieku 25–65 lat = 40 lat w porównaniu do dalszego trwania życia od 65 do 85 lat), konsekwentne odkładanie pieniędzy na fundusz emerytalny jest rzeczywiście niezwykle ważnym elementem *finansów osobistych*.

Fundusze emerytalne sektora publicznego • Public Sector Pension Funds • Fundusze emerytalne pracowników sektora publicznego, które ze względu na liczbę członków są często bardzo duże. W Stanach Zjednoczonych fundusz CALPERS z Kalifornii jest jednym z największych w kraju. Fundusze emerytalne tego typu są często motorem zmian w *ładzie korporacyjnym* oraz *prawach akcjonariuszy*. Na przykład w USA przepisy wymagają, by fundusze takie musiały głosować w sprawie wyboru swoich *pełnomocników*.

Fundusze funduszy • Funds of Funds • Fundusz inwestycyjny inwestujący w inne fundusze inwestycyjne z zamiarem zwiększenia ogólnej dywersyfikacji gromadząc pulę inwestycji w porównaniu do drobnych inwestorów posiadających bezpośrednio zróżnicowany portfel papierów wartościowyh. W *funduszach powierniczych*, dywersyfikacja jest już wystarczająca. Dalsze mnożenie funduszy jedynie zwiększyłoby obciążenie opłatami administracyjnymi. Fundusze funduszy są często wykorzystywane do inwestowania w *fundusze hedgingowe*, ponieważ zwykle mają dość duży minimalny poziom inwestycji w porównaniu do tradycyjnych funduszy inwestycyjnych, co pozbawia wielu mniejszych inwestorów możliwosci bezpośredniego inwestowania. Również fundusze emerytalne i inne instytucje często inwestują w fundusze funduszy hedgingowych w części lub w całości swoich programów *alternatywnych inwestycji*, czyli inwestycji innych niż tradycyjne akcje i obligacje.

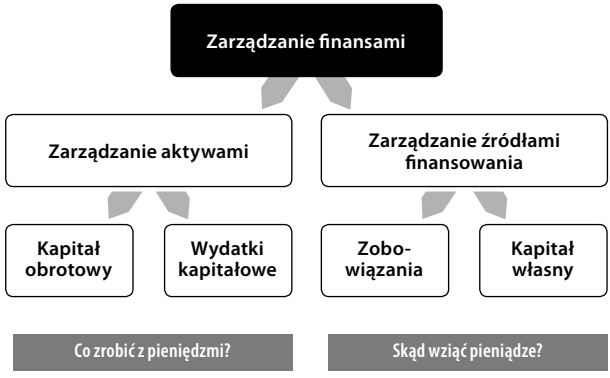
Fundusze powiernicze inwestujące w nieruchomości • Real Estate Investment Trusts • REITS • Jest to fundusz inwestycyjny, w którym znajdują się nieruchomości przynoszące dochody, budynki komercyjne bądź mieszkania. Z punktu widzenia klasyfikacji prawnej, mogą być one zaklasyfikowane jako fundusze powiernicze (czyli aktywa, które znajdują się w nim na rzecz innych). Dlatego też, fundusze powiernicze inwestujące w nieruchomości unikają bezpośredniego podatku, jeśli rozdzielą większość (np. 90%) przepływu wolnej gotówki do prywatnych inwestorów, którzy z kolei mogą ochronić dochody podlegające opodatkowaniu, jeśli korzystają z odpisów podatkowych. Cecha ta przyciąga większą liczbę inwestorów i sprawia, że REITS jest bardziej płynny niż większość funduszy nieruchomości. REITS pozwalają również firmom produkcyjnym oraz inwestorom instytucjonalnym (takim jak *firmy ubezpieczeniowe*) zapewnić możliwość zmian wartości nieruchomości, które w innym wypadku musiałyby pozostać niezmienione w księgach na długi okres czasu np. 25–50 lat w wypadku większości budynków. Element inwestycyjny REITS bardzo dobrze pasuje do natury nieruchomości: w momencie, kiedy nieruchomość jest wybudowana, nie ma potrzeby ponownego inwestowania, nie ma więc kosztów poza kosztami utrzymania. Wynajem lokali zapewnia długoterminowe

i stałe źródło dochodu. W przypadku mieszkań, REITS mogą rozwijać się w cyklu przeciwnym do rynku własnościowego, ponieważ „źli właściciele nieruchomości są dobrymi najemcami". REITS powstały w USA w latach sześćdziesiątych. Ich rynkowa kapitalizacja wyniosła 340 miliardów dolarów („The Economist", 29 lipca, 2006, s. 73). Ten instrument inwestycyjny pojawia się w innych krajach, tam gdzie przyjmowane są odpowiednie regulacje prawne (dot. przepisów podatkowych i obrotu papierami wartościowymi).

Funkcja finansowa • **Finance Function** • Funkcja/stanowisko, łączące podstawowe czynności menedżerskie związane ze strategią, działalnością operacyjną i zarządzaniem ryzykiem. Obejmuje ono pięć najważniejszych obszarów działania lub rodzajów decyzji:

1. Rachunkowość: prowadzenie *ksiąg* rachunkowych, sprawozdawczość, wewnętrzne środki kontroli, *prognozowanie*;
2. *Struktura kapitalu*: wyszukiwanie, pozyskiwanie i utrzymywanie odpowiedniego poziomu zadłużenia i *kapitału własnego*;
3. Planowanie kapitałowe: dobór inwestycji, *wycena projektów* i prognozowanie;
4. Zarządzanie *gotówką* (płynnością): unikanie *naruszania warunków umowy*, gospodarowanie *kapitałem obrotowym*;
5. Planowanie podatkowe: ograniczanie do minimum obciążeń podatkowych dzięki zastosowaniu legalnych środków umożliwiających wykorzystanie ulg podatkowych.

Zarządzanie finansami





W dużej firmie funkcję tę pełni dyrektor finansowy. W przypadku *małych i średnich przedsiębiorstw*, funkcja ta będzie spoczywać w rękach właściciela lub dyrektora zarządzającego. Osoba pełniąca to stanowisko jest odpowiedzialna za kontakty z kredytodawcami. Zwykle firmy, których działalność zmierza do *bankructwa* charakteryzują się niedostatecznie rozwiniętą funkcją finansową.

Funkcja zaopatrzenia • **Purchasing Function** • Wewnętrzna jednostka przedsiębiorstwa zajmująca się wyszukiwaniem źródeł zaopatrzenia, negocjowaniem warunków dostaw i regulowaniem płatności wobec dostawców. Zaopatrzenie jest czynnikiem, od którego w dużej mierze zależy *rentowność,* ponieważ dla większości przedsiębiorstw koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów mają największy wpływ na wartość *zysku netto.* Ponieważ z kolei zakupione towary stanowią znaczną część kosztów sprzedanych produktów, towarów i materiałów, wartość *zysku* uzależniona jest od efektywności działu zaopatrzenia. Przykładowo, niewielka poprawa efektywności zaopatrzenia o, powiedzmy, 6% może wpłynąć na zwiększenie zysku operacyjnego nawet o 21% – patrz tabela na s. 127. Ponieważ funkcja zaopatrzenia nie jest efektowna i nie jest polem do osiągnięć w zakresie zarządzania (na konkurencyjnym rynku warunki oferowane przez różnych dostawców są zazwyczaj podobne), często pomija się jej znaczenie. Tym niemniej, negocjując strategie, wykorzystując *upusty* cenowe i usprawniając kanały dostaw przy użyciu technologii IT, można wypracować realne korzyści, aby trzymać dostawców w pogotowiu. Innym

istotnym punktem może być poprawa wydajności pracowników. Funkcja zaopatrzenia sprzyja zwykle tworzeniu przyjemnych, lecz nieproduktywnych relacji w pracy – a w krańcowych przypadkach bywa podatna na pokusę przekupstwa. Stosowanie mechanizmów kontroli wewnętrznej (takich jak autoryzowanie zamówień, porównywanie dostawców oraz rotacja zatrudnienia) mogą zapobiec nieefekty w zaopatrzeniu.

Wpływ zaopatrzenia na zysk netto				
	Wielkości typowe	**Poprawa efektywności zaopatrzenia**		
		3%	**6%**	**10%**
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów:				
Koszt nabycia	**35%**	**34%**	**33%**	**32%**
Robocizna	25%	25%	25%	25%
Koszty pośrednie	10%	10%	10%	10%
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	70%	69%	68%	67%
Zysk brutto na sprzedaży	30%	31%	32%	34%
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	20%	20%	20%	20%
EBITDA	10%	11%	12%	14%
Poprawa		**11%**	**21%**	**35%**

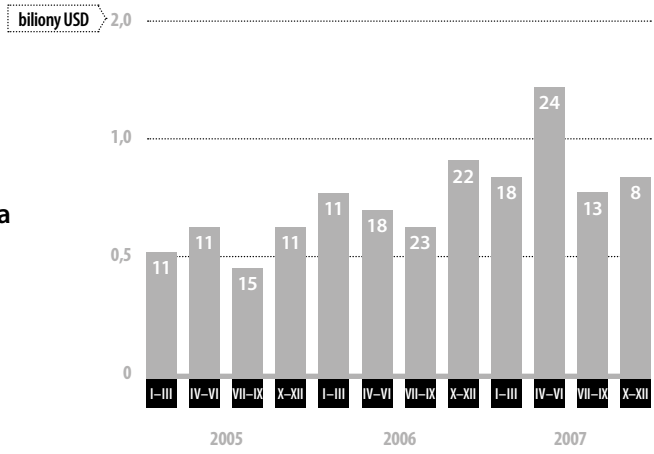
Funt szterling (waluta brytyjska) • **£.s.d.** (British) • Symbole waluty brytyjskiej. „£" oznacza funta, którego angielska nazwa *pound* wzięła się od łacińskiego słowa „pondo" oznaczającego 12 uncji. Tyle właśnie ważyło 20 srebrnych szylingów. „£" to przekreślona litera „L". Etymologicznie wiąże się to z łacińskim *libra* oznaczającym „wagę" oraz „funta" w znaczeniu jednostki wagi. Przekreślenie symbolizuje tutaj użycie litery jako skrótu. Aby odróżnić funta (walutę) od funta (jednostki wagi), mówi się często „funt szterling". Dodane słowo odnosi się do jakości srebra i oznacza tyle co „wysokiej próby". Symbol s. oznacza szylinga (łac. „solidi"), zaś d. pensa (łac. „denari"). Wszystkie trzy litery pojawiają się humorystycznym neologizmie „L.S.Deism", który nie tyle demonizuje, co deifikuje pieniądz (oczywiście z dużą dozą ironii).

Fuzja • **Merger** • Połączenie dwóch lub więcej jednostek gospodarczych w jedno przedsiębiorstwo. Skutkiem tego jest złączenie odrębnych spółek w zupełnie nową jednostkę. Najczęstszym powodem fuzji jest chęć szybszego wzrostu, wykorzystania *korzyści skali* lub uzyskania *synergii* (mniej niewinnym motywem może być chęć zwiększenia siły rynkowej poprzez zmniejszej konkurencji). Z każdym przypadkiem fuzji wiąże się szereg następujących podstawowych kwestii:

Kwestie rozważane przy planowaniu fuzji	
Zagadnienie	**Obawy**
Prawne	• Zgodność z prawem antymonopolowym • Uzyskanie zgody udziałowców
Finansowe	• Relatywna wycena udziałów/akcji • Źródła finansowania płatności gotówkowych
Strategiczne	• Wykorzystanie powstałych możliwości współdziałania • Reakcja konkurencji
Operacyjne	• Integracja systemów *informatycznych* • Eliminacja dziedzin (komórek) dublujących się lub zbytecznych
Zarządzanie	• Kierownictwo • Harmonizacja zespołów zarządzających i metod zarządzania
Rachunkowość	• Metoda łączenia udziałów/jednoczenia interesów • Metoda nabycia

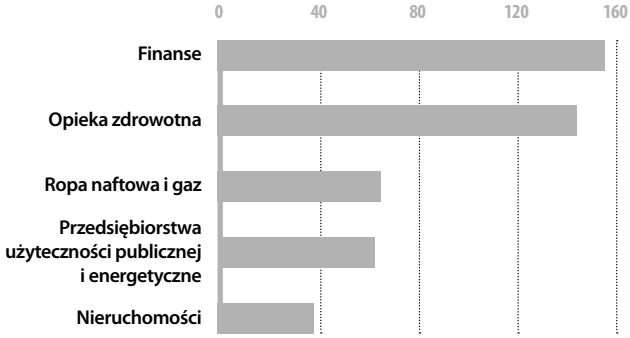
Łączenie się podmiotów jest powszechnie spotykaną strategiczną reakcją na postępującą globalizację i deregulację. Choć ma ono swoje zalety, patrząc na fuzje różnych przedsiębiorstw z perspektywy czasu, można powiedzieć, że powodzenie takiego kroku pod względem pomnażania *wartości dla akcjonariuszy* jest trudne do przewidzenia. Należy pamiętać, że przejęcie kontroli nad inną spółką nie jest fuzją per se. Przejęcie to wstępny etap fuzji (która obejmuje integrację strategiczną, operacyjną i kierowniczą). Dość przewrotnie w języku *finansów korporacyjnych* mówi się zwykle o „fuzjach i przejęciach", jakby to było w innej kolejności. Pomimo tego rozróżnienia, poprzez wymaganie konsolidacji kontrolowanych spółek zależnych, standardy rachunkowości traktują spółkę zależną tak, jakby przeszła fuzję ze spółką-matką. Patrz również *powiększanie/pomniejszanie wartości,* porównaj z *przejęciami*.

Fuzje i przejęcia
Transakcje M&A na świecie, biliony USD



Źródło: *Dealogic & Whither the great wave?*, „The Economist", maj 2008

Fuzje i przejęcia
Czołowe branże na świecie, w których dokonano transakcji M&A do obecnego mementu w 2009



Źródło: *Dealogic & Whither the great wave?*, „The Economist", maj 2009

Ryzyko fuzji

Jak na człowieka o reputacji wytrawnego negocjatora, uderzający jest fakt, że najbardziej na jego manii zakupów skorzystała konkurencja i ci, co sprzedali mu banki… [Jego] sztandarowe interesy polegały zwykle na wyłożeniu dużych pieniędzy na firmy, które nie były tego warte. Firmy te następnie całkiem rujnował przez drastyczne cięcia kosztów, mające usprawiedliwić paradoksalną cenę nabycia.

Deal-making Done, „The Economist", 27 stycznia 2001

Fuzja prosta ze spółką zależną • **Forward Subsidiary Merger** • Sposób na zakup spółki. Spółka przejmowana łączy się ze spółką zależną nabywcy i jest rozwiązywana. Akcje udziałowców spółki przejmowanej są wymieniane na gotówkę, nieruchomości lub zapasy spółki zależnej. Przynosi to taki sam rezultat, jak zwykła fuzja, z tym wyjątkiem, że spółka przejmowana przez połączenie ze spółką zależną, sama staje się jej częścią. Główną zaletą takiej formy fuzji jest fakt, że zobowiązania spółki przejmowanej nie stają się zobowiązaniami nabywcy.

Fuzje i przejęcia • **M & A** • Określenie M & A pochodzi od „mergers & acquisitions". Zobacz hasło *nabycie przedsiębiorstwa, rozliczanie w rachunkowości* oraz hasło *rachunkowość fuzji jednostek gospodarczych* w *Kompendium terminów z zakresu rachunkowości po polsku i angielsku*.

FX (skrót) • **FX** (abbreviation) • Skrót oznaczający transakcje walutowe.



G

Gąski (potocznie) • **Bullion** • Dowolny metal szlachetny, zazwyczaj jednak kojarzony ze złotem w sztabach (w przeciwieństwie do monet). Angielska nazwa pochodzi od łacińskiego czasownika „bullire" oznaczającego gotowanie; w anglo-normandzkim „bouillon" oznaczało mennicę; współczesne słowo pochodzi ze średniowiecznego angielskiego.

Gdzie są jachty klientów? (pytanie retoryczne) • **Where Are the Customers' Yachts?** (rhetorical question) • Prowokacja skłaniająca do myślenia, wywodząca się od tytułu znanej książki, opublikowanej po raz pierwszy w 1940 roku. Jej autor, Fred Schwed, był odnoszącym sukcesy, profesjonalnym brokerem, który dorobił się fortuny w 1929 roku, tuż przed Wielkim Krachem. Po spieniężeniu swojego majątku odszedł z Wall Street na emeryturę i zajął się pisaniem. Napisana z zuchwałym humorem książka została okrzyknięta „wesołą klasyką" z powodu lekceważącego spojrzenia na wewnętrzne układy rządzące *kapitalizmem finansowym*. Brak jachtów klientów wynika z tego, że jedynie finansiści zarabiają wystarczającą ilość pieniędzy, żeby sobie na nie pozwolić. Widoczna zdolność Wall Street do prosperowania, bez względu na to jak radzą sobie mali inwestorzy, wiele mówi. Czyżby *sprytne pieniądze* przebiegłych brokerów i osób wtajemniczonych wykorzystywały naiwne społeczeństwo? To wyraz sceptycyzmu co do najlepszych tradycji antagonizmu *Main Street kontra Wall Street*.

Głupie pytanie

Kiedyś, w dawnych czasach, które dawno odeszły w niepamięć, przybyszowi spoza miasta pokazywano cuda dzielnicy finansowej Nowego Jorku. Kiedy towarzystwo przybyło do Battery, jeden z przewodników wskazał na okazałe statki zakotwiczone na przystani. „Proszę spojrzeć, to są jachty bankierów i brokerów". „**Gdzie są wszystkie jachty klientów?**" zapytał naiwny gość.

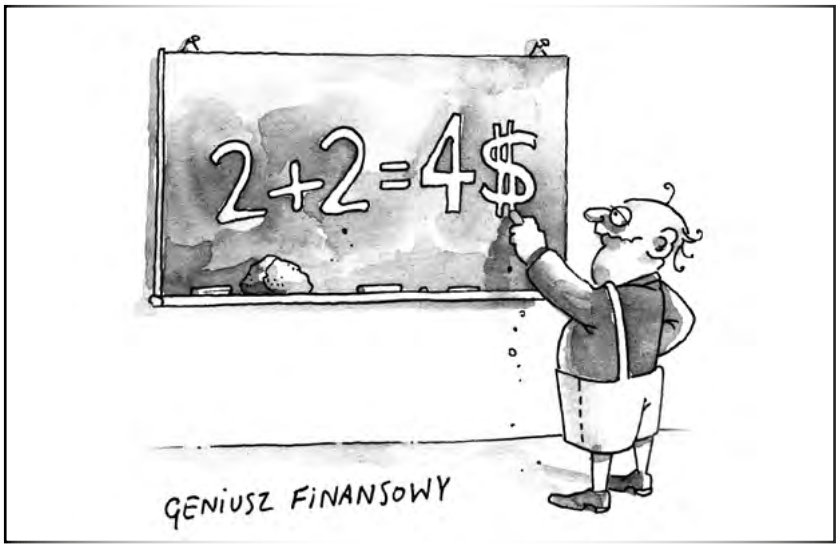
Fred Schwed *Where Are All the Customers' Yachts?*, 1940

Geniusz finansowy • **Financial Genius** • Osoba obdarzona szczególnym talentem intuicyjnego rozumienia księgowości, finansów i w ogóle pieniędzy, dzięki czemu zarabia duże pieniądze. Wyrażenie często jest używane żartobliwie w stosunku do osoby pozbawionej jakichkolwiek zdolności matematycznych koniecznych do prowadzenia biznesu.

Tak niewiele potrzeba

Nie ma wątpliwości, że pewna doza pracowitości konieczna jest przy przeprowadzaniu transakcji finansowych: praktycy i pomagający im prawnicy słyną z ciężkiej pracy. Potrzebna jest również co najmniej podstawowa wiedza na temat księgowości korporacyjnej oraz zdolność przetworzenia i zapamiętania uzyskanych informacji. Jednak przede wszystkim potrzebna jest nieugięta żądza gromadzenia pieniędzy bez względu na cenę płaconą własną reputacją czy wolnością osobistą. I niewiele więcej.

Ironiczny opis **geniuszu finasowego** przez ekonomistę J.K. Galbrighta zacytowany w artykule: *Victor Posner, master of the hostile take-over*, „The Economist", 9 marca 2002, s. 81



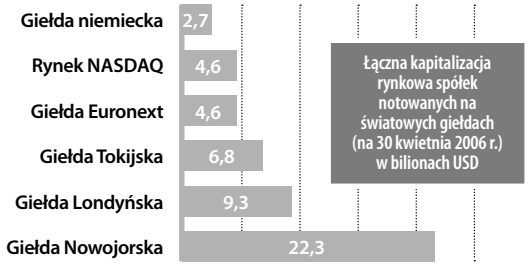
Geszeft (żargon) • **Outfit** (vernacular) • Nieformalne określenie małego przedsiębiorstwa, które niekoniecznie musi zasługiwać na uznanie.

Giełda (w Europie) • **Bourse** (European) • Synonim *giełdy papierów wartościowych.* Słowo „bourse" pochodzi prawdopodobnie od kupieckiego rodu van der Bursen, który posiadał tawernę w belgijskim mieście Brugia, w której handlowano towarami. W XIII–XIV wieku Brugia była największym ośrodkiem spośród miast handlowych Ligi Hanzeatyckiej.

Giełda papierów wartościowych • Stock Market • Stock Exchange • Bourse (European) • Rynek, na którym dokonywany jest obrót *papierami wartościowymi* – przede wszystkim *akcjami* spółek. Powstanie giełd było ściśle związane z rozwojem *kapitalizmu.* Z ekonomicznego punktu widzenia, pełnią one trzy zasadnicze funkcje:

1. dzięki emisji nowych akcji na *rynku pierwotnym kapitał akcyjny* przechodzi w ręce użytkowników;
2. dzięki obrotowi wcześniej wyemitowanymi akcjami na *rynku wtórnym*, inwestorzy mają możliwość zbycia lub zamiany akcji; wynikająca z tego *płynność* zmniejsza *ryzyko* inwestycji oraz zwiększa dostępny kapitał;
3. *wycena* akcji, dokonywana na bieżąco zgodnie z *hipotezą rynku efektywnego*, stanowi dla spółek cenne źródło informacji umożliwiających pomiar i korygowanie *wyników finansowych*, a co za tym idzie – efektywności *zarządu.*

Giełda
biliony USD



Źródło: NYSE Group / „The Wall Street Journal" (Europe), 24 maja 2006, s. 3

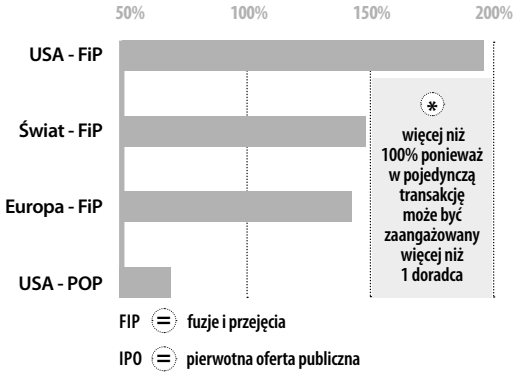
Pierwsza na świecie giełda została utworzona w 1602 roku w Amsterdamie, kiedy zaczęto handlować akcjami United East India Company. Patrz również *kapitalizacja rynkowa akcji.*

Giełda parkietowa • **Open Outcry Trading** • Tradycyjny system zawierania transakcji giełdowych polegający na tym, że traderzy (zob. ang. *jackets*) są fizycznie obecni i zazwyczaj wykrzykują na głos swoje oferty i stawki. Jest to niezwykle dynamiczna i barwna forma zawierania transakcji giełdowych, choć – ze względu na szeroką dostępność technologii informatycznych – dość już przestarzała.

Globalne akcje imienne • **Global Registered Shares** • Akcje dużych *korporacji wielonarodowych* notowanych jednocześnie na różnych giełdach papierów wartościowych na całym świecie. Akcje takie mogą być przedmiotem obrotu elektronicznego na wielu rynkach i w wielu walutach. Pierwszymi akcjami tego typu w obrocie były akcje spółki DaimlerChrysler w 1998 roku. Choć obrót globalny wydaje się być naturalną konsekwencją *globalizacji*, istnieje również przeciwstawna tendencja, by obrót akcjami skupiać na najbardziej płynnych rynkach dla danych akcji. Tak więc, w przypadku spółki DaimlerChrysler większość obrotów miała miejsce we Frankfurcie. Patrz również *Amerykański Kwit Depozytowy* oraz *wyrejestrowanie*.

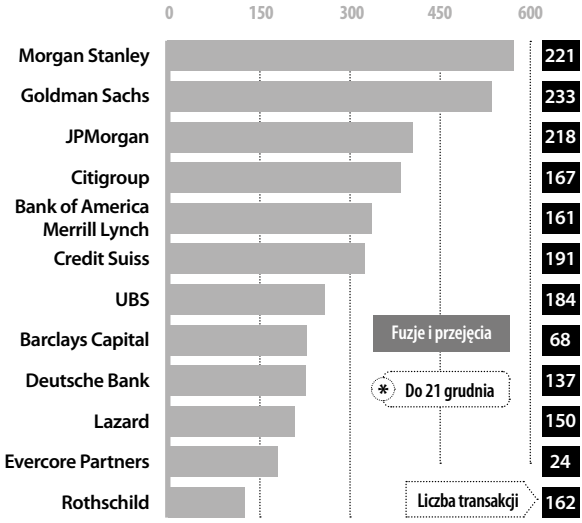
Globalne instytucje finansowe • **Bulge Bracket Investment Firms** • Grupa wielkich *banków inwestycyjnych* o zasięgu globalnym, które do niedawna dominowały w światowych finansach. Słowo „bulge" – w wolnym tłumaczeniu „gruba ryba" – odnosi się do ich dominującej roli na stronach ogłoszeniowych z tzw. *nagrobkami*. Zob. także *wielka piątka firm inwestycyjnych*.

Globalne instytucje finansowe
Udział w światowym rynku*
5 największych banków inwestycyjnych



Źródło: „The Economist", 15 lipca 2000

Globalne instytucje finansowe
Czołowi doradcy, 2009*
Wartość transakcji, mld USD

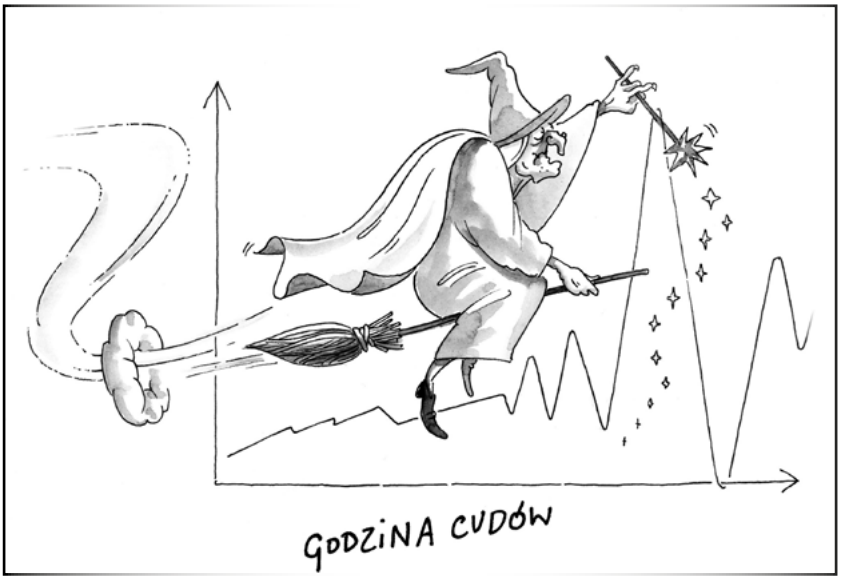


Źródło: mergermarket

Głosowanie przez pełnomocników • **Proxy Votes** • Formalne przekazanie przez *akcjonariuszy* praw głosu przysługujących im na rocznym *Walnym Zgromadzeniu* na rzecz pełnomocników. Praktyka ta stosowana jest zarówno w przypadkach, gdy osobiste uczestnictwo akcjonariusza w zgromadzeniu jest niemożliwe, lub gdy konieczne jest uzyskanie koncentracji głosów w celu przegłosowania konkretnych decyzji. Akcjonariusze z prawem głosu udzielają pełnomocnictwa (o zakresie proporcjonalnym do posiadanej liczby udziałów)

podpisując formularz przekazujący ich prawo głosu innej osobie, zwykle z obecnego kierownictwa, o ile cieszy się zaufaniem akcjonariusza. Choć głosowanie przez pełnomocników odbywa się ze względów praktycznych, może ono ograniczyć zdrowy *ład korporacyjny* w sytuacji, gdy prawa głosu skupią się w rękach członków zarządu mających interesy sprzeczne z interesami akcjonariuszy. W ten sposób głosy pełnomocników zwykle podtrzymują status quo. Czasem zdarzają się „bitwy pełnomocników", gdy istnieje konkurencja o głosy przekazane innym stronom, kwestionującym status quo. Na przykład *akcjonariusze-aktywiści* oraz *piraci korporacyjni* mogą próbować zmienić kierownictwo lub obecną strategię poprzez zebranie wystarczającej liczby pełnomocnictw, by przegłosować zmiany.

Godzina cudów (żargon) • **Witching Hour** (vernacular) • Okres na rynku giełdowym, kiedy wyjątkowo wysoki obrót powoduje ekstremalną *zmienność,* a uczestnicy próbują zamykać pozycje. Zjawisko tego typu mogłoby mieć miejsce, na przykład, tuż przed wygaśnięciem *opcji na indeks* będącej popularnym przedmiotem obrotu. „Dzień trzech wiedźm" („triple witching hour") ma miejsce, kiedy trzy daty ważności zbiegną się w czasie: kontraktów terminowych na indeksy giełdowe, opcji na takie kontrakty oraz opcji na akcje indywidualne w indeksie. Aby uniknąć skrajnych wahań związanych z godziną cudów, giełdy zazwyczaj rozkładają terminy wygaśnięcia. Zjawisko to zostało nazwane „dniem wiedźm", odnosząc się do nieprzyjaznych sił, które wtedy zaczynają działać.



Gorączka handlowa (żargon) • **Deal Heat** (vernacular) • Presja psychologiczna i społeczna, która narasta pdoczas próby negocjacji przejęcia innej spółki. Kupujący zwłaszcza mogą być narażeni na niewłaściwą ocenę korzyści, ryzyka i wyzwań związanych z zawarciem transakcji. Mogą też wdać się w wojnę ofert i przepłacić za kupowaną spółkę. Na miejscu jest tu porównanie do seksualnego pragnienia skonsumowania związku.

Szał

Wiele pułapek [fuzji i przejęć] ma tę samą przyczynę: gorączkę transakcyjną. Widać ją zawsze, gdy spółka jest głodna zakupów a wybór na rynku jest dość ograniczony. Po wybraniu kandydata do przejęcia, czołowe kierownictwo nabywcy i ich śliniący się bankowcy inwestycyjni łączą się w szale paniki, przeceniania i paranoi.

Jack Welch, Suzy Welch *Winning (Winning znaczy zwyciężać)*, 2005, s. 221

Gotowość do inwestowania • **Investor Readiness** • Początkowe zainteresowanie inwestora propozycją biznesową, po pobieżnej ocenie, czy projekt jest realny. Ponieważ *kompleksowa analiza* jest czasochłonna i kosztowna, nie wszystko można przeanalizować. Co więcej, wiele pomysłów jest dziwacznych lub nie spełnia kryteriów inwestowania. Dlatego tacy inwestorzy, jak anioły biznesu przeprowadzają relatywnie szybką podstawową ocenę. Gotowość inwestora jest potrzebna dla przygotowania biznes planu, który zawiera przekonywujący i wiarygodny opis.

Gotówka dająca niezależność (slang) • **Drop-dead Money** (slang) • Posiadanie wystarczającej ilości gotówki dającej niezależność od rynku pracy czy konkretnego zatrudnienia. Dlatego, kiedy zaczną nas wkurzać, możemy im powiedzieć, żeby „padli trupem" (od ang.: drop dead).

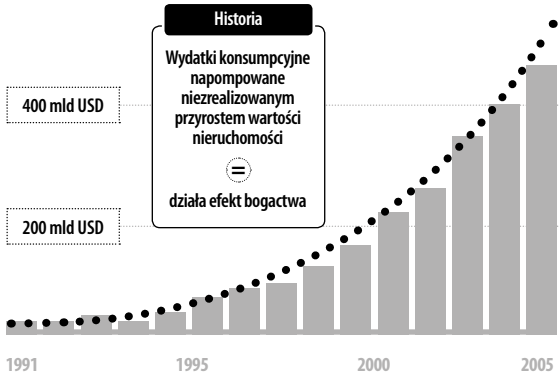
Nareszcie wolni

Och, Edwardzie, pieniądze są nasze, a ja jestem taka wdzięczna, och, taka wdzięczna. Pocałuj mnie kochanie, wieki minęły, kiedy ostatni raz się całowaliśmy, a potrzebowaliśmy tego tak bardzo, to znaczy pieniędzy, i teraz jesteśmy wolni od Pinkertona i jego banku i nie jesteśmy już **niczyimi niewolnikami**. Wydaje mi się, że mógłbyś latać z radości.

Mark Twain *Człowiek, który zdemoralizował Hadleyburg*

Gotówka pod zastaw nieruchomości • **Cash-out Refinancing** • Konwersja niezrealizowanych *zysków* z posiadanych nieruchomości na wydatki konsumpcyjne. Realizowana jest ona poprzez linię kredytową z zastawem hipotecznym lub poprzez sprzedaż i odzyskanie gotówki równej aktualnej wartości nieruchomości. Korzystanie z gotówki pod zastaw nieruchomości odzwierciedla *efekt bogactwa,* prowadzący do wzrostu wydatków konsumpcyjnych zabezpieczonych posiadanymi aktywami, a nie wynikających z bieżących dochodów. Takie zachowanie można byłoby uznać za uzasadnione, zakładając, że te aktywa rzeczywiście podnoszą swoją wartość w czasie.

Gotówka pod zastaw
Pożyczki z zastawem hipotecznym w USA



Główne źródło: „Fortune" (wydanie europejskie), 13 listopada 2006, s. 82

Szczególnie, że zgodnie z powiedzeniem, „nie zabierzesz ich ze sobą [do grobu]" (pomijając potrzebę przekazania ich dzieciom). Jednakże rodzi się obawa, że ceny nieruchomości nie są stabilne, a ich długofalowy wzrost może w końcu doprowadzić do efektu pęknięcia *bańki spekulacyjnej* ze wszystkimi nieprzyjemnymi skutkami tego zjawiska: konsumpcja drastycznie spadnie, stopa przeterminowanych spłat wśród właścicieli domów wzrośnie, PKB spadnie, a wtedy ceny nieruchomości nieuchronnie obniżą się jeszcze bardziej.

Przegląd

Niewielu przedsiębiorców zdaje sobie sprawę z tego, że większość aniołów biznesu decyduje, czy warto zainteresować się biznesem głębiej po zaledwie kilkuminutowym przejrzeniu biznes planu.

Special Report: Business Angels, „The Economist", 16 września 2006, s. 83

Gra aktywami (żargon) • **Asset Play** (vernacular) • Inwestycja lub *przejęcie* firmy głównie w celu nabycia jej aktywów o zaniżonej wartości, nie odzwierciedlającej faktycznej zdolności tworzenia zysków. Gra aktywami często wiąże się z podziałem firmy na części.

Gra na marżach • **Spread Betting (Financial)** • Zastosowanie technik gry na marżach w *spekulacji finansowej*. W sporcie gracze mogą robić zakłady na różnicę w ostatecznym wyniku pomiędzy zawodnikami zamiast na zwycięzcę czy przegranego. Podobnie, spekulanci mogą obstawiać wahania ideksów giełdowych lub akcji za pośrednictwem firm zajmujących się przyjmowaniu takich „zakładów" (np. IG Group, City Index, Cantor Index, Financial Spreads w Wielkiej Brytanii). Obstawianie marż (spreadów) przypomina rynki *transakcji terminowych* i *opcji*. Najbardziej popularne jest w Wielkiej Brytanii, częściowo z uwagi na silną tradycję i podobieństwo do zakładów sportowych oraz zwolnienie z podatku od zysków kapitałowych i opłaty skarbowej od wygranej.

Gra rynkiem (żargon) • **Playing the Market** (vernacular) • Potoczne określenie inwestycji giełdowych mających charakter spekulacyjny lub niezobowiązujący. Sugeruje, że inwestowanie stanowi swego rodzaju grę, nie do końca profesjonalną czy nastawioną na długoterminowe inwestycje. Patrz też *spekulować*.

Graham, Benjamin • **Graham, Benjamin** • Graham (1894–1976), *analityk* z Wall Street, który wsławił się opracowaniem i rozpowszechnieniem koncepcji inwestowania w oparciu o tzw. „wartość wewnętrzną". Koncepcja ta polega na systematycznym wykorzystywaniu matematycznej racjonalności *analizy finansowej* do ustalenia wewnętrznej wartości akcji, a następnie podjęciu decyzji o kupnie lub sprzedaży – w zależności od tego, jak ustalona wartość ma się do cen giełdowych. Graham był pionierem. Przed utworzeniem SEC, amerykańskiej *Komisji Papierów Wartościowych i Giełd* w roku 1934, obrót *z wykorzystaniem informacji niejawnych* był jeszcze legalny. Inwestorzy polegali więc zazwyczaj na „poufnych wskazówkach", uprzywilejowanym dostępie do informacji i różnego rodzaju pogłoskach. Zrozumienie giełdy przypominało czarną magię. Ci, którzy nie mieli dobrych kontaktów, szli za przykładem lepiej poinformowanych – co sprzyjało kształtowaniu się psychologii tłumu. Graham traktował inwestowanie raczej w kategoriach nauki, niż sztuki. Stał się szczególnie biegły w wyszukiwaniu realnych wartości ukrytych pod maską niewłaściwie prowadzonej rachunkowości. Innym jego pomysłem, który zapoczątkował dyskusję było analizowanie całej spółki przy kupowaniu akcji. Jego publikacje („Analiza

papierów wartościowych" i „Inteligentny inwestor") uważane są za klasykę gatunku – zwłaszcza dlatego, że teorie Grahama popierane były przez *Warrena Buffetta*, jednego z najbardziej efektywnych amerykańskich inwestorów w latach 90. Patrz również *hipoteza rynku efektywnego*.

Czarodziej

Choć Ben nie miał żadnego formalnego wykształcenia w zakresie rachunkowości, zaczął zgłębiać ciemne tajemnice ksiąg, aż w końcu potrafił przejrzeć zawarte w nich sztuczki **rachunkowych czarnoksiężników.**

Janet C. Lowe *Benjamin Graham on Value Investing*

Granice finansów, kresy finansów (przenośnia) • **Frontiers of Finance** (hype) • Wszystko, co jest egzotyczne, wyszukane, innowacyjne i nowe w finansach. Cynicy mówią, że są to pomysły zrozumiałe tylko dla „mózgowców", czyli specjalistów od skomplikowanej matematyki giełdowej. Dzięki informacji i analizie ryzyka, które stanowią podstawę finansów oraz postępom technologii komputerowej i statystyki, można mieć wiele nowych pomysłów. Kresy istnieją z powodu wysokiej konkurencji rynkowej i naturalnej akceptacji ryzyka przez gospodarkę, która szuka granic. Wielu jest spragnionych nowości, szczególnie w czasach trwałej koniunktury, taniego pieniądza i nadpłynności. Znaczna część tego odkrywczego ducha zostanie nagrodzona. Lepsze zarządzanie ryzykiem buduje zdrowszy system finansowy i zmniejsza ryzyko systemowe. Pomimo tego, istnieją ciągle głosy wątpliwości na temat sięgania w nieznane. Czy zawiłości nie zostały źle zrozumiane (szczególnie, kto ponosi ryzyko)? Czy nie padliśmy ofiarą źle zrozumianego spokoju ducha (to się więcej nie zdarzy)? Czy nie daliśmy się złapać na rozdmuchaną reklamę (grania w pierwszej lidze)? Czy czujemy pokorę (czy naprawdę wiemy o co chodzi)? Czy nie pozbyliśmy się kupieckiego zdrowego rozsądku (popełniając klasyczne błędy)?

Grupa Stu • **(The) Hundred Group** • Nieoficjalne stowarzyszenie brytyjskich *dyrektorów finansowych* dużych korporacji z indeksu FTSE 100 notowanych na *Londyńskiej Giełdzie Papierów Wartościowych*. Początkowo zwana „Grupą Stu Licencjonowanych Księgowych" rozrosła się i obecnie zrzesza ponad stu dyrektorów finansowych z *City*. Jako głos dużego biznesu, Grupa Stu prowadzi lobbing w sprawach dotyczących jej takich spraw jak zasady rządzące giełdą, standardy księgowe, wprowadzenie euro, przepisy podatkowe i regulacje. Takie

wywieranie wpływu stanowi naturalne zachowanie w brytyjskim systemie politycznym, gdzie lobbing prowadzi się od kuchni (w przeciwieństwie do oficjalnego sformalizowanego lobbingu w USA). Adres strony internetowej: www.the100group.co.uk. Patrz też *dyplomacja korporacyjna.*

Grzechy inwestora (mądrość laika) • **Investment Sins** (lay wisdom) • Powszechne błędy popełniane przez większość inwestorów amatorów, którzy starają się osiągnąć majątek na *rynku giełdowym*. Swego czasu, osoby prywatne raczej nie zbliżały się do rynku giełdowego. Powierzały swoje pieniądze profesjonalnym zarządzającym funduszy, lub wpłacały je na konto oszczędnościowe w banku ze skromnym, lecz pewnym zyskiem. Razem ze wzrostem roli inwestorów indywidualnych *powszechny akcjonariat*, przeważnie poprzez *fundusze powiernicze*, robi się coraz bardziej naturalny. Starannie dobrane i dobrze zróżnicowane portfele gwarantują zysk na dłuższą metę. Jednakże na krótszą metę inwestorzy są często wystawiani na emocjonalne próby (ludzie są wyjątkowo wrażliwi, kiedy chodzi o ich ciężko zarobione oszczędności). Być może klasycznym błędem jest „sparzenie się" jednorazowym niepowodzeniem (stratą) i całkowita rezygnacja z rynku giełdowego. Poniżej przedstawionych jest kilka pułapek inwestycyjnych (autor tego komepndium posługuje się tutaj doświadczeniem osobistym):

Siedem grzechów głównych inwestora	
Grzech	**Opis**
Niecierpliwość	◆ Brak cierpliwego oczekiwania na efekty procentu składanego
Pycha	◆ Upieranie się przy złych wyborach zamiast zaakceptować porażkę i przejść dalej
Lenistwo	◆ Brak własnego wkładu w decyzjach inwestycyjnych; poleganie jedynie na „typach"
Chciwość	◆ Uganianie się za nierealnymi zyskami; podejmowanie zbyt dużego ryzyka
Odwlekanie	◆ Brak zdecydowania w przeznaczaniu oszczędności
Strach	◆ Nadmierna niechęć do standardowej zmienności; sprzedawanie po najniższej cenie
Brak dyscypliny	◆ Niezdolność do regularnego odkładania (np. 105) dochodu na oszczędności
Źródło: Adaptacja z *Return on Investment* (*Rentowność inwestycji)* wrzesień 2001, opracowanie „TD Securities Evergreen" (Kanada) oraz własne sformułowania autora	



Guru zarządzania (żargon) • **Management Guru** (vernacular) • Każdy publicznie rozpoznawalny „myśliciel" od sztuki *zarządzania*. Zazwyczaj próbują wymyślać formuły lub koncepcje, które, w ich przekonaniu, udoskonalą *wyniki działalności* przedsiębiorstwa. Pomimo tego, że często wywodzą się ze środowiska akademickiego (patrz MBA), uznanie zdobywają dzięki własnym pomysłom, które są wykorzystywane w praktyce przez środowisko biznesu.

Pisownia

Reporterzy nazywają tych ludzi **guru** ponieważ nie wiedzą jak się pisze słowo „szarlatan".

Peter Drucker, cytat z „Fortune", 28 listopada 2005



Gwarancja emisji po najwyższej możliwej cenie • **Best Efforts Underwriting** • Gwarancja emisji, w której bank inwestycyjny działający w charakterze pośrednika zgadza się podjąć wszelkie starania celem sprzedaży nowych akcji na *rynkach kapitałowych***.** Nie kupuje jednak papierów wartościowych od razu i nie gwarantuje, że emitent otrzyma określoną kwotę pieniędzy. Firma zbierająca kapitał dostanie tylko tyle, i po najlepszej cenie, ile rynek kupi. Gwarancja ta jest mniej popularna niż *umowa o subemisję usługową*.

Gwarantować (ubezpieczenia) • **Underwrite (Insurance)** • Wyrazić zgodę na umowę ubezpieczeniową, która oferuje ochronę stronie ubezpieczonej w zamian za dochód ze składek. Ubezpieczyciel może z kolei wejść w umowę reasekuracyjną z inną firmą ubezpieczeniową, aby podzielić ryzyko w zamian za podział premii. Podstawą jest jednak fakt, iż ubezpieczyciel komunikuje się z ubezpieczonym i początkowo przejmuje całe ryzyko. Pochodzenie słowa: od składania podpisów przez tzw. nazwiska na dokumencie umowy.

H

Handel uprawnieniami do emisji CO_2 • Carbon Finance • Handel prawami do emisji CO_2 (oficjalnie: jednostkami poświadczonej redukcji emisji CER – Certified Emissions Reduction) ustanowiony protokołem z Kioto w 2005 roku. Rynek jest sterowany mechanizmem „cap-and-trade" („limit i handel"). Na kraje emitentów CO_2 nałożony zostaje obowiązek ograniczenia emisji CO_2 (limit). Zamiast zmniejszyć produkcję, większość zainwestuje w zwiększenie limitu. Mogą tego dokonać we własnym zakresie lub też odkupić prawa do emisji od innych (handel) mających nadwyżki (nie wykorzystujących swoich uprawnień). W swoim założeniu mechanizm „cap and trade" ma na celu znalezienie najbardziej efektywnego sposobu na ograniczenie globalnego zanieczyszczenia atmosfery. Sprawdza się szczególnie w krajach rozwijających się, o niskim dochodzie, które nie mogą sobie pozwolić na inwestycje ograniczające emisję zanieczyszczeń. W systemie „cap and trade" będą one mogły liczyć na środki finansowe od firm emitujących CO_2 z bogatych krajów, które będą potrzebowały zwiększenia swoich limitów. Instytucje finansowe angażują się w tę działalność inicjując tworzenie jednostek CER i pośrednicząc w przekazaniu ich kupującym (zarabiają na różnicy w cenie zakupu i sprzedaży) lub traktując jednostki CER jako inwestycję, licząc na wzrost ceny i tworząc płynny rynek obrotu CER. Handel prawami do emisji CO_2 został nazwany najdziwniejszą, najbardziej skomplikowaną i kontrowersyjną gałęzią przemysłu XXI wieku („Fortune", 28 kwietnia 2008, s. 58). Jednakże poprzez pomoc w ograniczeniu globalnego ocieplenia, instytucje finansowe przyczyniają się do ratowania świata i poprawiają swoją reputację.

Handel wysokiej częstotliwości • Handel algorytmiczny • High Frequency Trading • Algorithmic Trading • Użycie super szybkich komputerów do automatycznego wykonywania operacji giełdowych przy zastosowa-

niu wyrafinowanych algorytmów, które próbują wychwycić trendy na rynku szybciej niż mniej zaawansowani technologicznie inwestorzy. Indywidualne możliwości arbitrażu są niewielkie, za to duże wolumeny obrotu pozwalają zakumulować po pewnym czasie znaczne zyski. Uważa się, że handel wysokiej częstotliwości odpowiada za znaczny wzrost wolumenu obrotów giełdowych (np. na NYSE o 164% między 2005 i 2009 rokiem), a zyski z niego ocenia się na przeszło 20 miliardów dolarów rocznie („International Herald Tribune", 25–26 lipca 2009, s. 1 i 22). Taki handel przynosi pożądany wzrost płynności na rynku i spłaszcza różnice między ofertami kupna i sprzedaży, ale może również faworyzować uprzywilejowane grupy kosztem inwestorów indywidualnych. Istnieją również obawy, że może to powiększyć ryzyko systematyczne rynku. Patrz również *transakcje elektroniczne*.

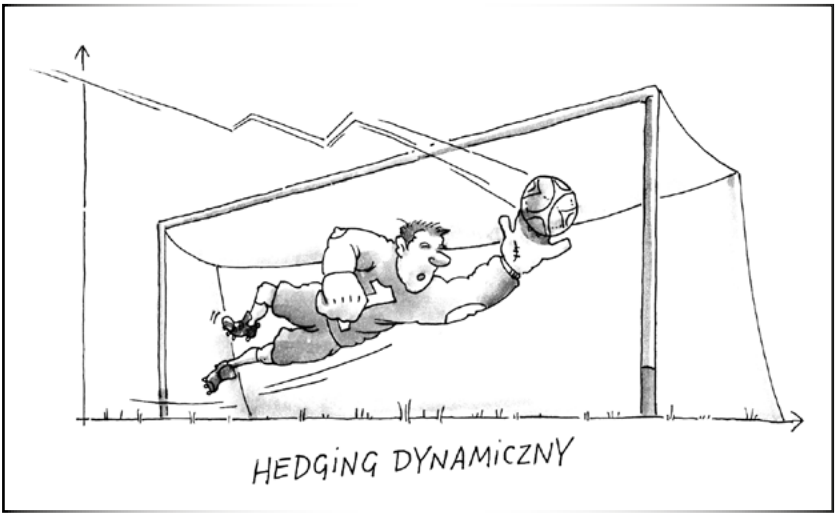
Szybko!

To się staje technologicznym wyścigiem zbrojeń i zwycięzców od przegranych dzieli szybkość, z jaką mogą się poruszać. Rynki potrzebują płynności a **handel wysokiej częstotliwości** stwarza możliwości kupowania i sprzedawania dla innych inwestorów.

Rzecznik NYSE cytowany w „International Herald Tribune", 25–26 lipca, 2009, s. 1

Hang Seng, Indeks • Hang Seng Index • HSI • Główny indeks na *giełdzie papierów wartościowych* w Hongkongu, a przez to główny barometr nastroju rynku akcji w Chinach. „Hang Seng" to chińska nazwa Hongkongu.

Hedging dynamiczny • Dynamic Hedging Techniques • Każdy rodzaj *hedgingu* wymagający stałych zmian zabezpieczenia wobec zmieniającej się ekspozycji na ryzyko. Jest to konieczne, ponieważ ryzyko danego elementu, przed którym chroni zabezpieczenie, może z czasem ulec zmianie. Hedging dynamiczny wymaga położenia większego nacisku na *zarządzanie ryzykiem,* by zapewnić osiągnięcie zamierzonych celów. Jest on przeciwieństwem *immunizacji portfelem obligacji*.



Hedging naturalny • **Natural Hedge** • **Economic Hedge** • Zabezpieczenie stosowane na rynku transakcji kasowych. Nie wymaga ono stosowania instrumentów pochodnych ani transakcji terminowych typu „futures". Na przykład przedsiębiorstwo uzyskujące przychody w walucie obcej posiada naturalne zabezpieczenie w postaci zadłużenia denominowanego w tej samej walucie; różnice kursowe związane z zadłużeniem będą niwelowały różnice kursowe związane ze strumieniami przychodów.

Hipoteka • **Mortgage** • Kredyt z zabezpieczeniem na nieruchomości. Oznacza to, że nieruchomość kredytobiorcy funkcjonuje jako zabezpieczenie pożyczki, czyli jest obciążona hipoteką. W jęz. angielskim występuje też jako czasownik to *mortgage* („zastawić pod hipotekę"). Słowo pochodzi od starofrancuskiego *mort gaige*, dosłownie „martwy zastaw". Wiąże się to z wygaśnięciem zobowiązania w momencie spłaty długu lub sprzedaży nieruchomości (w celu wyczyszczenia hipoteki). Więcej o hipotece w *Kompendium terminów bankowych po polsku i angielsku*.

Hipoteza rynku efektywnego • **Efficient Market Hypothesis** • Teoria z dziedziny finansów wyjaśniająca zachowanie cen akcji w oparciu o model rynku giełdowego, który w różnym stopniu wychwytuje i odzwierciedla istotne informacje i uwzględnia je w cenie *akcji*. Cena akcji będzie zatem odzwierciedlać ich wewnętrzną *wartość ekonomiczną*. Na rynkach finansowych „efektywność" przejawiać się może w kilku różnych aspektach:

Rodzaje efektywności rynku	
Rodzaj efektywności	**Charakterystyka**
Alokacyjna	• Kapitał kierowany jest tam, gdzie jest najlepiej i najbardziej efektywnie wykorzystany • Zasoby gospodarcze rozdzielane są w sposób optymalny
Operacyjna	• Niskie koszty obsługi transakcji • Łatwość zamiany inwestycji
Informacyjna	• Trafne i w porę podejmowane decyzje wpływające na ceny • Wykorzystanie informacji rynkowych • Minimalizacja spekulacji i elementu niepewności

Efektywność informacyjna w teorii rynku efektywnego opiera się na fundamentalnej regule, według której racjonalny inwestor szacuje wartość akcji na podstawie wielkości oczekiwanych *dywidend*. Z kolei wielkość oczekiwanych dywidend szacuje się na podstawie kosztu kapitału lub wymaganej stopy zwrotu. Ceny akcji ulegają więc zmianom wraz z pojawianiem się nowych informacji mających wpływ na powyższe zależności. Zakres, w jakim cena ulega zmianie, zależy od wrażliwości *rynku papierów wartościowych* na informacje:

Stopnie efektywności rynku	
Stopień efektywności	**Wrażliwość**
Słaba	• Informacje podane do wiadomości publicznej (wyłączając oczekiwania rynkowe) • Faktyczne wyniki
Średnia	Wrażliwość „słaba" + • Oczekiwania ujawnione publicznie
Silna	Wrażliwość „średnia" + • Oczekiwania ujawnione prywatnie
Notabene: W przypadkach, gdy wszelkie informacje w efekcie końcowym trafiają do wiadomości publicznej, i jeżeli oczekiwania ostatecznie się sprawdzają, różne stopnie efektywności rynku odbijają się tylko na *rozłożeniu* zmian cenowych *w czasie,* a nie na ich wysokości.	

Teoria rynku efektywnego ma ogromne znaczenie zarówno dla inwestorów, jak i zarządów przedsiębiorstw. Gdyby istniała słaba forma efektywności rynku, analiza techniczna lub analiza historycznych cen akcji pozbawiona byłaby sensu, ponieważ zmiany akcji są losowe. Wariant „średni" hipotezy sugeruje, że ceny akcji aktualizowane są natychmiast, z chwilą publikacji najnowszych informacji. Gdyby istniała silna forma (tzn. jeżeli ceny akcji odzwierciedlałyby również informacje poufne i oczekiwania), niemożliwe byłoby osiągnięcie żadnych ponadprzeciętnych zysków, ponieważ bieżące ceny rynkowe akcji odzwierciedlałyby wszelkie dostępne, istniejące informacje. Nie byłoby też zjawiska *informacji niejawnej*, ponieważ rynek byłby wszechwiedzący.

Dowody wskazują, że rynki są w istocie „średnie". Najlepszą rzeczą, jaką mógłby wówczas zrobić inwestor indywidualny, byłoby zajęcie stanowiska *pod prąd* (ryzykowna spekulacja usiłująca dowieść, że „rynek się myli") albo dywersyfikacja ryzyka związanego z poszczególnymi akcjami przez inwestycję w *portfel* różnych akcji. Z punktu widzenia zarządzania, „średniego" wariantu efektywnego rynku kapitałowego nie da się przechytrzyć wskaźnikami stosowanymi w rachunkowości, takimi jak *zysk na jedną akcję* – nawet jeżeli uzupełni się je o manipulacje w rodzaju rachunkowości kreatywnej czy upiększanie wyników. Zarząd powinien więc koncentrować się na maksymalizacji *wartości bieżącej netto* aktywów, zamiast martwić się o wyniki przedstawiane w sprawozdaniach, które są tylko „kosmetyką". Ponieważ rynek powinien na bieżąco przewidywać i korygować ceny akcji w oparciu o aktualne informacje, nadmierną zmienność cen mogą być oznaką tego, że teoria efektywności rynku w znacznym stopniu nie sprawdza się. Oto niektóre z czynników mogących powodować to zjawisko:

- rynek słabo rozwinięty, jak na przykład w przypadku gospodarki wschodzącej lub w okresie transformacji,
- psychologia tłumu, prowadząca do zrywów zwyżkowych lub gwałtownych spadków odpornych na logikę rynkową,
- duży udział działalności *spekulacyjnej,* prowadzącej do powstawania „teorii katastroficznych".

Hipoteza rynku efektywnego



Źródło: Standard & Poor's / „Fortune", 21 grudnia 2009, s. 36

Teoria rynku efektywnego opiera się na szerokiej dostępności taniej, a przy tym rzetelnej informacji odnośnie przedsiębiorstw, ich akcji i warunków rynkowych. Rozmiar i zasięg światowych rynków kapitałowych, zwiększony przez wykorzystanie technologii IT i działania zawodowych graczy (inwestorów giełdowych), sprawiają że rynki zachowują się coraz bardziej zgodnie z teorią rynku efektywnego. Porównaj z *inwestowanie w wartość*, patrz również *Graham*.

Truizm

Rynek wykazał się tego dnia mądrością, spełniając cztery warunki charakteryzujące mądre grupy: różnorodność opinii (każda osoba ma własne informacje, nawet jeśli stanowią one interpretację znanych faktów), niezależność (opinie nie są zdeterminowane opiniami innych osób), decentralizację (ludzie potrafią się specjalizować i czerpać z wiedzy lokalnej) oraz zbiorowość (istnieją pewne mechanizmy umożliwiające przekształcenie prywatnych osądów w zbiorowe decyzje). Dlaczego? Odpowiedź leży w matematycznym truizmie. Jeśli poprosić wystarczająco dużą grupę różnych, niezależnych osób o wydanie opinii i uśrednienie wyników, opinie błędne będą się wzajemnie znosić. Można więc stwierdzić, że ocena każdej osoby składa się z dwóch elementów: informacji i błędu. Wystarczy usunąć błąd, aby otrzymać czystą informację.

James Surowiecki *The Wisdom of Crowds (Mądrość tłumu)*, 2004, s. 10

Hossa • **Rynek byka** (żargon) • **Bull Market** (vernacular) • *Giełda papierów wartościowych,* którą cechuje silny (wg Dow Jones, co najmniej 20% rocznie) i trwały wzrost cen. Przekonanych, że taki wzrost wkrótce nastąpi, określa się jako „byki". Od II wojny światowej do końca 2006 roku w Stanach Zjednoczonych było dziesięć okresów hossy. Rynki te zwykle tworzą nastrój samospełnienia, który częściowo odpowiada za nieuniknioną *korektę* następującego po nich *rynku niedźwiedzia*. Jak mówił *Bagehot*, „Ludzie są najbardziej łatwowierni, gdy są szczęśliwi". Nawet zawodowi *analitycy* mogą ulec *instynktowi stadnemu*. Amerykańska spółka First Call (patrz www.firstcall.com) śledzi ich rekomendacje. W roku 2000 podczas szczytu hossy stwierdziła ona, że na każdą rekomendację „sprzedać" lub „zdecydowanie sprzedać" przypadało 100 rekomendacji „kupić" lub „zdecydowanie kupić" („Bądź bykiem – bo jak nie", artykuł w „International Herald Tribune", 1 marca 2002, s. 12). Przeciwieństwo *bessy*; porównaj: *korekta rynku*.

Hossy w USA od II wojny światowej			
Początek	**Koniec**	**Liczba dni**	**Zysk (w proc)**
09.X.2002	-	1 489	66
21.IX.2001	19.III.2002	178	29
11.X.1990	14.I.2000	3 381	396
19.X.1987	16.VII.1990	1 000	73
12.VIII.1982	25.VIII.1987	1 838	250
28.II.1978	27.IV.1981	1 153	38
06.XII.1974	21.IX.1976	654	76
26.V.1970	11.VIII.1973	960	67
07.X.1966	03.XII.1968	787	32
26.VI.1962	09.II.1966	1 323	86
13.VI.1949	13.XII.1961	4 565	355
Średnia		*1 584*	*149*

Źródło: „Fortune" (wydanie europejskie), 27 listopada 2006, s. 98

I

Iluzja średniej • **Illusion of Averages** • Błędna informacja płynąca z obserwacji wartości średnich zamiast poszczególnych składowych. Mówi się, że pojedynczy wynik „ukrywa się za średnią". Przykładowo, może się wydawać, że średnio, klienci są rentowni. Bardziej wnikliwa analiza rentowności klientów może pokazać, że niektórzy spośród klientów są bardzo rentowni, a inni przynoszą straty (patrz poniżej). Innym przykładem jest wykorzystanie uproszczonego wskaźnika rozliczenia kosztów ogólnych, gdzie koszty rozliczane są po równo, zamiast tego można zastosować kalkulację kosztów działań, która bazuje na poszukiwaniu nośników kosztów. Iluzja średniej dotyczy również kosztów stałych, które są „rozłożone" na jednostki produktów, według poziomu działań. Aby nie ulec iluzji średniej, osoby podejmujące decyzje powinny skoncentrować się na kosztach zmiennych czyli kosztach istotnych, przynajmniej w krótkim okresie.

Misz masz

Wielkie jednostki podały wspólne, zsumowane wyniki, trudno więc było zarządowi ustalić, na czym tak naprawdę zarabiali. „Silne firmy dofinansowywały słabe, ale nie wiadomo, kto kogo" mówi CEO, „kiedy wyniki są ze sobą **zmieszane**, łatwo ukryć się menedżerom".

The Contender, „Fortune" (wydanie europejskie), 3 kwietnia 2006, s. 36

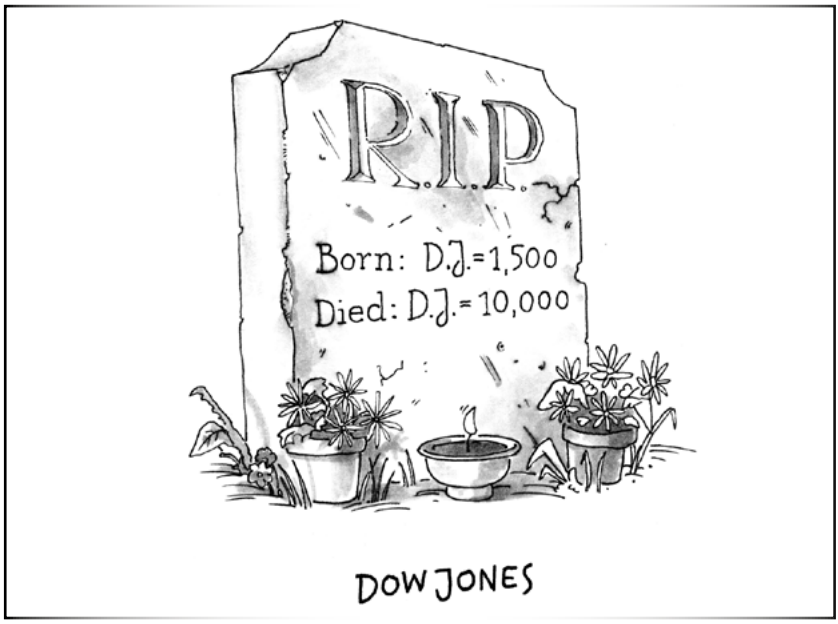


Imienny papier wartościowy • **Registered Security** • Instrument finansowy, którego prawna własność jest odnotowana w księgach emitenta. Jeśli papier wartościowy jest w obrocie na rynku wtórnym, zmiana musi zostać odnotowana. Rejestracja jest przydatna z kilku względów. Umożliwia komunikację z właścicielami papierów wartościowych. W przypadku akcji, mają oni prawo głosu, z którego muszą korzystać za pośrednictwem pełnomocników oraz są powiadamiani o *walnych zgromadzeniach akcjonariuszy*. Chroni to również posiadaczy przed utratą lub kradzieżą dokumentu w formie papierowej. Z kolei *papiery wartościowe na okaziciela* nie są zarejestrowane i mogą być kupowane i sprzedawane po emisji bez wiedzy emitenta. Celem jest przede wszystkim ułatwienie obrotu lub ewentualnie unikać podatków dochodowych.

Immunizacja portfelem obligacji • **Bond Immunisation** • Korzystanie z *obligacji* jako zobowiązania w celu *immunizacji* przepływu pieniężnego aktywu wrażliwego na oprocentowanie przeciwko *ryzyku stopy procentowej.* Aktywa wrażliwe na stopę procentową można zawsze zabezpieczyć za pomocą *hedgingu dynamicznego*. Ale to wymaga stałej regulacji *czasu trwania* zobowiązań, by dostosować je do stale zmieniającego się terminu ważności aktywów w miarę zbliżania się terminu ich zapadalności. Można też zamknąć zabezpieczenie wydając zadłużenie o przepływach pieniężnych w tej samej kwocie i terminach, co za-

bezpieczane aktywa. W ten sposób niezależnie od sytuacji rynkowych stóp procentowych, zyski i straty ze zobowiązania obligacyjnego i aktywów zrekompensują się nawzajem. Choć immunizacja portfelem obligacji daje idealne zabezpieczenie, zorganizowanie wydania zobowiązania dostosowanego do konkretnego schematu przepływów pieniężnych może być trudne lub kosztowne.

Indeks Dow Jones • Dow Jones Industrial Average • Popularnie zwany the Dow, jest prawdopodobnie najpowszechniej obserwowanym wskaźnikiem posunięć na giełdzie amerykańskiej. Tworzony przez spółkę Dow Jones, wydawcę pisma „The Wall Street Journal" indeks Dow Jones posiada wiele zalet: liczy ponad sto lat (wprowadzono go w życie w 1896 roku), jest dobrze znany, i, składając się z trzydziestu akcji, jest łatwy w zarządzaniu i śledzeniu zmian. Akcje indeksu Dow Jones zwykle należą do największych, najbardziej szanowanych firm, które reprezentują wiele branż notowanych na giełdzie nowojorskiej. Niestety, jest ich tylko 30, i nie zawsze idealnie reprezentują tysiące akcji tworzące cały rynek. Z drugiej strony, oprócz tych najbardziej znanych, indeks Dow Jones publikuje wiele innych indeksów: Global Titans (duże międzynarodowe korporacje), Composite Average oraz ponad 3 000 indeksów innych sektorów, np. transportu i mediów. Ponadto, istnieją także inni twórcy indeksów, np. Standard & Poor's 500 (dla dużych przedsiębiorstw), Russell 2000 (dla mniejszych firm) i Wilshire 5000 (niezwykle szeroki zakres), które zyskały na znaczeniu, częściowo dzięki wzrostowi popularności inwestowania zgodnie z indeksem.



Indeks Footsie (slang) • **Footsie** (slang) • Nieformalna nazwa indeksu „Financial Times Stock Exchange 100" (FTSE 100), popularnego indeksu obejmującego akcje spółek o dużej kapitalizacji będące w obrocie na giełdzie w Londynie.

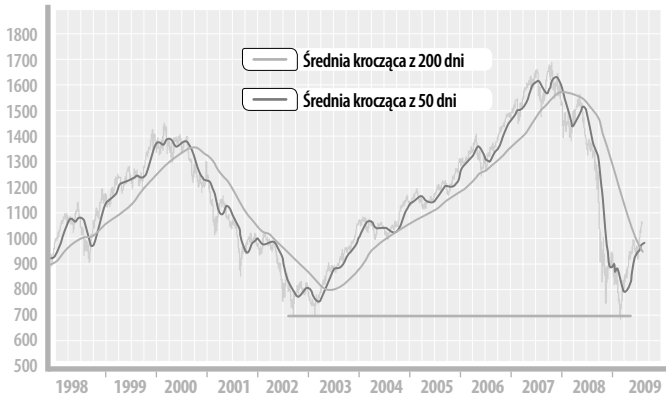
Indeks giełdowy akcji • **Equity Index** • Miara ogólnego poziomu cen na *giełdzie papierów wartościowych* poprzez odniesienie do wybranej próbki akcji w obrocie. Do najbardziej znanych indeksów należą:

- Indeks Dow Jones,
- NASDAQ,
- FTSI 400,
- CAC 40,
- DAX,
- Russell 2000.

Ceny porównywane są względem określonej daty, a następnie śledzi się ich dalszy przebieg. Poziom bezwzględny indeksu jest dość arbitralny. Miara, czy rynek jest „byczy" czy „niedźwiedzi" wynika z porównania do zmian w stosunku do poziomu wyjściowego.

Indeks Morgan Stanley Capital International • **Morgan Stanley Capital International** • **MSCI** • *Firma prowadząca indeksy*, stanowiąca częściowo własność dużego amerykańskiego banku inwestycyjnego. Indeksy MSCI obliczane są od 1970 roku i powszechnie uznawane za wiodące w branży.

Indeks MSCI
z lat 1998–2009

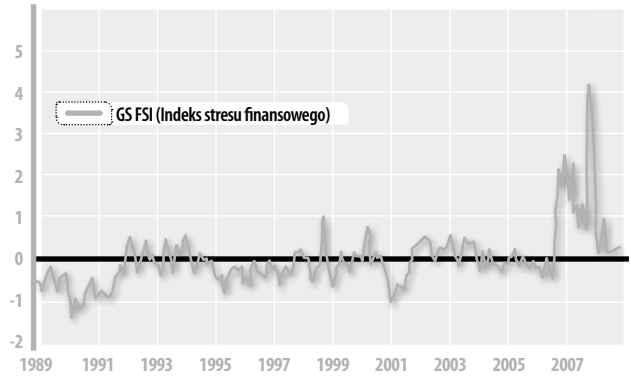


Najbardziej znane indeksy MSCI to, między innymi, MSCI „World" (akcje z 23 krajów rozwiniętych gospodarczo, w tym USA), MSCI „EAFE" (akcje z 21 rozwiniętych gospodarek w Europie, Australii oraz Dalekim Wschodzie, USA i Kanady) oraz MSCI „EMFR" (indeks rynków wschodzących, który analizuje akcje na 26 rynkach wschodzących). Ponadto, MSCI oblicza indeksy poszczególnych sektorów (np. telekomunikacja, bankowość). Dla Amerykanów indeks MSCI „EAFE" jest najprawdopodobniej najpopularniejszym indeksem akcji zagranicznych.

Indeks S&P 500 • **S&P 500** • Indeks 500 akcji, oficjalna nazwa to Indeks Standard and Poor's 500, od nazwy znanej *agencji ratingowej*. Jest to prawdopodobnie najbardziej obserwowany indeks na świecie, i główny wskaźnik tendencji w gospodarce Stanów Zjednoczonych.

Indeks stresu finansowego • **Financial Stress Index** • Miara potencjału wystąpienia kryzysu finansowego na rynkach kapitałowych. Uwzględnia czynniki takie jak poziom dźwigni na rynkach finansowych, ceny akcji banków oraz kształt krzywych rentowności. Inne indeksy, takie jak Goldmana Sachsa (patrz poniżej) zawierają czynniki związane z pogorszeniem sytuacji rynków finansowych, takie jak ryzyko związane z zachowaniem kontrahenta, ryzyko utraty płynności, ryzyko luki oraz szerszą awersję do ryzyka (wyrażoną jako stosunek procentowy pieniędzy ulokowanych w funduszach pieniężnych do kapitalizacji rynku papierów wartościowych).

Indeks stresu finansowego



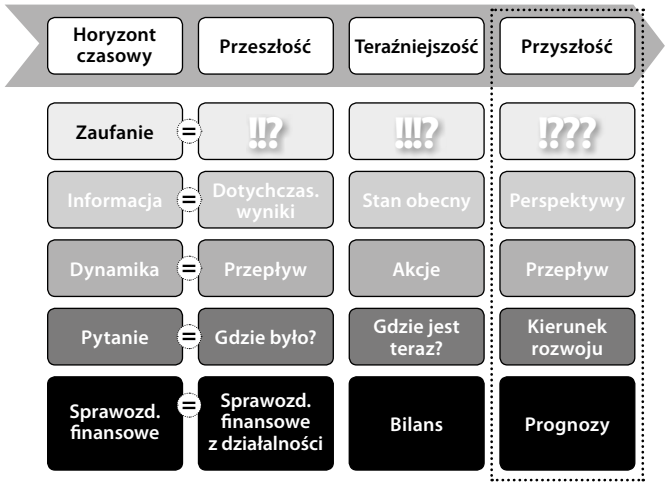
Źródło: Pion Analiz Goldman Sachs Global ESC Research

Indeks zaufania • **Confidence Index** • Wskaźnik ekonomiczny oparty na ogólnym nastroju znaczącej części społeczeństwa. W Stanach Zjednoczonych, wskaźnik opracowany przez Conference Board (organizację pozarządową) jest uznawany za jeden z najbardziej dokładnych mierników nastrojów konsumenckich, kluczowych dla rozwoju gospodarki amerykańskiej. Inne wskaźniki mierzą nastroje wśród przedsiębiorstw. Zob. także *czynnik dobrego samopoczucia*.

Indemnizacja • **Indemnifications, Underwriter** • Kontrowersyjne ustalenia, na mocy których *gwaranci* papierów wartościowych są wynagradzani przez emitentów na wypadek, gdyby byli oni pozywani przez inwestorów za niezachowanie należytej staranności. Rolą banków-gwarantów jest zwykle dołączenie opinii o zachowaniu zasad profesjonalizmu i szczegółowej i bezstronnej analizie. Powinno mieć to miejsce zwłaszcza przy *prospektach emisyjnych* do *pierwotnych ofert publicznych*, gdy rynki kapitałowe nie znają jeszcze firmy. Jednakże, wśród banków inwestycyjnych trwa dyskusja, czy polegają one na oświadczeniach emitenta i czy zasługują na ochronę w przypadku oszukania ich przez firmy. Pomimo tego, że rzeczywiście może to stanowić ryzyko, przypuszczalnie pobierają swoje (często ogromne) prowizje godząc się z takim zagrożeniem. Patrz również *dochodzenie przez akcjonariuszy swoich praw przed sądem*.

Informacja finansowa • **Financial Information** • Wgląd w rzeczywistość finansową, którą można ujawnić dzięki studiowaniu raportów finansowych. Żeby zaklasyfikować coś jako „informację", a nie tylko zwykłe „dane" – użytkownicy zewnętrzni muszą umieć zredukować niepewność i mieć lepsze pole do podejmowania decyzji. Bowiem naprawdę wartościowa informacja rzuca światło na przyszłość. Przydatność raportów przygotowywanych w oparciu o dane historyczne musi opierać się na wyciąganiu wniosków. Dotychczasowy przebieg działalności będzie wskazywał kierunek przedsiębiorstwa w przyszłości.

Informacja finansowa



Siła informacji

Informacja jest drogowskazem, pałką, gałęzią oliwną, środkiem odstraszającym, w zależności od tego kto ją posiada i jak (ją wykorzystuje). Informacja jest tak potężna, że samo spodziewanie się informacji, nawet jeśli w rzeczywistości ona nie istnieje, może powodować poważne skutki.

Steven Levitt i Stephen Dubner *Freakonomics: A Rogue Economist Explores the Hidden Side of Everything*, 2005

Informacja finansowa i operacyjna • **Fact Books** • Informacja finansowa i operacyjna spółki dostarczona inwestorom w celu uzupełnienia i wzbogacenia treści statutowych sprawozdań. Może zawierać takie informacje, jak techniczne dane na temat produktów i innowacji, informacje prasowe, raporty badawcze analityków, opracowania ekonomiczne. Zob. także *Ujawnienie wybranych informacji analitykom giełdowym*.

Informacja o spodziewanej korekcie zysku • **Profit Warning** • Publiczne ogłoszenie, że jeszcze nie opublikowana kwota *zysku* w sposób istotny różni się od oczekiwań rynkowych. Zgodnie z zasadą ostrożnej wyceny, informacja taka zazwyczaj powiadamia inwestorów, że *wyniki* finansowe są niższe od spodziewanych. Informacje o spodziewanych zyskach podawane są do wiadomości z następujących powodów:

1. organy regulujące rynek, takie jak *Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (SEC) w USA*, KNF w Polsce wymagają *ujawniania* takich faktów w celu ograniczenia *zmienności* na *rynku* giełdowym, a także by zapobiec nadużyciom ze strony osób mających dostęp do wewnętrznych informacji;
2. aby utrzymać dobre *relacje z akcjonariuszami* nie należy sprawiać im przykrych niespodzianek.

Informacje dla analityków (giełda) • **Selective Disclosure** (stock market) • Spotykana na *rynku giełdowym* praktyka, polegająca na dobrowolnym udostępnianiu *wewnętrznych* informacji wpływowym inwestorom takim jak *inwestorzy instytucjonalni* lub wybranym *analitykom*. Informacje te są często przekazywane w trakcie wyjazdowych prezentacji dla inwestorów, na telekonferencjach lub w komunikatach prasowych z embargo (przekazywanych wcześniej niż data dopuszczenia do opublikowania). Ich wartość znajduje często potwierdzenie w zwiększeniu obrotu przedmiotowymi akcjami. Bardziej szkodliwym nadużyciem selektywnego ujawniania wewnętrznych informacji finansowych jest sytuacja, w której wykorzystywane jest ono jako narzędzie do ukarania krytykujących analityków przez wykluczanie ich z kręgu osób wtajemniczonych. Choć na mocy uregulowań w zakresie obrotu *papierami wartościowymi* selektywne ujawnianie wewnętrznych informacji jest niedozwolone, w praktyce trudno jest kontrolować to zjawisko. Przedsiębiorstwa mogą twierdzić – czasem nie bez racji – że działania takie to jedynie aktywne *relacje z inwestorami*. Innym częstym punktem obrony jest fakt, że przeciekające informacje nie są istotne. Niemniej jednak są one jedną z przyczyn, dla których *hipoteza rynku efektywnego* niezupełnie sprawdza się w praktyce. Patrz również *wykorzystanie informacji niejawnych*.

Innowacja finansowa • **Financial Innovation** • Odkrywcze teorie w myśli finansowej, które w istotny sposób wpłynęły na ekonomię. Podczas gdy na rynkach kapitałowych nieustannie pojawiają się innowacyjne rozwiązania, wynikające z dążenia do osiągnięcia przewagi konkurencyjnej (zob. *granice finansów*), to te prawdziwie godne uwagi, wywarły wpływ na szerzej rozumianą myśl ekonomiczną. Czasami działa tu prawo niezamierzonych efektów. Przykładowo, pobłażanie bankrutom było pierwotnie wywołane humanitarnymi pobudkami. Po czasie przyniosło szersze korzyści, będąc zachętą dla przedsiębiorców do podejmowania ryzykownych decyzji. Nie istnieje wprawdzie oficjalna lista, ale w tabeli na s. 171 przedstawiamy nasze propozycje godne uwagi.

Częstym źródłem nowych idei finansowych są badania akademickie (zob. *ekonomia finansowa*). Pomocne są też osiągnięcia z dziedziny matematyki i informatyki, które mogą mieć zastosowanie w finansach.

Kilka przełomowych idei w finansach		
Innowacja	**Kluczowa myśl**	**Postęp**
Pożyczkodawca ostatniej szansy	◆ Zapobieżenie panice, zapewnienie źródeł finansowania	◆ Stabilność finansowa
Ograniczona odpowiedzialność	◆ Ochrona inwestorów przed całkowita stratą	◆ Tworzenie kapitału
Ochrona bankruta	◆ Druga szansa dla bankrutów	◆ Przedsiębiorczość
Wartość bieżąca netto	◆ Wartość pieniądza w czasie	◆ Tworzenie wartości
Preferencja płynności	◆ Pewność potrzebna w decyzjach inwestycyjnych	◆ Polityka fiskalna
De-regulacja	◆ Dyscyplina rynkowa jest lepsza niż interwencja	◆ Zdrowe podejście
Sekurytyzacja	◆ Oddzielenie funkcji inicjatora od posiadacza	◆ Efektywność
Wycena opcji	◆ Kwantyfikacja wartości przyszłych możliwości	◆ Zarządzanie ryzykiem
Obligacje śmieciowe	◆ Papiery wartościowe z wysoka stopą zwrotu i wysokim stopniem ryzyka	◆ Dostęp do kapitału
Instrumenty pochodne	◆ Tworzenie kontraktów, które kwantyfikują osiągnięcia	◆ Zarządzanie ryzykiem

Wielka trójka

Od początku dziejów były tylko trzy **wielkie wynalazki**: ogień, koło i bank centralny.

Will Rogers, komik amerykański

Instrument finansowy • **Financial Instrument** • Ogólny termin obejmujący wszelkie umowy skutkujące jednocześnie powstaniem aktywa finansowego u jednej jednostki gospodarczej i zobowiązania finansowego lub instrumentu kapitałowego u drugiej jednostki gospodarczej. W przypadku aktywów, aktywa finansowe różnią się od rzeczowego majątku trwałego, takiego jak zapasy czy nieruchomości, a także od wartości niematerialnych i prawnych, jak wartość firmy czy skapitalizowane koszty. Z kolei większość zobowiązań to, z natury, instrumenty finansowe. Najpowszechniejsze instrumenty finansowe obejmują więc:

- gotówkę, saldo w banku i świadectwa depozytowe,
- należności lub *płatności* od odbiorców,

- pożyczki, *obligacje, akcje uprzywilejowane* i *akcje*,
- *instrumenty pochodne,* takie jak kontrakty forward, futures, swap, opcje,
- gwarancje.

Instrumenty finansowe to kategoria tak szeroka, że warto zaznaczyć czego nie obejmuje:

- inwestycji w jednostkach zależnych, stowarzyszonych i wspólnych przedsięwzięciach,
- świadczeń emerytalnych,
- programów opcji na akcje,
- umów ubezpieczenia nieruchomości i polis ubezpieczeniowych na życie.

Termin „instrument finansowy" jest w rachunkowości stosunkowo nowy. Ludzie biznesu nie używają go na określenie rzeczy tak oczywistych jak gotówka, czy należności. Niemniej jednak, wraz ze wzrostem popularności *instrumentów pochodnych,* księgowi muszą coraz więcej myśleć o abstrakcyjnych aktywach i zobowiązaniach, które skutkować mogą całkiem konkretnymi przepływami pieniężnymi. Ze wszystkimi instrumentami finansowymi wiążą się wpływy i rozchody gotówkowe. W przypadkach jednak, gdy wielkość tych przepływów jest niepewna lub warunkowa, powstają problemy z wyceną. Istota instrumentów finansowych sprowadza się do tego, że mieszczące się w ich definicji aktywa i zobowiązania podlegają rygorystycznym uregulowaniom w ramach rozliczania instrumentów finansowych w rachunkowości.

Instrument na okaziciela • **Bearer (Instrument/Security)** • Instrument finansowy, który nie jest zarejestrowany na konkretną osobę i którego własność jest określona przez sam fakt jego posiadania. Mimo że instrument taki staje się bezwartościowy w przypadku zniszczenia, zagubienia lub kradzieży, jego zaletą jest to, że może być przedmiotem łatwego obrotu na rynku wtórnym. Ponadto jego dodatkową, choć nieco wątpliwą zaletą jest także to, że władze podatkowe nie będą mogły ustalić wysokości dochodu uzyskanego na podstawie takiego instrumentu. Przeciwieństwo do *imiennego papieru wartościowego*.

Instrumenty terminowe typu forward • **Forward Instruments** • Ogólny termin opisujący dowolny kontrakt terminowy – lub po prostu „forward". Kontrakty forward to pozagiełdowe *instrumenty pochodne,* wyrażenie zgody dokonanie transakcji w określonym momencie, który nastąpi w późniejszym terminie. Zwykle kontrakty forward są narzędziem zabezpieczającym, mającym zablokować ceny w przyszłości, a tym samym usunąć ryzyko ceny dla

sprzedawcy, zajmującego *„długą”* pozycję. Por. z *kontraktem terminowym typu futures*, standaryzowanego kontraktu, który może być w obrocie na płynnym rynku.

Instytucja finansująca • **Finance Company** • Każda jednostka gospodarcza udzielająca pożyczek pieniężnych, osobom fizycznym na zakup produktów, firmom na zakup aktywów. Spółka zależna finansująca jest wykorzystywana do finansowania zakupu produktów u producenta. Instytucje finansowe udzielając pożyczek wykonują podobne działania jak banki komercyjne. Nie mogą jednak, w przeciwieństwie do banków, finansować swoich działań gotówką z depozytów. Nie są klasyfikowane jako banki i nie podlegają rygorystycznemu prawu bankowemu, nie muszą spełniać określonych wymogów dotyczących adekwatności kapitałowej czy rezerw pieniężnych. Rozmiar instytucji finansowych zależy od ograniczeń w ich finansowaniu. Wysoka dźwignia dająca pożądany zwrot dla udziałowców może nie nadejść. Jednakże w przypadku koncernów przemysłowych (np. amerykański General Electric), instytucje finansowe mogą czasami rywalizować z bankami w zakresie działań i pozycji rynkowej.

Instytut Ryzyka Finansowego • **Financial Risk Institute** • Organizacja non-profit założona w 1984 roku przez kilka czołowych banków i firm konsultingowych w celu promowania lepszego zarządzania ryzykiem finansowym, głównie poprzez stosowanie *instrumentów pochodnych*. Jest to gałąź International Finance & Commodities Institute (Międzynarodowy Instytut Finansów i Towarów) w Genewie, Szwajcaria. Strona internetowa: www.ifci.ch jest cennym źródłem informacji na temat zarządzania ryzykiem.

Intensywne namawianie (slang) • **Pitch** (slang) • Próba przekonania potencjalnego inwestora do zalet danego papieru wartościowego. Używany tutaj angielski termin „pitch” nawiązuje do „sales pitch”, czyli haseł, którymi operuje sprzedawca namawiając do zakupu towaru w nadziei, że któreś z nich „chwyci” i wywoła pozytywną reakcję. Konotacja tego słowa jest dwojaka: oznacza zarówno agresywną reklamę lub po prostu kreatywne próby pobudzenia zainteresowania. Tak zwany pitch book jest terminem slangowym banków inwestycyjnych z *Wall Street* na memorandum z uzasadnieniem potencjalnej transakcji. Na przykład, taki dokument z potencjalnymi podmiotami do przejęcia, może zawierać profile firm z podsumowaną informacją finansową oraz przesłankami do dalszej obserwacji i analiz. Patrz też *wyjazdowe prezentacje dla inwestorów*.



Interes na boku (żargon) • **Side Deal** (vernacular) • Każda umowa handlowa stanowiąca aneks do innej, głównej umowy lub transakcji na giełdzie. To naturalne i zgodne z prawem postępowanie, kiedy dwie strony zgadzają się na coś, na co inne zgodzić się nie mogą. Jednak interesy na boku często kojarzą się z nieczystymi praktykami szczególnie, jeżeli otoczone są tajemnicą. Brak przejrzystości może sugerować, że strony mają coś do ukrycia.

Coś do ukrycia

Pozorna sprzedaż aktywów, trzech barek-generatorów, zwiększyła zyski Enronu o 12 milionów, a jego operacyjne przepływy pieniężne o 28 milionów. [Ale] zgodnie z sekretną ustną umową, Enron obiecał gwarantowaną stopę zwrotu i odkupienie aktywów w ciągu sześciu miesięcy. Ponieważ [kupujący] nie podjął właściwie żadnego realnego ryzyka dokonując pozornego zakupu, prokuratorzy twierdzą, że umowa powinna być potraktowana jako pożyczka, w związku z czym ani zyski, ani operacyjne przepływy pieniężne, nie powinny być uwzględnione w księgach Ekronu. Według prokuratorów, umowa zawiązana w momencie, kiedy Enron zamykał rok finansowy 1999, pomogła firmie zależnej Enronu wypełnić założenia finansowe oraz wypłacić bonusy zarządowi Enronu. Niewielka część postępowania przeciwko panu Skillingowi dotyczy tego, że przepchnął tę transakcję i wiedział, że sekretny **interes na boku** był trzymany w tajemnicy przed audytorami Enronu.

Trial run, „The Economist", 23 września 2004

Interesariusze • **Stakeholders** • Wszystkie podmioty, które bezpośrednio (jak np. akcjonariusze) lub pośrednio (jak pracownicy, klienci, kredytodawcy, dostawcy, grupy opiniotwórcze) posiadają interes ekonomiczny w przedsiębiorstwie. W przypadku akcjonariuszy i kredytodawców interes ekonomiczny wiąże się z prawem własności lub prawami umownymi – tradycyjnie więc strony te miały największy wpływ na losy przedsiębiorstwa. Koncepcja interesariuszy jest znacznie szersza i obejmuje również osoby, na których sytuację ekonomiczną przedsiębiorstwo ma wpływ, tj. *zarząd*, dostawców, związki zawodowe, środowiska lokalne, a nawet organy rządowe. W przypadkach trudności finansowych, interesariusze często proszeni są o wsparcie w przeprowadzeniu procesu *restrukturyzacji*.

Interesariusze



Interesariusze
Ankieta nt. opinii prezesów w sprawie społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw



Źródło: Ankieta wśród prezesów podczas Światowego Forum Gospodarczego/„Financial Times" 20 stycznia 2003, s. 6

Koncepcja interesariuszy porusza bardzo ważne zagadnienie, ponieważ implikuje, że czysty kapitalizm – nastawiony wyłącznie na zysk i typowo skupiający się na wynikach krótkoterminowych – powinien zostać skorygowany, aby uwzględnić szersze kryteria decyzyjne niż interes samych właścicieli przedsiębiorstwa. Problem w tym podejściu polega jednak właśnie na znalezieniu odpowiednich kryteriów, które nie będą bazować na chęci osiągnięcia zysku lub prawach własności (na czym opiera się cel maksymalizacji *wartości dla akcjonariuszy*). Rzeczą krzepiącą jest, że większość dobrze zarządzanych przedsiębiorstw w sposób naturalny dba o interesy interesariuszy, stosując się do przepisów prawa, promując swój pozytywny wizerunek publiczny oraz dbając o satysfakcję klientów i pracowników.

Zdrowy brak szacunku

Musimy bardziej zbliżyć się do trudniejszych warunków i chłodniejszego klimatu anglosaskiego kapitalizmu, opartego na **prymacie interesów akcjonariuszy**, w którym nie tylko zyski są większe, lecz również ryzyko. Kapitalizm jest naprawdę rewolucyjny. Nie szanuje ani przyzwyczajeń ani tradycji, płci czy klasy. Jest wrogiem jakiegokolwiek zasiedziałego społeczeństwa. Jeśli Europa naprawdę chce stać się najbardziej konkurencyjną gospodarką na świecie, nie może sobie pozwolić na stanie w miejscu.

Frits Bolkestein, Komisarz UE ds. Rynku Wewnętrznego
Cytat z artykułu *It's the Single Market, Stupid*,
„The Economist", *The World in 2002*, s. 3

Internetowy handel obligacjami • **Online Bond Trading** • Korzystanie z Internetu w celu skojarzenia graczy z *rynku obligacji*, zarówno pożyczkobiorców jak i inwestorów. Na przykład, zamiast dystrybucji obligacji za pośrednictwem *inwestorów instytucjonalnych*, poważany emitent może wykorzystać Internet, by dotrzeć do rynku detalicznego. W efekcie zmniejszą się prowizje i opłaty maklerskie płacone pośrednikom, zwykle bankom inwestycyjnym. Do potencjalnych korzyści internetowego handlu obligacjami należą większa przejrzystość, mniejsze koszty transakcji oraz większa płynność. Internetowy handel obligacjami ma podobny wpływ na bankowość komercyjną co eliminacja pośredników. Przykładową stronę dla zainteresowanych obrotem obligacjami w Internecie można znaleźć pod adresem www.BondClick.com.

Inwestor alfa (żargon) • **Alpha Investor** (vernacular) • Sprytny inwestor, zwykle zawodowy zarządzający, który poszukuje na giełdzie okazji wg kryterium cen akcji, które nie odzwierciedlają wartości wewnętrznej, bazującej jedynie na ocenie ryzyka. (Wartość akcji, której nie tłumaczy jej wskaźnik „beta", czyli ryzyko w porównaniu do innych akcji w tej samej *klasie aktywów*, jest określana w *modelu wyceny aktywów kapitałowych* jako wartość „alfa"). Rynki efektywne (patrz *hipoteza rynku efektywnego*) sugerują, że wartości alfa nie mogą tak naprawdę istnieć w długim okresie (a jeśli tak jest, zostają natychmiast obniżone lub ponadplanowy zysk jest odprowadzany w honorariach dla zarządzających funduszami). Pogoń za zyskami z „alf" wydaje się złudna, ponieważ nikt nie jest mądrzejszy od „silnego" rynku efektywnego. Mimo to, nic nie powstrzymuje ludzi przed próbami, zwłaszcza jeśli sądzą oni lub umieją przekonać innych, że posiadają wyjątkowe talenty.

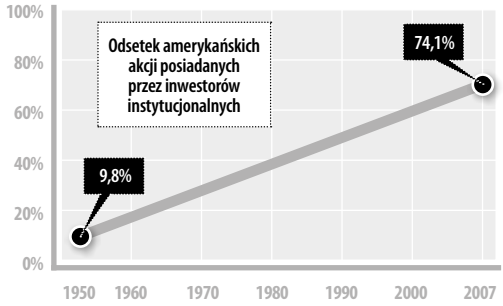
Niezwykłe rozróżnienie

Beta to towar, a **alfa** to umiejętność.

Zarządzający funduszem,
cytat z „The Economist" 16 września 2006, s. 85

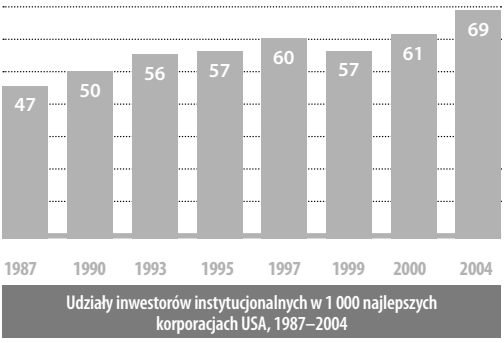
Inwestor instytucjonalny • **Institutional Investor** • *Instytucja finansowa*, która inwestuje w przedsiębiorstwo, ale której wpływ na *zarządzanie* nie wykracza poza normalny zakres monitorowania wyników finansowych w ramach *ładu korporacyjnego*. Typowymi inwestorami instytucjonalnymi są firmy *ubezpieczeniowe*, fundusze *emerytalne*, fundusze *powiernicze*, banki oraz fundusze *kapitału prywatnego*. Inwestorzy instytucjonalni, podejmując decyzje na podstawie oceny stopnia dywersyfikacji i płynności rynkowej, przeważnie wykupują mniejsze pakiety, w granicach 10–25%, licząc na zrealizowanie zysków kapitałowych. Nie posiadając kontroli, zazwyczaj są inwestorami biernymi, a w przypadku pogorszenia się sytuacji przedsiębiorstwa po prostu sprzedają swoje akcje. Tymczasem, zazwyczaj aktywnie domagają się respektowania przysługujących im praw akcjonariuszy. W rachunkowości inwestora instytucjonalnego, dokonane inwestycje wykazywane są zazwyczaj po koszcie (cenie nabycia), lub metodą praw własności. Porównaj z *inwestorem strategicznym,* który zazwyczaj jest bardziej skłonny i odpowiednio przygotowany do sprawowania kontroli nad przedsiębiorstwem i podejmowania interwencji. Inwestorzy instytucjonalni odgrywają istotną rolę w przestrzeganiu ładu korporacyjnego. Jako inwestorzy profesjonalni w dziedzinie finansów, są lepiej poinformowani i sprytniejsi. Można więc oczekiwać, że będą zachowywać się bardziej aktywnie nadzorując wyniki uzyskiwane przez zarząd.

Inwestorzy instytucjonalni



Źródło: Amerykańskie Rezerwy Federalne / „Time", 17 września 2007, s. 41

Inwestorzy instytucjonalni
Średni udział inwestorów instytucjonalnych (w %)



Źródło: Global Corporate Governance Research Centre / Conference Board

Inwestor strategiczny • **Strategic Investor** • Inwestor, którego udział w przedsiębiorstwie jest na tyle wysoki (25–50% lub więcej), a działalność na tyle zbliżona, że może on wywierać wpływ na zarządzanie lub nawet sprawować kontrolę nad przedsiębiorstwem. Na podstawie swojej wiedzy o branży i przedsiębiorstwie będącym przedmiotem inwestycji, inwestorzy strategiczni często przyjmują aktywną rolę w egzekwowaniu *ładu korporacyjnego*. Inwestycje strategiczne niejednokrotnie stanowią wstępny etap przygotowujący do pełnego przejęcia i integracji. Porównaj z *inwestorem instytucjonalnym*. Patrz również *kapitał wysokiego ryzyka* i *fundusz hedgingowy.*

Inwestorzy lokujący w instrumenty dłużne (żargon) • **Credit Investors** (vernacular) • Inwestorzy rynku kapitałowego, zwłaszcza *fundusze hedgingowe*, inwestujące w korporacyjne papiery dłużne oraz kredytowe instrumenty pochodne. Choć początkowo wydaje się to brzmieć jak oksymoron (zakładając,

że kredyt jest zwykle rozumiany jako działalność pożyczkowa), odzwierciedla powstanie rynków wtórnych w obrocie instrumentami dłużnymi.

Inwestowanie poprzez alokację aktywów • Asset Allocation Investing • Tworzenie portfela według szeroko pojętych kategorii *klas aktywów* zamiast zajmowania się pojedynczymi inwestycjami. Na przykład inwestor może zainwestować w akcje, obligacje i gotówkę w stosunku, odpowiednio, 50/40/10 za pomocą bardzo zróżnicowanych inwestycji w każdej z tych klas. Inwestowanie poprzez alokację aktywów oznacza, że wybór klasy aktywów jest ważniejszy niż struktura inwestycji wewnątrz każdej z klas.

Inwestowanie społecznie odpowiedzialne • Socially Responsible Investing • SRI • Ruch zajmujący się inwestowaniem w oparciu o przesłanki dotyczące zarówno *wyników finansowych,* jak i względów etycznych – w szczególności związanych ze *społeczną odpowiedzialnością przedsiębiorstw* (CSR). Za motyw powstania tego ruchu można przyjąć po części altruizm, a po części dobrze pojęty interes – wraz ze wzrastającą w świecie świadomością znaczenia odpowiedzialności społecznej, przedsiębiorstwa będące „dobrymi obywatelami" osiągają w długim okresie lepsze wyniki. Inwestowanie z uwzględnieniem zasad odpowiedzialności społecznej – zwane również „inwestowaniem ukierunkowanym na trwały rozwój" ("sustainability investing") – stanowi na *rynkach kapitałowych* mniejszość, choć jego udział i rozpoznanie wzrasta (co widać na przykładzie indeksu Dow Jones Sustainability Group Index.

Inwestowanie w obligacje • Bond Investing • Przez wiele lat inwestowanie w obligacje to był spokojny interes. Polegał on po prostu na kupnie *obligacji* i zachowaniu ich do terminu zapadalności, w związku z tym, że ich nominalna stopa zwrotu w terminie do wykupu mogła być z góry ustalona. Inwestorzy nie musieliby się przejmować występującymi zmianami wartości rynkowej obligacji, jeśli by nie obracali nimi. Takie zachowanie znalazłoby odzwierciedlenie przy rozliczeniach instrumentów finansowych w rachunkowości (patrz *Kompendium terminów z zakresu rachunkowości po polsku i angielsku* – hasła dotyczące *instrumentów finansowych*). W międzyczasie inwestorzy odcinali kupony z nadzieją, że nigdy nie dojdzie do opóźnień w płatnościach lub że wzrost inflacji spowoduje spadek realnej wartości zysku. Jednakże, od kiedy inflacja jest mniej przewidywalna i ostra konkurencja rynkowa mają coraz większy wpływ na rating, ocenę wiarygodności kredytowej emitentów, stopniowo wartość obligacji polega coraz większej zmienności. To z kolei otworzyło nowe możliwości dla handlu: tanio kupić i drogo sprzedać. Wartość obligacji jest obliczana matematycznie jako wartość bieżąca netto (NPV) przyszłych przepływów środków pieniężnych zdyskontowanych

na poziome kosztu kapitału inwestora. Inwestor, który potrafi oszacować, albo nawet konsekwentnie odgadywać kierunki oddziaływania różnych czynników, będzie mógł zyskać na obrocie (kupowaniu obligacji, których wartość będzie wzrastać i *krótkiej* sprzedaży obligacji, których wartość będzie spadać).

Czynniki wpływające na wartość obligacji	
Zmienna	**Wpływ**
Stopa procentowa	◆ Im wyższe procentownie obligacji w porównaniu do rynkowej stopy procentowej, tym większa wartość obligacji; spadające stopy procentowe sprawiają, że ceny obligacji rosną.
Ryzyko kredytowe	◆ Niższe ryzyko kredytowe obniża wartość, co jest spowodowane niepewnością co do wypłaty odsetek i odzyskania kapitału.
Inflacja	◆ Wyższa inflacje obniża realną stopę procentową obligacji, co z kolei obniża wartość obligacji.
Termin wykupu	◆ Dłuższy termin wykupu obligacji powoduje większe wahania wartości nominalnej obligacji przy zmienności stóp procentowych.

Zalety:

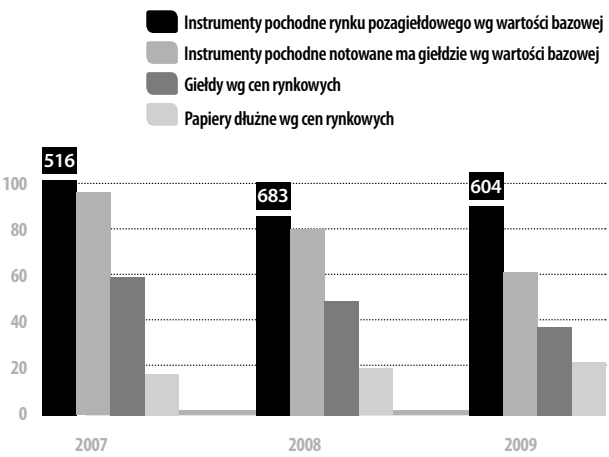
- zmienność cen jest niższa niż w przypadku akcji,
- nominalne stopy dochodu są z góry znane, jeśli obligacja jest utrzymana do terminu wykupu,
- odsetki są często wyższe niż ogólny poziom wypłacanych dywidend,
- rynki obligacji są zwykle bardzo płynne i pozwalają na wyjście z inwestycji po cenach rynkowych,
- wypłata stałych odsetek jest często atrakcyjnym rozwiązaniem w przypadku planowania przedsięwzięć,
- w przypadku bankructwa obligacje mają pierwszeństwo w zaspokajaniu roszczeń.

Wady:

- ceny obligacji zmieniają się pod wpływem zmiany rynkowych stóp procentowych (ryzyko stopy procentowej),
- ceny obligacji spadną w przypadku obniżenia ratingu emitenta,
- w przypadku bankructwa, mogą pojawić się inni wierzyciele z wyższym priorytetem zaspokajania roszczeń,
- obligacje z prawem do wykupu przed terminem mogą przynosić niższą rentowność w przypadku ponownego zainwestowania w ten papier (ryzyko reinwestycji),
- niespodziewany wzrost inflacji zmniejszy rzeczywiste zyski.

Globalny rynek obligacji jest dynamiczny i głęboki. Na przykład największa firma na świecie zarządzająca portfelem obligacji (Pimco w USA, własność niemieckiej firmy Allianz) w 2002 roku zarządzała portfelem o wartości 350 miliardów dolarów i miała stopę zwrotu o wysokości ponad 10% uczestnicząc w rynku o łącznej wartości 14 bilionów dolarów („Fortune", 4 marca 2002, s. 52–57). Pod względem wyemitowanego kapitału dłużnego rynkowa kapitalizacja wyemitowanych obligacji jest zdecydowanie większa niż akcji. Jest to spowodowane przede wszystkim znaczącą rolą rządów w emitowaniu papierów dłużnych w celu finansowania wydatków publicznych. Jednakże, ponieważ większość inwestorów decyduje się zachowywać obligacje do czasu zapadalności (a więc i zapewnić sobie zagwarantowaną stopę zysku w terminie do wykupu), aktywność na rynku obligacji jest zdecydowanie niższa niż na rynku akcji.

Pozagiełdowy rynek papierów wartościowych
biliony USD



Źródło: „The Economist", 14 listopada 2009, s. 89 / Bank of International Settlements

Kapitanowie kapitału

Obecnie naszą rolą jest zarabianie pieniędzy dla naszych inwestorów (**lokujących w obligacje**), ale także to jest o wiele więcej. Lokujemy efektywnie kapitał w Stanach Zjednoczonych i na całym świecie. Ten interes nazywa się kapitalizm.

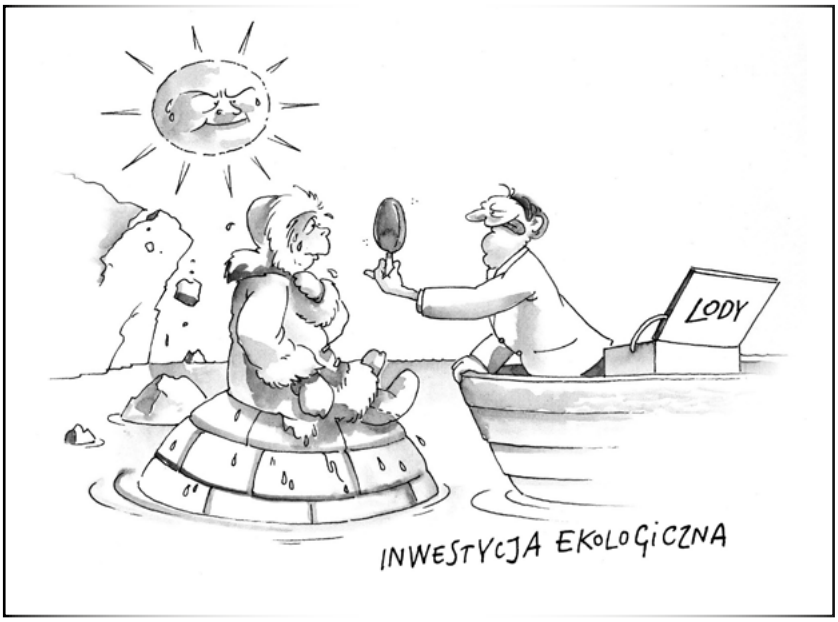
Bill Gross, szef inwestycji w Pimco, cytat za „Fortune" (wydanie europejskie), 2 marca, 2009, s. 62

Inwestowanie w wartość (żargon) • **Value Investing** (vernacular) • Podejście do inwestowania, w którym poszukuje się fundamentalnej, głębszej wartości w zdolności przedsiębiorstwa do generowania zysków w przyszłości. Jednak z uwagi na to, że pozostała część rynku zdaje się nie doceniać takiej wartości, ceny akcji są zaniżone i stanowią dobrą okazję. Na przykład, ospała i z pozoru mało atrakcyjna spółka może ciężko pracować w celu wykorzystania możliwości na swoim rynku. W przyszłości będzie generować wysokie zwroty i stały wzrost. Jednocześnie jej *wskaźnik cena/zysk* może być niski, ponieważ giełda nie wykazuje zainteresowania jej historią. Lub też inwestorzy nie potrafią dostrzec możliwości, na jakie wskazują dane finansowe. Akcje takiej spółki określa się mianem value stock – „waloru z potencjałem". Inwestowanie w wartość różni się od spekulacji i „inwestowania we wzrost", w którym uwaga skupiana jest na przedsiębiorstwach o wysokim wzroście zysku i wysokim wskaźniku cena/zysk. Stworzenie tej koncepcji przypisywane jest *Benjaminowi Grahamowi*, jest ona z powodzeniem stosowana przez takie autorytety, jak *Warren Buffett*.

Inwestycja • Investment • Ulokowanie *kapitału* w dowolnej produktywnej działalności. W sensie ogólnym, za inwestycje można uznać wszystkie *aktywa* przedsiębiorstwa. W znaczeniu ściślejszym, przez inwestycję rozumie się ulokowanie środków w celu przyszłego czerpania długoterminowych *zysków* (odsetek lub *dywidend*) i/lub zrealizowania *zysków kapitałowych*. Inwestycję można często odsprzedać innemu inwestorowi, w zależności od stopnia *płynności* rynku. Inaczej jest z *kapitałem obrotowym*, zamrożonym w krótkoterminowej działalności handlowej, a także ze środkami ulokowanymi w mocach produkcyjnych, czyli *środkach trwałych*. W rachunkowości większość inwestycji wykazuje się po koszcie (wg ceny nabycia), jako trwały składnik majątku. W przypadku inwestycji w udziały w innych przedsiębiorstwach dające prawa głosu, stosuje się zasady odpowiednie dla *fuzji*. Inwestycje finansowe (zwykle poniżej 20% udziałów) wyceniane są po koszcie; inwestycje stanowiące *udziały mniejszościowe* (20–50%) wymagają zastosowania metody praw własności; natomiast *pakiety większościowe* (ponad 50%) podlegają konsolidacji pełnej.

Inwestycja ekologiczna • Ekoinwestycja • Ecological Investment • Eco-investment • Ogólne określenie inwestycji, które mają związek ze zmianami klimatycznymi. Rynki finansowe zareagowały na coraz większe zmiany klimatyczne spowodowane globalnym ociepleniem wprowadzając różne wytyczne, fundusze inwestycyjne i „egzotyczne" instrumenty finansowe. Wszystko to zostało stworzone, aby w jakiś sposób móc zyskać na takich trendach. Wielu inwestorów przyciągają, na przykład, perspektywy długoterminowego wzrostu przedsiębiorstw w sektorach energii odnawialnej, zarządzania odpadami lub czystych technologii. Z kolei innych

uczestników rynku motywuje spekulacja (np. stawiają na zmiany klimatyczne) lub mechanizmy zabezpieczające (np. próba zabezpieczenia się przed niekorzystnym oddziaływaniem zmian klimatycznych). Ekoinwestycje to nie to samo, co „zielone" inicjatywy, które są podejmowane w ramach *społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw*. Jest to raczej strategia inwestycyjna, która ma na celu zarabianie na zmienności i niepewności. Patrz również *pogodowa transakcja futures*.



Gorący temat

Jeszcze niedawno **ekoinwestycje** stanowiły wyłączną domenę niektórych funduszy czystych technologii. Teraz oczekują ich więksi inwestorzy.

Nick Robins *Climate Change Centre for Excellence*, Bank HSBC
„Time", 24 grudnia 2007, s. 58

Inwestycja od podstaw • Greenfield Project • Wszelkie *nakłady kapitałowe* związane z budową nowych zakładów od podstaw, jak gdyby powstawały w szczerym polu. Coś, co jest „całkiem nowe", pociąga za sobą skutki dwojakiego rodzaju. Może to być nowoczesne, wyjątkowe i wydajne. Z drugiej strony, z takim projektem mogą być związane ryzyka, takie jak ryzyko ukończenia związane z wykonaniem czegoś, czego nie robiono przedtem.

Inwestycje alternatywne • **Alternative Investments** • Ogólne określenie różnych *klas aktywów* innych niż akcje będące w obrocie oraz obligacje klasy inwestycyjnej, które stanowią większość inwestycji na *rynku kapitałowym*. Mogą do nich należeć:

- fundusze hedgingowe,
- obligacje śmieciowe,
- fundusze typu „private equity",
- surowce,
- nieruchomości,
- instrumenty pochodne,
- papiery dłużne lub akcje spółek w trudnej sytuacji finansowej.

Inwestycje alternatywne są zwykle bardziej ryzykowne niż standardowe, ale mogą być uważane za atrakcyjne ze względu na większe zyski. Inwestorzy często są gotowi zapłacić wyższe opłaty za zarządzanie aktywami specjalistom z dziedziny rynków alternatywnych, z nadzieją na lepsze wyniki (w przeciwieństwie do uproszczonej strategii stosowanej przez notowane *fundusze inwestycyjne, ETF*). Inwestycje alternatywne są modne (wzrost o 20% w 2005 roku – „The Economist", 16 września 2006 roku, s. 85). Po bessie w latach 2000–2002 wielu inwestorów było żądnych zwrotów, które takie inwestycje rzekomo mogą przynieść. Patrz również *inwestor alfa.*

Zdesperowani?

Inwestorzy desperacko szukający zysków ładują więcej pieniędzy w tak zwane **inwestycje alternatywne** w miarę znikania możliwości zysków na tradycyjnych rynkach akcji i obligacji.

Investing w „International Herald Tribune", 10 listopada 2006, s. 15

Inwestycyjna analiza klienta • **Investor Based Finance** • Podejście do *relacji inwestorskich*, które wykorzystuje zasady analizy konsumenckiej, aby uplasować na rynku akcje firmy, z nastawieniem zwłaszcza na inwestorów instytucjonalnych. Duże spółki publiczne mogą wyodrębniać grupy akcjonariuszy, takie jak:

- duzi akcjonariusze, którzy mogą nagle stać się nieaktywni,
- byli akcjonariusze znowu potencjalnie zainteresowani kupnem,
- mniejsi akcjonariusze szykujący się do zwiększenia swoich udziałów,
- potencjalni akcjonariusze w innych, podobnych firmach.

Wzorce zachowań inwestycyjnych takich grup mogą być analizowane, by lepiej prognozować, a nawet wpływać na zachowanie ceny akcji. Inwestycyjne analizy klienta opierają się w znacznej mierze na spostrzeżeniu, że za dużą część, jeśli nie większość ruchów cen akcji firmy, przeważnie odpowiada względnie mała grupa wpływowych inwestorów.

Inwestycyjna ulga podatkowa • **Investment Tax Credit** • Plan opodatkowania osób prawnych, dający możliwość zmniejszenia wymiaru podatku dochodowego z powodu inwestycji w określone, „godne wsparcia" działania (takie jak badania B+R, oszczędność energii, rekultywacja środowiska naturalnego) wyznaczone przez przepisy podatkowe. Inwestycyjna ulga podatkowa stanowi wyraz polityki fiskalnej, w ten sposób wpływając na kierunki rozwoju gospodarki. Zgodnie z intencją rządu, ulga podatkowa stanowi równowartość środków pieniężnych, które powinny być uwzględnione w budżetowaniu nakładów kapitałowych.

Inżynieria finansowa • **Financial Engineering** • Tworzenie dostosowanych do potrzeb *rynków kapitałowych* wyspecjalizowanych produktów finansowych, mających na celu powiększenie *wartości dla akcjonariuszy* przy pomocy środków finansowych (w odróżnieniu od środków operacyjnych i strategicznych). Narzędzia inżynierii finansowej zwykle obejmują wyspecjalizowane instrumenty pochodne, jak opcje (kupna i sprzedaży), kontrakty cenowe (terminowe typu forward, futures i swap) oraz pozycje („długie" i „krótkie"). Zazwyczaj tworzone są one przez banki inwestycyjne prowadzące operacje na rynkach finansowych. Niektórzy uważają również, że przejawem inżynierii finansowej są także próby indywidualizacji umów kredytowych, podejmowane przez banki komercyjne.

IPO ► Pierwotna (pierwsza) oferta publiczna.

Istotne koszty niezależne (żargon) • **Deadweight Costs** (vernacular) • Synonim różnego rodzaju niedoskonałości rynku, które zagrażają realizacji opłacalnych projektów (tych z dodatnią *wartością bieżącą netto*). W idealnym świecie idealnej informacji i braku kosztów transakcji, wszystkie projekty, które warte są finansowania będą sfinansowane. Problemy w sytuacji rzeczywistej mogą wynikać z różnego rodzaju utrudnień:

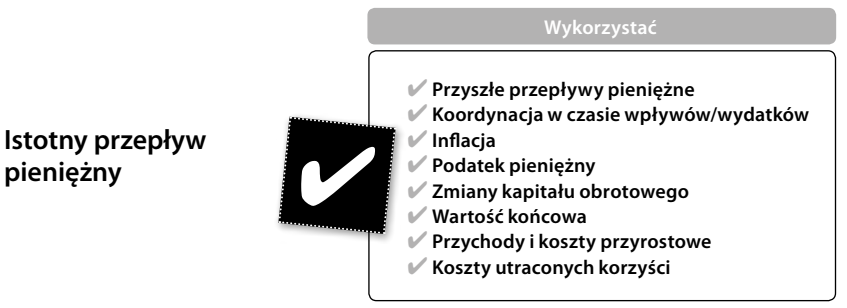
- różnice motywacyjne w *konflikcie relacji agencyjnych* (zwierzchnik – podwładny),
- w sytuacji zawieszenia – podatność na negatywne skutki,

- słabe egzekwowanie *praw wierzycieli*,
- niewiarygodny *ład korporacyjny*,
- pomniejszenie wartości związane z ryzykiem finansowym i bankructwem,
- *koszty transakcji* (koszty prawne itp.) w przypadku złożonego sposobu finansowania,
- niepewność i ryzyko wynikające z *asymetrii informacyjnej*,
- opodatkowanie operacji i działalności gospodarczej (w porównaniu z opodatkowanym dochodem).

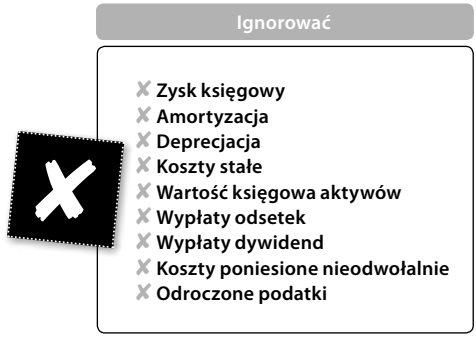
Trudno jest zapobiegać tego rodzaju przeszkodom i dlatego można się spodziewać istotnych kosztów niezależnych w każdej inwestycji. Mogą one stanowić bardzo poważne obciążenie, a nawet doprowadzić do zatrzymania realizacji pierwotnie atrakcyjnej inwestycji. W przeciwieństwie do *zasady braku zależności*, występowanie istotnych kosztów niezależnych potwierdza, że nie należy lekceważyć kwestii finansowych, gdyż sposób zaplanowania, zarządzania i finansowana inwestycji może podnieść jej wartość.

Istotność/Istotny przepływ pieniężny • Relevance/Relevant Cash Flow

• Kryterium rozstrzygające, jakie informacje powinny być uwzględniane przy podejmowaniu decyzji. Przydatność ma ścisły związek z ekonomiczną zasadą optymalizacji w okresie krańcowym (czyli w dowolnym momencie, począwszy od chwili obecnej): aby osiągnąć maksymalny *zysk*, wielkość produkcji musi znajdować się na poziomie, gdzie przychód krańcowy równy jest kosztowi krańcowemu. Kwestia istotności jest bardzo ważna przy planowaniu *wydatków inwestycyjnych*. Przy podejmowaniu decyzji powinno się brać pod uwagę jedynie te elementy, na które decyzja będzie mieć wpływ (czyli uwzględniać jedynie przyszłość). Zgodnie z powyższym, istotny jest *koszt utraconych korzyści*, podczas gdy *koszty* poniesione nieodwołalnie są nieistotne.



Istotny przepływ pieniężny



Izba rozrachunkowa (papiery wartościowe) • **Clearing House (Securities)** • Organizacja utworzona do specjalnych celów, działająca na zasadzie „spółdzielczej", zarządzana wspólnie przez jej użytkowników. Zajmuje się ona regulowaniem należności z tytułu papierów wartościowych pomiędzy instytucjami finansowymi najczęściej wykorzystując zasadę wydania w zamian za zapłatę. Będąc w samym centrum obrotów, izba rozrachunkowa może świadczyć również następujące usługi dodatkowe:

- zarządzanie zabezpieczeniami takimi jak trójstronne repo,
- usługi powiernicze względem papierów wartościowych,
- udzielanie i zaciąganie kredytu w formie papierów wartościowych.

Izba rozrachunkowa papierów wartościowych eliminuje koszty, opóźnienia oraz ryzyko wstępujące przy fizycznym przekazywaniu gotówki i papierów wartościowych pomiędzy kupującymi i sprzedającymi. Eliminując ryzyko związane z zachowaniem kontrahenta przy transakcjach dokonywanych papierami wartościowymi, izba rozrachunkowa odgrywa rolę infrastrukturalną na *rynkach kapitałowych*. Przykładem może być Euroclear i Cedel.

J

Jajko w gniazdku (żargon) • **Nest Egg** (vernacular) • Skromna suma pieniędzy odłożona przez właściciela na przyszłą emeryturę. Zazwyczaj oszczędności ulokowane są w jakiejś inwestycji, z której z czasem i dzięki troskliwej opiece, „wykluje się" coś bardziej wartościowego.

> **Duże kurczaki z małych jajek**
>
> Każdy z nas codziennie, co tydzień i co miesiąc boryka się z rachunkami za jedzenie, wodę, elektryczność, transport czy alimenty. To, co pozostanie, można uznać za **jajko w gniazdku** – kwotę, która właściwie ulokowana, urośnie i przyniesie kurczaki, które można będzie udusić w potrawce, upiec lub wykorzystać do produkcji większej ilości kurczaków.
>
> Stanley Bing, „Fortune" (wydanie europejskie), 25 grudnia 2006, s. 132

Jednoosobowa działalność gospodarcza • **Sole Proprietorship** • **Sole Trader** • Przedsiębiorstwo należące do samodzielnego właściciela i nie posiadające osobowości prawnej. Ponieważ przedsiębiorstwo takie łatwo jest założyć (ze względu na niskie koszty rejestracji), jego forma jest bardzo popularna wśród *małych i średnich przedsiębiorstw*. Wiąże się z nią jednak nieograniczona odpowiedzialność właściciela za zobowiązania przedsiębiorstwa, co może stanowić wadę tej formy działalności gospodarczej.

Jednostka transakcyjna • **Board Lot** • Standardowa liczba akcji w handlu, zwykle jest to 100 akcji. Ustalana jest przez giełdy. Handel akcjami w liczbie innej niż jednostki transakcyjne (zwłaszcza poniżej minimum) zwykle oznacza

mniej korzystną cenę (ponieważ stałe opłaty za transakcję stają się obciążeniem). Istnienie jednostki transakcyjnej wyjaśnia częstą praktykę *podziału akcji*, by utrzymać przystępność cenową jednostek transakcyjnych dla inwestorów detalicznych.

Jelenie (amerykański slang) • **Numbnuts** (USA slang) • Określenie używane przez zarządzających funduszami wysokiego ryzyka wobec firm, dla których nie opłaca się ani przygotowywać kompleksowych analiz ani śledzić ich działalności, zgodnie z zasadą „(im) brak pieniędzy, (więc nam) szkoda czasu". W mowie potocznej termin „numbnuts" odnosi się do osoby niekompetentnej, kłopotliwej, działającej bez sensu. Ponieważ do menedżerów tego typu funduszy zwykle zgłasza się wiele osób poszukujących kapitału, muszą oni dokonywać drastycznej selekcji, tak aby wyszukać projekty naprawdę atrakcyjne, z potencjałem. Autorstwo tego określenia przypisuje się Bobowi Zinderowi, w artykule *How Venture Capital Works* (*Jak działa kapitał wysokiego ryzyka*) z „Harvard Business Review", XI/XII, 1998.



Jobber • **Stockjobber** (antiquated) • Trader specjalizujący się w konkretnych akcjach, przygotowany do roli maklera-specjalisty dla tych akcji. W ten sposób

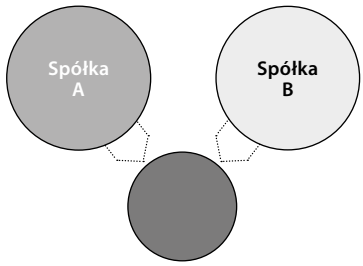
obrót akcjami będzie miał większą płynność oraz stabilność cen, ponieważ będzie istniało stałe i pewne źródło popytu na te walory. Jobber zajmie się tym częściowo w ramach usługi dla emitentów akcji, ale głównie aby zarabiać pieniądze inwestując na własny rachunek. Zwyczajowo jobberzy działali niezależnie od maklerów giełdowych (działających jako agenci w imieniu inwestorów) z obawy o konflikt interesów z jobberami, którzy działali jako mocodawcy. Jobberzy występowali na *Londyńskiej Giełdzie Papierów Wartościowych (LSE)* przed reformami *Big Bang*. Przez pewien czas odgrywali znaczącą rolę, potem jednak stali się anachronizmem na efektywnym rynku. Opis wydarzeń i następstw dotyczących ich zniknięcia można znaleźć w publikacji *The Death of Gentlemanly Capitalism (Śmierć eleganckiego kapitalizmu)* autorstwa Phillipa Augera (wydawnictwo Penguin, 2000).

Joint Venture • **JV** • Przedsiębiorstwo utworzone jako współwłasność kilku podmiotów, zazwyczaj w celu realizacji konkretnego projektu. Angielskie słowo „venture" przywodzi na myśl przedsięwzięcie śmiałe, pełne rozmachu, ale z drugiej strony bardzo ryzykowne i toczące się innymi torami niż codzienne sprawy poszczególnych partnerów. Pierwsze joint ventures były to najprawdopodobniej ekspedycje handlowe. Powołany na krótki czas syndykat „poszukiwaczy przygód" (ang. **adventurers**) wspólnymi siłami ekwipował karawanę albo statek i wysyłał je w daleką podróż. Po powrocie ekspedycji partnerzy dzielili między siebie zyski z handlu, po czym joint venture ulegało rozwiązaniu. Tego rodzaju „wspólne przedsięwzięcia" są działaniami złożonymi i trudniej nimi kierować niż niezależnym, samodzielnie realizowanym projektem. Trzeba również pamiętać, że tak jak ryzyko rozkłada się na wszystkich partnerów, tak też rozwodnieniu ulegają przychody. Z tego powodu, jeśli zapada decyzja o utworzeniu joint venture, dzieje się to zazwyczaj z następujących powodów:

- Ograniczenie interakcji biznesowych do jednej konkretnej transakcji, okresu czasu lub inwestycji;
- Podział ryzyka między partnerów oraz jego rozbicie na odrębne składniki danej inwestycji, której nie jest w stanie udźwignąć jeden inwestor;
- Wykorzystanie komplementarnych zasobów poszczególnych partnerów. Przykładowo: zagraniczny inwestor wchodzi na rynek we współpracy z partnerem krajowym; właściciele nieruchomości z bogactwami naturalnymi łączą siły z firmami poszukiwawczymi w celu odkrycia lub wydobycia zasobów; lub też wyzyskany zostaje potencjał komplementarnej technologii firmowej jednego z partnerów. Doskonałym przykładem jest tutaj joint venture Sony-Ericsson.

Udziały we wspólnym przedsięwzięciu są zazwyczaj rozliczane drogą konsolidacji proporcjonalnej (50% + wkład) lub metody kapitałowej (20%–50%). Niekiedy, choć w rzadkich przypadkach, joint venture jest rozliczane po kosztach. *Prawo regresu* stosuje się do zobowiązań joint venture w stopniu ograniczonym. „Wspólne przedsięwzięcia" tworzone są najczęściej w kontekście *finansowania projektów*.

Joint Venture



„Joint venture"
=
istniejące spółki są współwłaścicielami odrębnego podmiotu gospodarczego

K

k • K • W finansowości skrót, który rozwija się na kilka różnych sposobów w zależności od kontekstu:

- symbol tysiąca, np. 10 000 = 10 k;
- symbol używany w prasowych tabelach transakcji giełdowych w kolumnie dywidend; oznacza on wypłacone w danym roku dywidendy od akcji uprzywilejowanych z zaległymi dywidendami, np. pf 1.75k;
- piąta litera w zestawie symboli indeksu NASDAQ; oznacza ona, że dana emisja nie pociąga za sobą prawa do głosu;
- kapitał (w kontekście nauk ekonomicznych).

Kaczy chód (slang) **• Duck Walk** (slang) **•** Wyprowadzanie zwolnionych pracowników z terenu firmy przez „stado" ochroniarzy, natychmiast po wręczeniu wypowiedzeń. Widok finansistów idących kaczym chodem często stanowi preludium do *skandalu na Wall Street*.

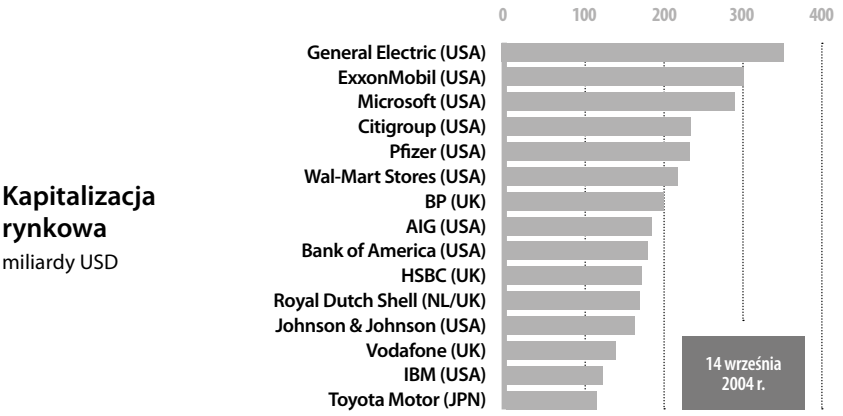


Kalkulatory finansowe • **Financial Calculators (Web based)** • Narzędzia znajdujące się na stronach internetowych, które umożliwiają wykonanie skomplikowanych obliczeń, takich jak seria stałych płatności rocznych, wartość bieżąca netto itp., oraz pozwalają uniknąć mielenia liczb. Często są one częścią usług oferowanych przez portale finansowe (np. Investopedia, Financial Times). Autor poleca użyteczne kalkulatory biznesowe oferowane przez AICPA, adres strony: www.360financialliteracy.org/Life+Stages/Entrepreneurs.

Kanciarski interes (slang) • **Bucket Shop** (slang) • Rynek *handlu papierami wartościowymi* umożliwiający oszustwa i *wykorzystywanie informacji niejawnych*. Słowo „bucket" ('wiadro') odwołuje się do dawnych sposobów *rozliczania transakcji* giełdowych. Chaos był nieunikniony, bo cała papierkowa robota była wrzucana do wiader, do uporządkowania później. Dawne giełdy towarowe, na przykład giełda towarowa w Chicago, stosowały system „open outcry", więc uczestnicy rynku giełdowego byli fizycznie blisko siebie na „ringu transakcyjnym" lub na *parkiecie*. Transakcje odbywały się zbyt szybko, aby na zapleczu można było nadążyć z dokładnym rozliczaniem. To umożliwiało zmowę uczestników rynku giełdowego i osiąganie zysków między sobą kosztem klienta. Na przykład realizowali transakcję po wyższej cenie niż rzeczywista cena rynkowa, mówiąc klientom, że ceny „się zmieniły", a w rzeczywistości inny uczestnik rynku stawał się kontrahentem. Brak przejrzystości transakcji oznaczał, że osobom z zewnątrz trudno było ocenić rzeczywistą *wartość rynkową*.



Kapitalizacja rynkowa • **Market Capitalisation** • **Market Cap** • Wartość przedsiębiorstwa postrzegana z perspektywy rynku giełdowego. Jest to po prostu cena akcji pomnożona przez liczbę akcji wyemitowanych i pozostających w obrocie. (W odróżnieniu od wartości *akcji w wolnym obrocie* na giełdzie, podzbioru rynkowej kapitalizacji, obliczanego jako iloczyn liczby akcji, którymi obraca się na giełdzie, i ceny rynkowej). Z kolei cena akcji jest zależna od oczekiwań rynkowych dotyczących bieżącej wartości przyszłych dywidend oraz, co za tym stoi, ich zdolności generowania zysku. Tego rodzaju prognozy nie są tym samym, co historyczna *wartość księgowa netto* przedsiębiorstwa w *sprawozdaniach finansowych* firmy. Różnice potrafią być pokaźne (np. w 2004 roku General Electric miało wartość księgową netto około 110 miliardów dolarów, a kapitalizację rynkową sięgającą 360 miliardów dolarów). Z perspektywy *rzeczywistości finansowej* kapitalizacja rynku giełdowego jest lepszą miarą wielkości i sukcesu przedsiębiorstwa.

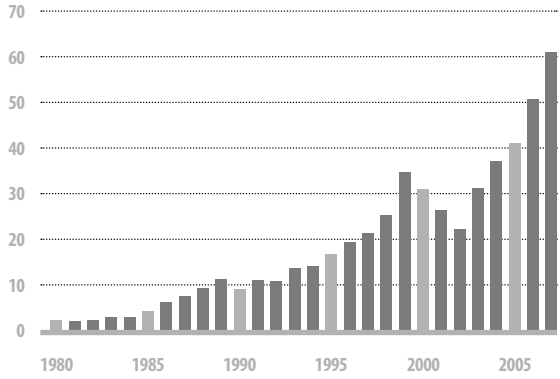


Źródło: Thomson Datastream; „The Economist", 18 września 2004, s. 115

Kapitalizacja rynku giełdowego • **Stock Market Capitalisation** • Łączna wartość giełdowa (liczba akcji w obrocie x cena 1 akcji) znajdujących się w obrocie akcji przedsiębiorstwa. Ponieważ akcje odzwierciedlają własność, kapitalizacja rynkowa przedsiębiorstwa stanowi dokonaną przez rynek kapitałowy wycenę jego aktywów netto, czyli kapitału. To z kolei odzwierciedla szacunkową przyszłą zdolność przedsiębiorstwa do osiągania zysków, czyli zgodnie z modelem wyceny dywidend wartość bieżącą netto przyszłych dywidend. Kapitalizacja rynkowa różni się od wartości księgowej kapitału, która jest księgową miarą kapitału opierającą się na łącznej kwocie kosztów historycznych. Z uwagi na to, że tradycyjne sprawozdanie finansowe nawet nie próbuje mierzyć wielu aspektów

rzeczywistości finansowej (przede wszystkim ekonomicznej wartości firmy, wartości rynkowej aktywów długoterminowych oraz wartości nazw marek), kapitalizacja giełdowa może znacznie się różnić od wyliczeń księgowych.

Kapitalizacja światowego rynku giełdowego
lata 1980–2007
biliony of USD



Źródło: World Federation of Exchanges

Kapitalizm finansowy • **Finance Capitalism** • Gospodarka prowadzona głównie przez bankowców i finansistów. Jest przeciwieństwem klasycznej teorii ekonomicznej, w której kapitał, ziemia i siła robocza walczyły o pozycje na podstawie względnej rzadkości ich występowania. Termin ten pochodzi od amerykańskiego ekonomisty Thorsteina Veblena, który jest najbardziej znany jako autor pojęcia „konsumpcji ostentacyjnej", tj. nadmiernego folgowania sobie przez bogatych, aby uzyskać status społeczny. Veblen, obserwując życie w czasach „barona-złodzieja" J.P. Morgana, twierdził, że inżynierowie i pracownicy produkcji – w jego opinii „przemysłowi eksperci" – byli jedynymi „prawdziwymi" producentami w gospodarce – zostali podporządkowani księgowym i finansistom. Biorąc pod uwagę, jak przemysł amerykański konsolidował się w drapieżne oligopole, wiele w tym było prawdy. Reakcją państwa była polityka antytrustowa administracji Roosevelta. Wielu uważało, że kapitalizm finansowy powrócił w latach 80., kiedy narzędzia finansistów – *obligacje śmieciowe*, *przejęcia* i *restrukturyzacja przedsiębiorstw* – wydawały się przekształcać Amerykę. W tym szalonym, pełnym testosteronu świecie Wall Street bankowcy, przynajmniej hojnie opłacani bankowcy inwestycyjni, rzeczywiście wydawali się władcami wszechświata. Wraz z powstaniem elektronicznego handlu wydaje się, że rządzić zaczęły komputery. Mimo powszechnego wizerunku bankowca jako osoby często mającej ogromną władzę, rola finansów w zdrowej gospodarce musi być postrzegana z pewnej perspektywy. Zadanie najlepszej alokacji kapitału w celu maksymalizacji zysku powierza finansistom rolę drugoplanową w peł-

ni konkurencyjnej, wolnej gospodarce rynkowej. Prawdziwa siła tkwi w konsumentach, producentach i rynkach kapitałowych – bezosobowych i nastawionych na wyniki. W „nowej gospodarce", obejmującej całą kulę ziemską, staje się to jeszcze bardziej prawdziwe.

Ruszanie z posad bryły świata

Władcy wszechświata byli serią posępnych, krwiożerczych lalek z plastiku, którymi bawiła się jego skądinąd idealna córka. Były okropnie wulgarne, nawet jak na plastikowe zabawki. Mimo to [po pewnej zyskownej i szybkiej transakcji] właśnie ta nazwa utkwiła mu w pamięci. On i jeszcze kilku z Wall Street – ilu? – trzystu? czterystu, pięciuset? – tym właśnie się stali… władcami wszechświata. Nie znali… żadnych granic!… władcy wszechświata! Duszę wypełniała mu nadzieja, ufność, *esprit de corps* i poczucie sprawiedliwości. Podnosił dźwignię wprawiającą świat w ruch, to było jego pracą.

Tom Wolfe *The Bonfire of the Vanities (Ognisko próżności),* 1987

Kapitalizm zarządczy (żargon) • **Managerial Capitalism** (vernacular) • System wolnej inicjatywy funkcjonujący przy względnie ograniczonych *prawach akcjonariuszy* oraz braku utrwalonych zasad *ładu korporacyjnego*, które zadbałyby o interesy udziałowców. Powstałą w ten sposób „próżnię władzy" zapełniają szefowie dużych korporacji, którzy w niewielkim stopniu ponoszą odpowiedzialność wobec osób z zewnątrz. Opis ten niewątpliwie pasuje do okresu tuż po II wojnie światowej, natomiast dziś, dzięki takim czynnikom jak globalizacja i silna konkurencja, władza powraca do rąk akcjonariuszy.

Wypowiedź anonimowa

Przez trzy dekady po zakończeniu II wojny światowej – w okresie tzw. kapitalizmu zarządczego – przeciętny prezes był „zwierzęciem korporacyjnym", wspinał się po szczeblach kariery i znany był ogółowi społeczeństwa mniej więcej w tym samym stopniu co jego sekretarka lub dentysta.

The Curse of the Superstar CEO,
„Harvard Business Review", wrzesień 2002, s. 62

Kapitał • Capital • Środki inwestowane w przedsiębiorstwa na dłuższy lub krótszy okres w celu osiągnięcia *zysku*. W zależności od intencji inwestorów rozróżnia się szereg form kapitału: kapitał krótkoterminowy (zaangażowany na okres nie dłuższy niż rok); kapitał średnioterminowy (1–3 lata), kapitał długoterminowy (ponad 5 lat), kapitał akcyjny (będący własnością akcjonariuszy), kapitał nerwowy (jeżeli inwestor ma obawy co do angażowania się), kapitał przyjazny (jeżeli inwestor toleruje złe wyniki), *kapitał wysokiego ryzyka* (inwestor jest skłonny podjąć ryzyko), kapitał początkowy (inwestowany w rozpoczynaną działalność) i tzw. *kapitał wypracowany w pocie czoła* (zarobiony dzięki poniesionemu wysiłkowi i pracy, a nie pieniądzom). Podstawowy podział kapitału to podział na kapitał obcy – dostarczony przez kredytodawców, którzy chcą odzyskać pieniądze wraz z procentem, oraz kapitał własny – pochodzący od inwestorów, którzy chcą czerpać *zyski*, będąc stale właścicielami przedsiębiorstwa. Należy zaznaczyć, że zadłużenie krótkoterminowe (jak np. kredyt kupiecki lub kredyt bankowy płatny na żądanie) stanowi źródło utrzymania *płynności* i ogólnie nie jest uważane za kapitał (patrz *rynek pieniężny*). Termin „kapitał" jest zazwyczaj używany dość luźno i często wymaga wyjaśnienia. Przykładowo, używa się go dla określenia *kapitału własnego* akcjonariuszy lub też sumy aktywów. Źródłosłów: z łacińskiego „capitellum" = 'głowa', aktualne znaczenie ze średnioangielskiego słowa oznaczającego „stojący u głowy; najważniejszy". Patrz również *rynki kapitałowe*.

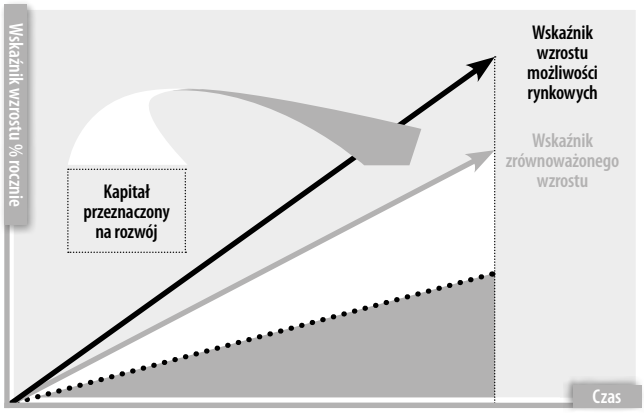
Kapitał w różnych postaciach

Gdyby podzielić **kapitał** na klasy, byłby to ślepy kapitał w rękach kolekcjonerów, którzy nie potrafią go wykorzystać, kapitał do pożyczenia w rękach bankierów oraz kapitał inteligentny, jeśli jest w dyspozycji inteligentnych przemysłowców.

Walter Bagehot *Monetary Schemes*, 1856

Kapitał na rozwój • Growth Capital • Nowy kapitał potrzebny do wsparcia rozwoju biznesu w zakresie sprzedaży lub zdolności produkcyjnych ponad to, co może osiągnąć swoimi siłami. Wraz ze wzrostem firma musi więcej inwestować zarówno w środki obrotowe, jak i trwałe. W zależności od warunków firmy rentowne mogą częściowo finansować swój rozwój bez uciekania się do źródeł zewnętrznych. Należy jednak pamiętać, że przekroczenie poziomu wykorzystania własnych możliwości wymaga powiększenia zadłużenia (rosnąca *dźwignia*) lub też zwiększenia dopływu kapitału własnego. Kiedy firma osiągnie ostrożny poziom dźwigni, powinna poszukać nowego kapitału własnego. Patrz także *pierwotna (pierwsza) oferta publiczna*.

Kapitał finansujący rozwój



Kapitał prywatny • **Private Equity (generic)** • Posiadane przez osoby trzecie pakiety kontrolne w spółkach, które nie są *notowane* na żadnej *giełdzie*. (Taka definicja wyklucza *małe i średnie przedsiębiorstwa* kierowane przez właścicieli). Spółki będące przedmiotem tego typu inwestycji to zazwyczaj dobre firmy o bardzo wysokiej stopie wzrostu, przedsiębiorstwa przejmowane przez zarząd, spółki wycofywane z giełd i stające się *spółkami prywatnymi* lub firmy potrzebujące restrukturyzacji. Jednym słowem, są to dość złożone sytuacje, których nie rozwiąże rynek publiczny. W takich wypadkach inwestują głównie fundusze kapitału prywatnego (typu private equity), fundusze emerytalne, firmy ubezpieczeniowe i zamożni inwestorzy prywatni. Rynek własności prywatnej jest niewielki, ale niezwykle dynamiczny i interesujący, ponieważ środki pieniężne są tu wykorzystywane w działaniach o charakterze wyraźnie przedsiębiorczym. Pozwala to na rozwój firmy bez zagrożeń związanych z dźwignią finansową lub kosztami *pierwotnej oferty publicznej*. Trzeba jednak zaznaczyć, że kapitał tego typu jest mniej nastawiony na ryzyko w porównaniu do *kapitału wysokiego ryzyka*, który niejednokrotnie akceptuje wysokie ryzyko (np. nowo zakładane *spółki* albo wprowadzanie nowej technologii). Własność prywatna jako źródło kapitału wiąże się z kilkoma istotnymi atutami, szczególnie w zestawieniu z innymi dostępnymi opcjami, takimi jak dźwignia finansowa, debiut na giełdzie albo samodzielny rozwój wewnętrzny – patrz tabela na s. 12.

Kapitał prywatny stanowi często wykorzystywane źródło kapitału w fazie przejściowej pomiędzy prywatną firmą zarządzaną przez właścicieli a większymi korporacjami notowanymi na giełdzie. Tradycyjne ograniczenia własności prywatnej to niemożność zgromadzenia kapitału, który byłby porównywalny z tym, co można „wyciągnąć" z publicznych *rynków kapitałowych*. Niemniej

jednak fundusze typu private equity są często w stanie zakumulować kapitał, który nieraz dorównuje zasobom publicznych rynków kapitałowych.

Zalety kapitału prywatnego	
Zaleta	**Opis**
Bezpieczeństwo	◆ Nie ma potrzeby obsługi długu; mniejsze ryzyko niewypłacalności
Wyniki	◆ Perspektywa wyjścia w średnim terminie wzmaga presję na wyniki
Zarządzanie	◆ Zdolność przyciągania bardziej przedsiębiorczych i zaangażowanych menedżerów
Motywacja	◆ Zarząd jest hojniej wynagradzany i zazwyczaj posiada udziały
Nadzór	◆ Bezpośredni; fachowa rada monitoruje wyniki i inicjuje działania
Swoboda	◆ Mniej nacisku na „doraźność", mniej czynników rozpraszających zarząd, więcej miejsca na śmiałe przedsięwzięcia

Przepis na sukces

Własność prywatna to jest sposób, by przyciągnąć i zatrzymać najlepszych menedżerów, pozwolić im skupić się na wykonywanych zadaniach, motywować, uwolnić od tego wszystkiego, co niepotrzebnie rozprasza, zapewnić wszelkie możliwe wsparcie i dać im wolną rękę. Nic dziwnego, że tego rodzaju firmy biją inne na głowę.

Private-Equity Mania, „Fortune" (wydanie europejskie), 11 grudnia 2006, s. 88

Kapitał ryzyka • **Risk Capital** • Szerokie pojęcie dotyczące wszelkich źródeł finansowania – zazwyczaj kapitału własnego, który jest przygotowany na podjęcie dużego ryzyka w zamian za perspektywę dużych zwrotów (30% i więcej). Na przykład kapitał ten może być alokowany w innej spółce, restrukturyzacji bądź też specjalnej transakcji, jaką może być wykup lewarowany. Najczęściej dostarczają go *fundusze hedgingowe*, *kapitał prywatny*, *kapitał wysokiego ryzyka* i *venture capitalists*, czyli osoby lub fundusze inwestujące krótko- lub średnioterminowo w ryzykowne przedsięwzięcia.

Kapitał wykorzystywany (zaangażowany) • **Capital Employed** • Stały *kapitał,* jaki przedsiębiorstwo wykorzystuje w działalności gospodarczej (w odróżnieniu od kapitału „przejściowego", który można łatwo upłynnić). Na kapitał wykorzystywany można patrzeć z dowolnej strony *bilansu.* Z równania

rachunkowego widać, że „kapitał" będący długoterminowym źródłem finansowania spółki jest przeznaczany na aktywa trwałe i kapitał obrotowy.

Kapitał wykorzystywany					
Równanie rachunkowe					
Aktywa obrotowe	Aktywa trwałe	=	Zobowiązania krótkoterminowe	Zadłużenie długoterminowe	Kapitał własny
Reorganizacja i ponowna klasyfikacja					
AO – ZK	Aktywa trwałe	=	0	„Kapitał"	
Definicja					
Kapitał obrotowy	Aktywa trwałe	=	„Kapitał wykorzystywany"		

W przypadku wewnętrznych jednostek operacyjnych lub „działów" podmiotu prawnego nie ma odrębnych źródeł kapitału własnego czy zadłużenia długoterminowego. „Kapitał" jednakże jest równoznaczny z aktywami trwałymi i kapitałem obrotowym działu (które można zmierzyć). Wartość kapitału wykorzystywanego stosowana jest w obliczeniach wyników osiąganych przez centra inwestycyjne. Patrz *zysk rezydualny*. Warto zwrócić uwagę na sposób traktowania aktywów obrotowych. Jedynie nadwyżkę aktywów obrotowych nad zobowiązaniami krótkoterminowymi (czyli *kapitał obrotowy*) uznaje się za część kapitału stałego. Jest to uzasadnione faktem, że zobowiązania krótkoterminowe są pozycją tymczasową i niejako spontaniczną. Ich wielkość podąża za poziomem aktywów obrotowych, w ten sposób automatycznie je finansując. Biorąc jednak pod uwagę, że cykl operacyjny potrzebuje aktywów obrotowych i zobowiązań krótkoterminowych do utrzymania ciągłości sprzedaży, mogą one stanowić również element stały. Przykładowo, „krótkoterminowy" kredyt bankowy może stanowić stałą pozycję w bilansie, jeżeli linia kredytowa jest odnawialna.

Kapitał wypracowany w pocie czoła (slang) • **Sweat Equity** (slang) • Ukryta, lecz realna wartość, jaką dla *małego i średniego przedsiębiorstwa* przedstawiają skumulowane efekty pracy i umiejętności jego właściciela (w odróżnieniu od inwestycji kapitałowych w postaci środków pieniężnych lub *aktywów*). Choć wartość taką trudno jest zmierzyć, dla kredytodawcy lub inwestora bywa ona cenna, ponieważ oznacza zdolność i motywację do generowania zysków, wynikającą z osobistego zaangażowania właściciela w sukces firmy.

Kapitał wysokiego ryzyka • **Venture Capital** • Kapitał wysokiego ryzyka, zazwyczaj zapewniany w formie kapitału własnego akcjonariusza, używany do sfinansowania nowych spółek, lewarowanych przejęć, przełomów technologicznych

i innych ryzykownych propozycji inwestycyjnych. Może pochodzić z funduszy lub od poszczególnych aniołów biznesu. W obliczu takiego *stopnia akceptacji ryzyka* docelowe zwroty muszą być wysokie (np. 30–50% rocznie) i zwykle generowane są w średnim okresie 5–7 lat. Korzyści uzyskiwane są w momencie przejścia do kolejnego etapu rozwoju (np. wykupu lub wejścia na giełdę). Inne, mniej przypadkowe inwestycje są odpisywane w straty lub zbywane. Często korzystający z kapitału wysokiego ryzyka przyjmują aktywne podejście do *zarządzania* w celu ochrony własnych interesów i zapewnienia praktycznej wiedzy. Działania z zastosowaniem kapitału wysokiego ryzyka zazwyczaj są prowadzone na chybił trafił. Mają one na celu raczej uśrednienie historii portfela. Typowy portfel bywa mieszanką „niewypałów", „wielkich gwiazd" (przynoszących nadzwyczajne zyski, gdy zgarnia się całą pulę, zwanych również „śliwkami", co jest odnośnikiem do oznaczeń w automatach do gry) oraz „żywych trupów" (funkcjonujących, lecz przynoszących zyski mniejsze od spodziewanych). Takie rezultaty sprawiają, że działania z wykorzystaniem kapitału wysokiego ryzyka są ekscytujące i wymagają kreatywności, obycia w handlu, zdolności do rozsądnej oceny i tolerowania wysokiego ryzyka. Nie chodzi jednak o stawianie na zwariowane pomysły. Zważywszy, że istotą przedsiębiorczości jest tworzenie zdarzeń, wykorzystujący kapitał wysokiego ryzyka są wybredni, jeśli chodzi o dokonywanie wyborów (patrz niżej). Zdrowe źródło kapitału wysokiego ryzyka jest niezmiernie ważne dla dynamiki gospodarki. Jego silna obecność w USA spowodowała, że gospodarka potrafi zapewnić *dostęp do kapitału*. Patrz również *fundusz/firma typu private equity.*

Igła w stogu siana

Według moich obliczeń, przez ostatnie 30 lat przeglądałem średnio jeden biznesplan dziennie, czyli około 300 rocznie [...] [mimo to] mogę zainwestować jedynie w jeden czy dwa, z czego prawie połowa nie osiąga spodziewanych wyników. Problem z tymi spółkami rzadko polega na błędnej strategii. Dobre pomysły i dobre produkty pojawiają się często. Dobre wykonanie i dobre zarządzanie – słowem: dobrzy *ludzie* – są rzadkością. Czekam na przedsiębiorcę, który będzie umiał zarządzać. Konwencjonalne kierownictwo nie jest wystarczająco zorientowane na ryzyko, by odnieść sukces w nowym przedsięwzięciu, podczas gdy przedsiębiorca bez zmysłu menedżerskiego jest tylko kolejnym orędownikiem nowego produktu.

Arthur Rock *Strategy vs. Tactics from a Venture Capitalist*,
„Harvard Business Review", listopad-grudzień 1987

Kapitałowe i niekapitałowe systemy emerytalne (konsekwencje finansowe) • Funded vs. Unfunded Pension Plans (Financial Implication) • Emerytury (lub „systemy emerytalne") wymagają przyszłych wypłat gotówkowych przez finansującego, określanego mianem „sponsora" (zwykle jest to przedsiębiorstwo lub państwo), osobom uprawnionym (emerytom). Systemy emerytalne mogą być skonstruowane na wiele sposobów, z tym że podstawowym rozróżnieniem jest przyjęcie formuły zdefiniowanej składki wnoszonej do funduszu lub zdefiniowanego świadczenia należnego na podstawie zobowiązań umownych. W tym drugim wypadku występuje dalsze rozróżnienie na systemy „kapitałowe" (pieniądze są odkładane na późniejsze wypłaty) oraz „niekapitałowe" (wypłaty są dokonywane bezpośrednio przez sponsora):

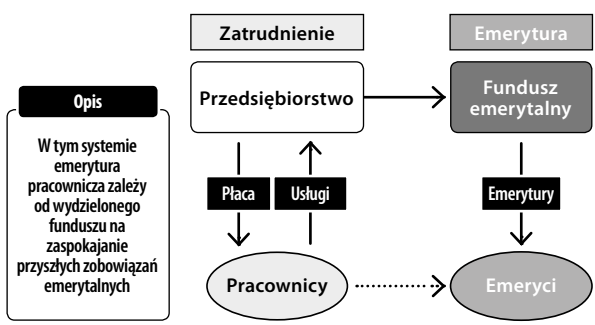
<table>
<tr><th colspan="3">Systemy emerytalne</th></tr>
<tr><th>Zdefiniowane składki</th><th colspan="2">Zdefiniowane świadczenia</th></tr>
<tr><td rowspan="2">◆ Płatności oparte na środkach w funduszu
◆ Zyski z inwestycji mają wpływ na wielkość funduszu
◆ Emerytury często „przenośne"
◆ Popularne w firmach prywatnych
◆ Interesujące dla uprawnionych</td><td colspan="2">◆ Płatności oparte na uzgodnionej formule
◆ Zwykle funkcja ostatnich poborów i stażu pracy
◆ Wartość bieżąca netto przyszłych zobowiązań jest niepewna</td></tr>
<tr><td>Kapitałowe</td><td>Niekapitałowe</td></tr>
<tr><td></td><td>◆ Zobowiązania przedpłaty</td><td>◆ Płatności na zasadzie „pay as you go"</td></tr>
</table>

Wszystkie systemy ze zdefiniowaną składką są z definicji „całkowicie kapitałowe", czyli pieniądze są z góry odkładane przez sponsora i/lub beneficjentów na przyszłe wypłaty. Zobowiązania sponsora kończą się na wpłaceniu pieniędzy do funduszu. Wypłaty są funkcją tego, ile jest „w puli", czyli składek wnoszonych do funduszu oraz zysków z zainwestowanych pieniędzy. W przypadku systemów ze zdefiniowanym świadczeniem emerytom gwarantowane są przyszłe płatności zgodnie z przyjętą formułą emerytury (np. iloczyn określonego procenta otrzymywanej pensji i liczby lat pracy). To sprawia, że przyszłe płatności są z natury rzeczy niepewne. Ostateczny koszt systemu ze zdefiniowanym świadczeniem zależy od rezultatów aktuarialnych (np. długość życia), rynkowych (np. poziom płac) i finansowych (np. zyski z inwestycji). Są dwie opcje wypełnienia przyszłych zobowiązań dotyczących świadczeń (zależnie od mających zastosowanie wymogów prawnych). Pieniądze można albo odkładać z góry i inwestować („kapitałowy" system ze zdefiniowanym świadczeniem) lub też mogą być wypłacane w odpowiednim czasie przez pracodawcę („niekapitałowy" system ze zdefiniowanym świadczeniem). Częstym wariantem jest częściowa wypłata z funduszu kapitałowego, a pozostała część zobowiązania

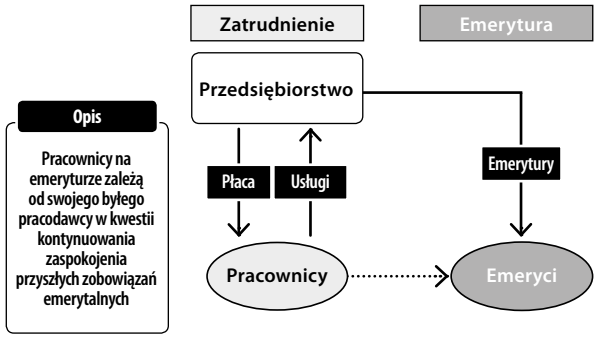
jest uzupełniana w przypadku oczekiwanych czasowych niedoborów. Zagadnienia związane z rachunkowością obliczania i obowiązkami informacyjnymi dotyczącymi emerytur są skomplikowane i stanowią problem same w sobie (patrz *Kompendium terminów z zakresu rachunkowości po polsku i angielsku*). Z finansowego punktu widzenia systemy emerytalne niosą szereg konsekwencji:

- Oszczędzanie na emeryturę staje się coraz bardziej istotne, ponieważ ludzie żyją dłużej. To z kolei ma konsekwencje dla finansów osobistych i stopy oszczędności w okresie aktywności zawodowej;
- W przypadku przedsiębiorstw systemy emerytalne ze zdefiniowanym świadczeniem przynoszą nieokreślone ryzyka („koszty zobowiązań przeszłych"), które mogą wystawić na szwank długoterminową zdolność utrzymania się na rynku;
- Ze względu na wysoką wiarygodność państwa finansują wiele niekapitałowych systemów emerytalnych na zasadzie „pay as you go". To jednak stawia problem międzypokoleniowy młodych płacących na rzecz starszych;
- Sponsorzy mają *obowiązek powiernika* zarządzać aktywami systemu kapitałowego ostrożnie, ale mądrze;
- Prawdziwy koszt ekonomiczny emerytury to zmiana bieżącej wartości netto przyszłych zobowiązań po odjęciu zmiany wartości godziwej aktywów kapitałowych. W przypadku finansowej sprawozdawczości przedsiębiorstw zasady rachunkowości zwykle pozwalają na wygładzenie sprawozdania dotyczącego kosztów emerytalnych. Dla dokładnej oceny rzeczywistego obciążenia systemem emerytalnym i prawdziwego zakresu zobowiązań może być potrzebne dokonanie korekty analitycznej przez analityków papierów wartościowych.

Kapitałowy system emerytalny



Niekapitałowy system emerytalny



Karma dla kur (slang) • **Chicken Feed** (slang) • Potoczne określenie stosunkowo małej, nieistotnej sumy pieniędzy. Jest tak skromna, że zostaje uznana za trywialną. Oczywiście, wszystko zależy od stanu posiadania. To, co w pojęciu bogacza może oznaczać „karmę dla kur", dla głodnego może być obiadem z dwóch dań.

Nie ma sprawy

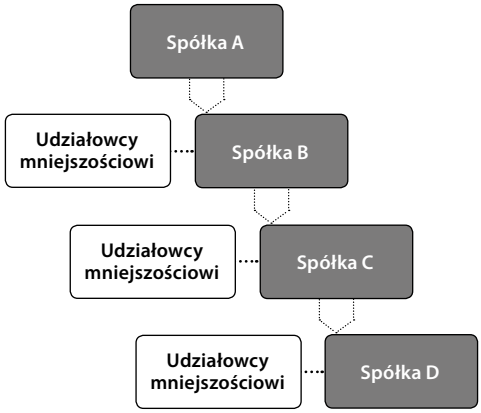
Pytanie: Wojna w Iraku może kosztować 90 miliardów dolarów. Czy to zaszkodzi kruchej gospodarce USA?
Odpowiedź: Nie chcę tego mówić, ale 90 miliardów dolarów to **karma dla kur**.

Rozmyślania na temat podstaw ekonomicznych wojny w Iraku
Stanleya Hartta, kanadyjskiego bankowca inwestycyjnego
i byłego wiceministra finansów,
cytat z „Maclean's Magazine", 31 marca 2003

Kasa podręczna • **Petty Cash** • Niewielki zapas środków pieniężnych (w banknotach i monetach) trzymany poza rachunkiem bankowym na potrzeby doraźnych wydatków.

Kaskadowanie • **Cascading** • Wykorzystywanie jednostek powiązanych w celu kontrolowania spółek będących przedmiotem inwestycji, przy jednoczesnej minimalizacji kapitału zaangażowanego. Praktyka „kaskadowania" jest zgodna z prawem, aczkolwiek wiele organów regulujących rynek giełdowy odnosi się do niej krytycznie. Komplikuje ona strukturę akcyjną, ograniczając jej przejrzystość, co często jest niekorzystne dla *udziałowców (akcjonariuszy) mniejszościowych.*

Kaskadowanie



Katalizator kapitału wysokiego ryzyka (żargon stosowany w USA) • **Venture Catalyst** (USA vernacular) • Branża usługowa, która powstała w Dolinie Krzemowej w USA i zajmuje się pomocą nowym firmom w zdobywaniu *kapitału wysokiego ryzyka*. Działania takie mogą wiązać się z poszukiwaniem inwestorów (często poprzez dostęp do funduszów wysokiego ryzyka), partnerów i klientów. Czasami firmy są po prostu zbyt małe, by przyciągnąć uwagę inwestorów dostarczających kapitał wysokiego ryzyka lub potrzebują praktycznych porad i wskazówek w sprawach finansowych. Firmy – katalizatory kapitału wysokiego ryzyka – starają się odegrać taką właśnie rolę. W zamian za usługi pobierają opłatę, często w postaci akcji.

Klasa aktywów • **Asset Class** • Rodzaj inwestycji, np. akcje, obligacje, nieruchomości, urządzenia, metale szlachetne, instrumenty pochodne lub gotówka. Aktywa w obrębie jednej klasy zwykle wykazują podobne cechy inwestycyjne, zachowują się podobnie na rynku oraz podlegają tym samym prawom i przepisom. *Model wyceny aktywów kapitałowych* prawdopodobnie samoistnie przychodzi na myśl w przypadku klas aktywów, ponieważ rozróżnia on stopień korelacji między zwrotami z inwestycji a wynikami rynku według ich wskaźników „beta" (czyli stopnia ryzyka z nimi związanego w porównaniu do ogólnego poziom giełdowego).

Klasa inwestycyjna • **Investment Grade** • *Ocena wiarygodności kredytowej* określająca ją na odpowiednio wysokim poziomie, kwalifikująca *obligacje* jako odpowiednie dla konserwatywnych i *ostrożnych* inwestorów, zwykle *inwestorów instytucjonalnych*, takich jak *fundusze emerytalne* i firmy *ubezpieczeniowe*.

Najpowszechniejszą oceną jest „Baa3" (Moody's), „BBB-„ (Standard & Poor's) oraz „BBB-" (Fitch). Klasyfikowane jako odpowiednie są wyłącznie papiery dłużne z co najmniej tak wysokim ratingiem. W większości krajów regulatorzy rynków kapitałowych jasno określają, że instytucje finansowe podlegające regulacjom powinny trzymać w swoich portfelach tylko instrumenty dłużne klasy inwestycyjnej. Jeśli instrument zostanie zdegradowany do statusu „klasy nieinwestycyjnej", jego cena często dramatycznie spada, ponieważ instytucje rzucają na rynek posiadane pakiety tych papierów.

Witamy w klubie

[Po raz pierwszy ze statusem **klasy inwestycyjnej**] Brazylia dołączyła do klubu najbardziej szanowanych krajów, uważanych za poważne i z silną gospodarką.

Minister finansów Brazylii Guido Mantega,
cytat z „International Herald Tribune", 2 maja 2008, s. 15

Klasa spekulacyjna • **Ocena spekulacyjna** • **Speculative Grade** • Rating, który wskazuje na dużą liczbę wątpliwości co do zdolności przedsiębiorstwa do spłaty zadłużenia. Choć może nie dochodzić do naruszenia warunków umowy, wyniki działalności firmy są słabe i można spodziewać się niedoborów w przepływach środków pieniężnych. Przeciwieństwo *klasy inwestycyjnej*.

Klauzula dziadka (żargon) • **Grandfather Clause** (vernacular) • Zastosowanie starych zasad prawa (które służyły naszym dziadkom) w dzisiejszych czasach.

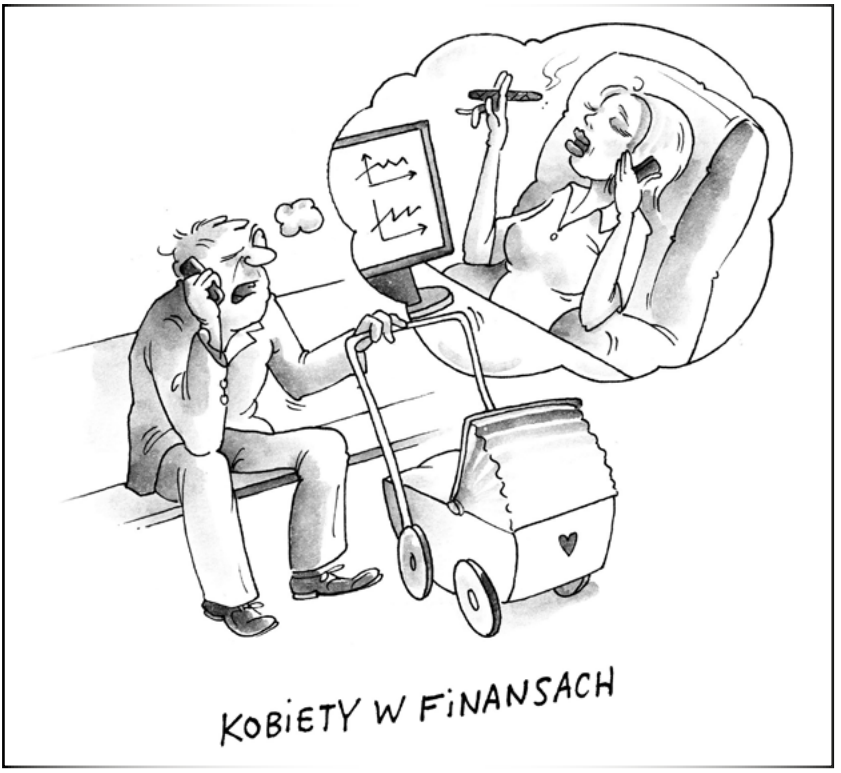
Klauzula o zakazie konkurencji • **Non-competition Covenant** • **Non-compete Clause** • Jedna ze stron umowy zobowiązuje się nie prowadzić działań konkurencyjnych wobec drugiej strony. Zazwyczaj tego rodzaju zobowiązanie ogranicza się do określonego rynku, okresu czasu bądź regionu geograficznego. W normalnych warunkach umowa o zakazie konkurencji byłaby niezgodna z prawem, jest jednak dopuszczalna w wypadku przejęcia, kiedy firma przejmująca nie chce dopuścić do sytuacji, w której sprzedawca otwiera nowy sklep tuż za rogiem. Dla sprzedawcy zakaz konkurencji wiąże się z rekompensatą za koszt utraconych korzyści w postaci utraconych przyszłych dochodów. Klauzula o zakazie konkurencji jest często dodawana do umów zatrudnienia na wysokich szczeblach wykonawczych. Jeśli dana osoba zdecyduje się odejść, nie może pracować dla konkurencji.

Klauzula przymusowego zakupu (żargon) • **Shotgun Clause** (vernacular) • Klauzula w umowie kupno-sprzedaż, z której korzystają strony przedsięwzięcia handlowego (np. spółka typu *joint venture* lub spółka osobowa), dająca jednej lub kilku ze stron możliwość wyjścia po uczciwej cenie. Zgodnie z umową kontraktową wyznaczeni udziałowcy w kapitale mają prawo oferować swoje pakiety innym wyznaczonym inwestorom za ustaloną cenę. Jest to podobne do *opcji sprzedaży*, z wyjątkiem tego, że druga strona ma prawo odrzucić ofertę o ustalonej cenie. Jednakże taka odmowa kupna pakietu drugiej strony zobowiązuje do sprzedaży pakietu udziałów stronie oferującej za tę samą ustaloną cenę. W ten sposób tworzy się *opcja kupna*, tzn. prawo kupna. W istocie jeśli cena jest uznana za zbyt wysoką, wówczas zrozumiałe jest, że strona odmawiająca jest skłonna sprzedać. Taki mechanizm uniemożliwia udziałowcom pozostającym w przedsięwzięciu wyzyskanie strony, która chce wycofać się z interesu. Jednocześnie zapobiega sytuacji, w której udziałowiec zmuszony jest do wykupienia innego udziałowca za nieuczciwą cenę. Klauzula przymusowego zakupu tworzy więc rynek wewnętrzny dla inwestycji nieposiadającej rynku zewnętrznego. Angielski termin odwołuje się do dubeltówki ze względu na dwuetapowość operacji: czyli jeden strzał po drugim.



Klątwa zwycięzcy • **Winner's Curse** • Niesprzyjające okoliczności polegające na zaangażowaniu się w wojnę przetargową, zaoferowaniu zbyt dużej sumy i przepłacenie za zakup. Obawa przed klątwą zwycięzcy jest jednym z powodów, dla których emisje papierów wartościowych, w szczególności w *pierwotnej ofercie publicznej*, muszą być wyceniane poniżej wartości: niedoinformowani inwestorzy potrzebują motywacji, by zwalczyć wątpliwości (że przepłacą). Klątwa zwycięzcy to także powszechne zagrożenie w przypadku *fuzji* i *przejęć.* Jeśli kupujący od samego początku przepłacił, trudno będzie sprawić, by przejęcie stało się komercyjnie atrakcyjne. Ponadto, zgodnie z nowymi standardami rachunkowości MSSF, znaczne przepłacenie może skutkować poważnym przeszacowaniem wartości firmy (które z kolei wynika z wysokich cen), o ile wystąpiło późniejsze *pomniejszenie wartości firmy.* Patrz również *gorączka handlowa.*

Kobiety w finansach • **Women in Finance** • Ogólnoświatowym trendem w finansach jest większy udział kobiet w rynku pracy. Ułatwia to rozwój technologii i stanowisk usługowych w nowoczesnej gospodarce. Na przykład w USA pracuje prawie tyle samo kobiet co mężczyzn (nie uwzględniamy niepłatnej pracy w domu). Jak sobie radzą kobiety w działalności finansowej?



Wydaje się, że raczej dobrze, zwłaszcza biorąc pod uwagę, że mogą mieć wrodzoną przewagę. Badania pokazują, że firmy amerykańskie z większą liczbą kobiet w kadrze kierowniczej mają wyższy zwrot z kapitału (Catalyst Consulting). Kobiety są zdolne rozważnie podejmować lepsze decyzje inwestycyjne niż mężczyźni (strona internetowa Digital Look). Istnieje mniejsze prawdopodobieństwo, że kobiety będą „spijać śmietankę" (nadużywać okazji inwestycyjnych) lub zbytnio zaangażują się w ryzykowne inwestycje (Merrill Lynch). Źródło: *A guide to womenomics* w „The Economist", 15 kwietnia 2006, s. 73–74.

Kolejność dziobania (w strukturze kapitału) • Teoria „hierarchii" struktury kapitałowej • Pecking Order Theory of Capital Structure • Pogląd, że istnieje preferowana kolejność wyboru różnych źródeł kapitału długoterminowego. Firmy dążą do odpowiedniego wyboru i uciekają się do stosunkowo droższego kapitału tylko wtedy, gdy mają zbyt dużą dźwignię finansową (tj. są niedokapitalizowane) lub są w dobrej sytuacji (tj. mają przed sobą lukratywne projekty).

Miejsce	Źródło	Uzasadnienie
1	Zatrzymane zyski	◆ Nie ma kosztów emisji ani udziału strony trzeciej; szybko
2	Dług	◆ Niski kupon odsetkowy; koszt zmniejszający dochód do opodatkowania; szybko; dostosowany okres zapadalności
3	Nowy kapitał	◆ Wysoki koszt kapitału; koszty emisji; rozwodnienie kapitału; zabiera czas

Powyższa hierarchia zależy od utrzymywanej optymalnej struktury kapitałowej, która minimalizuje *średni ważony koszt kapitału*, co z kolei odzwierciedla optymalną relację między zadłużeniem o niskim koszcie a podwyższonym ryzykiem niewypłacalności wynikającym z zadłużenia.

Kolorowanie (forma czerpania korzyści z informacji poufnych) (slang) • **Color** (slang) • Wykorzystywanie przez zarządzających aktywami schematów działania klientów dla uzyskania dodatkowego zysku, poprzez handel „na boku". Na przykład makler może wiedzieć, że wielki fundusz zwykle kupuje partiami (aby nie wywołać ruchu cen). Po realizacji pierwszego zlecenia makler może kupić akcje, wiedząc, że fundusz wróci z kolejnym zleceniem na dany walor, i tym samym podbije nieco cenę. Ta metoda stosowana jest tylko w subtelny sposób. Jeśli wykorzystuje się ją nadmiernie i otwarcie, makler może narazić się na zarzut *ustawiania się*, co jest nielegalne. Jako że firmy z Wall Street są mocno zaangażowane w wielkowolumenowe transakcje, ich dostęp do

lepszych informacji o klientach może być łagodną i nieszkodliwą formą *wykorzystywania informacji niejawnych.*

Komisja Nadzoru Finansowego • KNF • Financial Supervision Authority (Polish) • KNF jest połączonym organem rządowym odpowiedzialnym za *regulację sektora finansowego* w Polsce. Powstała w 2006 roku w celu konsolidacji nadzoru funduszy emerytalnych i obrotu papierami wartościowymi (patrz *Komisja Papierów Wartościowych i Giełd*) i w 2008 roku rozszerzyła swoją działalność na regulacje i nadzór nad sektorem bankowym. Uprawnienia KFN są zarówno szerokie, jak i głębokie. Komisja jest po części „cerberem" działającym w interesie konsumentów, chroniąc interesy uczestników rynku. Jej zadaniem jest też zapewnienie sprawnego działania rynków kapitałowych poprzez uporządkowanie i transparencję obrotów na rynku. Wspólnie promują one zaufanie zarówno do rynków kapitałowych, jak i instytucji finansowych koniecznych dla istnienia zdrowego sektora finansowego. Powstanie KNF nie obyło się bez kontrowersji. Działalność istniejących wcześniej instytucji była oceniana bardzo pozytywnie. W przypadku sektora bankowego 75% aktywów należy do wielkich międzynarodowych graczy; najprawdopodobniej są one już wystarczająco dobrze regulowane i gotowe przyjść z pomocą swoim spółkom zależnym w razie kryzysu. Tak więc powstały podejrzenia (prawdopodobnie nie do uniknięcia), że majstrowanie przy dobrze działającym mechanizmie było motywowane bardziej polityką niż względami ostrożności. Co więcej, pokusa dla regulatorów, by ingerować w działanie zdrowego wolego rynku w imię egzekwowania autorytetu, może łatwo zostać nadużyta, gdy superregulator, jak KNF, wyposażony jest w jeszcze większą władzę. Zatem po co tworzyć superregulatorów? Integrowanie regulatorów pod jednym dachem ma zarówno zalety, jak i wady. Zasadniczą zaletą jest możliwość zajmowania się ryzykami systematycznymi, które są nie do uniknięcia, i unikanie podziałów administracyjnych na odizolowane od siebie „działki" (oraz niebezpieczeństwa, że coś znajdzie się na polu niczyim). Pod tym względem KNF przypomina brytyjski szanowany urząd *Financial Services Authority.* Wadą jest utrata zdrowej dywersyfikacji, a nawet niebezpieczne pokrywanie się obowiązków, jak w przypadku systemu amerykańskiego. Kilku regulatorów pomaga w stworzeniu pełnej ochrony regulacyjnej, przy czym przyjacielskie relacje regulatora z podmiotem regulowanym skutkują bezkrytycznym nadzorem. Także brak specjalizacji i skupienie się na jednym temacie – czy rzeczywiście jeden regulator jest w stanie zrozumieć, co się dzieje? Ilu ludzi jest wystarczająco dobrze wykwalifikowanych, by wykonać pracę w nadzorowanych firmach? Idealny model regulacji dopiero trzeba opracować. *Kryzys kredytowy lat 2007–2009* był dla wszystkich lekcją pokory. Męczący, biurokratyczny regulator może przez swoją nadmierną ingerencję zatkać

zdrowy system. Co gorsza, może wprowadzić fałszywe poczucie bezpieczeństwa (np. „Zaufanie to uczucie, którego doznajesz, gdy nie do końca rozumiesz sytuację"). Z drugiej strony, tolerancyjny, niewymagający regulator może doprowadzić do tego, że „zwierzęce instynkty" niekontrolowanej konkurencji wymkną mu się spod kontroli na szkodę ogółu. Tak jak na innych rynkach, także w Polsce otoczenie regulacyjne ewoluuje, starając się znaleźć właściwą równowagę pomiędzy „podejściem nieinwazyjnym" a „ręcznym sterowaniem", którego wymaga porządna regulacja.

Przewaga konkurencyjna

W przeciwieństwie do większości krajów Polska nie musiała ratować żadnej finansowej instytucji, korzystając z pomocy bezpośredniej z kieszeni podatników. Jednakże przed nami stoją nowe wyzwania. Spodziewane spowolnienie gospodarcze i zawirowania na światowych rynkach finansowych będą wymagały wielkich wysiłków w celu trzymania właściwego otoczenia dla bezpiecznego funkcjonowania rynku finansowego w Polsce. Naszym celem będzie zapewnienie, że stabilność naszego systemu finansowego pozostanie zdecydowaną przewagą polskiej gospodarki.

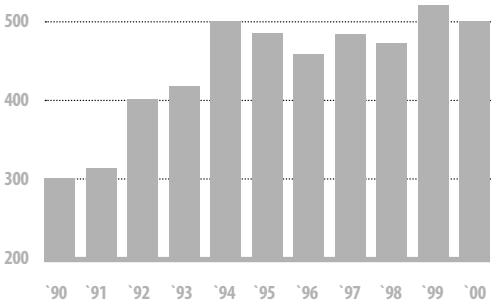
Stanisław Kluza, przewodniczący KNF,
Sprawozdanie z działalności, 2008, s. 6

Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (w Polsce) • **KPWiG** • **Securities and Exchange Commission** (in Poland) • Finansowy regulator, który regulował, monitorował i kontrolował sprawozdawczość spółek giełdowych, efekty działalności biegłego rewidenta oraz obrót *papierami wartościowymi* na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Naczelnym celem KPWiG była ochrona interesu publicznego poprzez zapewnienie *przejrzystości*, efektywności i uczciwości *rynków kapitałowych*. Polska Komisja była ogólnie uznawana za jedną z najbardziej efektywnych w obrębie *rynków przejściowych* Europy Środkowej. Mimo tej dobrej reputacji KPWiG została włączona do Komisji Nadzoru Finansowego, superregulatora, gdzie w jednej instytucji połączono funkcje nadzoru nad obrotem papierami wartościowymi, ubezpieczeniami, funduszami emerytalnymi i bankowością.

Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (w USA) • **Securities and Exchange Commission** (in USA) • **SEC** • Działający w USA organ

regulujący, którego zadaniem jest monitorowanie i kontrola sprawozdawczości finansowej jednostek gospodarczych, działalności biegłego rewidenta oraz obrotu *papierami wartościowymi* na amerykańskich giełdach publicznych. Choć SEC liczy się z opiniami organów takich jak Rada ds. Standardów Rachunkowości Finansowej (FASB), posiada ona również znaczące uprawnienia we własnym imieniu. Przede wszystkim rygorystycznie pełni funkcję nadzorującą na rynku kapitałowym USA, który jest największym tego rodzaju rynkiem na świecie. Nadrzędnym celem przyświecającym działalności SEC jest ochrona interesu publicznego poprzez zapewnienie jawności danych oraz efektywności i rzetelności rynków kapitałowych. Komisja, utworzona w latach 30. XX wieku w reakcji na załamanie rynku giełdowego, stała się wzorem dla innych krajów, także dla Polski.

SEC
Liczba spraw zgłoszonych SEC w związku z naruszeniem prawa w USA



Źródło: Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, „The Economist", 12 maja 2001

Wyobcowani

W ostatnich latach mało znaczące wydarzenia, takie jak spotkanie przewodniczącego **SEC** z tą grupą, nabrały nowego wydźwięku, a nawet ryzyka w sensie fizycznym. Agencja, którą mam zaszczyt kierować, nie zawsze była miła i wyrozumiała dla księgowych, a przedstawiciele profesji biegłych rewidentów z kolei nie zawsze mieli do powiedzenia o nas miłe rzeczy. W którymś momencie księgowi zaczęli się bać rozmów z **SEC**, a **SEC** wydawała się niechętnie słuchać przedstawicieli tej profesji.

Fragmenty przemówienia przewodniczącego SEC na zjeździe AICPA w 2001 roku, cytowane w *Conspiracy of Fools (Spisek głupców)* Kurta Eichenwalda, 2005, s. 544

Kompendium • **Compendium** • Sam ten termin nie ma nic wspólnego z rachunkowością czy finansami (choć ma pewien związek etymologiczny z ideą „zysku"), ale chyba jest właściwym określeniem tego, co Czytelnik trzyma w rękach. Kompendium jest zbiorem usystematyzowanych informacji z określonej dziedziny wiedzy. Różni się od słownika (łac. „dictionarium"), będącego wykazem wyrazów z objaśnieniami, i glosariusza (łac. „glossarium"), objaśniającego trudniejsze specjalistyczne terminy. Źródłosłów: z łacińskiego „com" = 'razem' i „pendere" = 'ważyć', co następnie przekształciło się we włoskie słowo oznaczające zysk lub oszczędności – może dzięki zastosowaniu jako źródło odniesienia?

Ziarno prawdy

Natknąłem się na książkę, której wcześniej nie zauważyłem, wolumin octavo w popękanej oprawie. Było to ***Kompendium*** Gravinsky'ego, używane na studiach najczęściej w charakterze zwyczajnego bryku […] Kompilator przekopał się przez wszystkie monografie, protokoły ekspedycji, prace urywkowe i tymczasowe doniesienia, nawet wyjątki z przypadkowych komentarzy. Dał katalog przeładowany lapidarnością sformułowań, przechodzących nieraz w trywialność, zagubiwszy subtelną zawiłość myśli, jakie im patronowały […] Całe to rozstrzelone we wszystkich kierunkach bogactwo myślowe sprawiało wrażenie, że któraś z hipotez musi po prostu być słuszna, że tysiące przywołanych hipotez muszą zawierać jakieś ziarno prawdy, że niemożliwe jest, aby rzeczywistość była całkiem odmienna.

Sanisław Lem *Solaris*, 1961

Kompensowanie należności • **Netting (Settlement and Clearing)** • Zasada realizacji rozliczeń i rozrachunków stosowana przez izby rozrachunkowe, polegająca na przekazywaniu środków pieniężnych dopiero po zaksięgowaniu wszystkich płatności za dany okres. Wiele z nich znosi się wzajemnie, zmniejszając sumę i częstotliwość transferu funduszy.

Kompleksowa analiza (inwestora) • **Due Diligence (Investor's)** • Proces wykorzystywany do gruntownego przeanalizowania, zbadania i ocenienia możliwości zawarcia transakcji. Ponieważ jest on drogi, czasochłonny i może dotyczyć poufnych informacji, zwykle przeprowadza się go po tym, jak strony

potencjalnej transakcji osiągnęły wstępne porozumienie, którego zakończenie zależy od ceny ostatecznej i gruntownego przemyślenia faktów. Tradycyjnie przeprowadzenie kompleksowej analizy ekonomiczno-finansowej stanowiło koncepcję formalną w ramach amerykańskiego prawa o papierach wartościowych z konsekwencjami prawnymi w razie nieprawidłowości. Na przykład asekuratorzy specjalizujący się w *kredytach* czy akcjach musieli upewnić się, że prospekty emisyjne były kompletne i rzetelne. Podobnie transakcja fuzji i przejęcia wymagała od zarządu nabywcy zapewnienia udziałowców, że naprawdę rozumieją działanie docelowego przedsiębiorstwa i jego wycenę. Kompleksowa analiza ekonomiczno-finansowa zakłada dyscyplinę w wyborze faktów i *analizie finansowej.* Istota kompleksowej analizy ekonomiczno-finansowej polega na tym, że wiele istotnych czynników, takich jak kompetencje zarządu, pozycja rynkowa, strategia, relacje umowne, niekoniecznie są odzwierciedlone w sprawozdaniach finansowych. Kompleksowa analiza ekonomiczno-finansowa zwykle też pociąga za sobą potrzebę dokumentowania wniosków. Termin ewoluował również w kierunku bardziej nieformalnym, obejmując szeroki zakres transakcji.

Służących sześciu

Służących sześciu człowiek ma.
Dzięki nim wie, co wie.
Zwą się: Dlaczego, Co, Jak,
Kiedy, Kto i Gdzie.

Fragment wiersza
Służących sześciu
Rudyarda Kiplinga

Kompletnie spłukany (slang) • **Flat Broke** (slang) • Być całkowicie bez pieniędzy, bez grosza, bez środków do życia. Na przykład: „Nie mogę ci pomóc, jestem kompletnie spłukany". Patrz też *do góry burtą.*



Komunikat spółki • **Management Information Circular** • Formalny, pisemny komunikat wysłany do *akcjonariuszy* spółki przez jej *zarząd* w celu poinformowania o dużej transakcji (połączenie, restrukturyzacja, reorganizacja itp.) wymagającej zazwyczaj zatwierdzenia akcjonariuszy podczas *walnego zgromadzenia akcjonariuszy*.

Koncesja (handlowa) • **Licencja** • **Licences (Commercial)** • Przyznane jednej stronie, zwanej „koncesjonariuszem", podmiotowe prawo do prowadzenia działalności i wykorzystywania nazwy posiadanej lub kontrolowanej przez inną stronę, zwaną „licencjodawcą" lub „koncesjodawcą". Przyznanie takiego prawa jest zazwyczaj uzależnione od spełnienia przez koncesjonariusza określonych minimalnych standardów i/lub posiadania odpowiednich kwalifikacji. Zapłatą za korzystanie z licencji są opłaty licencyjne. Udzielanie koncesji służy kilku celom:

- informuje konsumentów, kto jest upoważniony do prowadzenia danej działalności lub wykorzystywania nazwy marki,

- daje koncesjonariuszowi dostęp do know-how i dostaw produktów oraz uczestnictwo w sieci franczyzowej,
- daje licencjodawcy możliwość szybszego rozwoju, ponieważ posiadacze licencji zazwyczaj przyjmują na siebie część kosztów inwestycji i ryzyka; licencjodawcy mogą również w ten sposób penetrować rynki, na które inaczej nie zdecydowaliby się wejść.

W niektórych przypadkach licencja/koncesja stanowić może *wartość niematerialną i prawną* w zakresie, w jakim umożliwia przedsiębiorstwu generowanie wyższego zysku.

Kondycja finansowa • **Financial Health** • Jakość sytuacji finansowej osoby lub firmy. Dla osób prywatnych oznacza dobrą pracę, możliwość gromadzenia oszczędności, budowania bogactwa poprzez program inwestycyjny. Dla firm oznacza zdolność do utrzymania się na rynku w warunkach panującej konkurencji. Z kolei to odnosi się do trwałości firmy, jej bezpieczeństwa, wiarygodności i zdolności generowania zysku. Prawdziwie zdrowa firma może sprostać swoim zobowiązaniom w wyznaczonych terminach (posiada odpowiednią płynność), utrzymuje właściwy poziom zadłużenia (jest w stanie uniknąć niewypłacalności), wypracowuje wartość dla udziałowców współmierną do poziomu ryzyka. Oczywiście pieniądze to nie wszystko, ale tak jak zdrowie fizyczne są konieczne, żeby żyć.

Kontrola

Twoja **kondycja finansowa** zależy od odpowiedzi na proste pytanie: jakie są twoje dochody? Zignoruj księgowych, analityków, maklerów, którzy podśmiewają się z twojej głupoty. To wygadani łotrzy, którym zależy na tym, by cię zdezorientować.

Shawn Tully *Don't Get Burned*
„Fortune", 18 lutego 2002, s. 28

Konflikt w stosunkach agencyjnych • **Agency Problem** • **Agent-Principal Problem** • Niepełna zgodność interesów pomiędzy *członkami zarządu* (działającymi jako przedstawiciele właścicieli) a *akcjonariuszami* przedsiębiorstwa. Konflikt taki prowadzić może do podejmowania decyzji i działań sprzecznych z interesami właścicieli. Przykładowo, zarząd – zamiast maksymalizować *stopę zwrotu* dla inwestorów – może dążyć do rozszerzania działalności firmy w celu podniesienia własnych wynagrodzeń i prestiżu. Problemem

tym zajmuje się koncepcja „niepełnych kontraktów", która zwraca uwagę na fakt, że choć zadaniem menedżera jest maksymalizacja zysków akcjonariuszy, zadanie to trudno jest ująć w kontrakcie menedżerskim i skutecznie wyegzekwować. Oczywiście akcjonariusze muszą darzyć „swoich" menedżerów pewną dozą zaufania, istnieje jednak szereg dostępnych środków w celu zaradzenia konfliktowi w stosunkach agencyjnych:

- efektywny *nadzór* sprawowany przez osoby reprezentujące interesy akcjonariuszy,
- stosowanie praktyki *przejrzystości ksiąg rachunkowych*, pozwalającej na dokładne zmierzenie *wyników* przedsiębiorstwa,
- niezależni biegli rewidenci, gwarantujący *rzetelne ujawnianie informacji*,
- system wynagradzania harmonizujący interesy własne menedżerów z interesami właścicieli,
- *inwestorzy instytucjonalni* i *strategiczni*, wywierający na zarząd presję w kierunku osiągania zadowalających wyników,
- otwarty rynek i wolny handel, zwiększające presję na przedsiębiorstwa krajowe z powodu wzrastającej globalizacji gospodarki.

Problem konfliktu w stosunkach agencyjnych jest istotny, jako że ogromna część gospodarki światowej znajduje się pod kontrolą zawodowych menedżerów, którzy są w dużej mierze niezależni od właścicieli zarządzanych przez nich przedsiębiorstw. Teoretycy twierdzą, że pozytywną rolę w eliminowaniu konfliktu w stosunkach agencyjnych odgrywa zadłużenie – narzucając dyscyplinę finansową przedsiębiorstwom spłacającym kredyty, prowadzi ono do wyeliminowania nadwyżek finansowych. Patrz również *tworzenie wartości dla akcjonariuszy.*

Konglomerat • **Conglomerate** • Duża korporacja zróżnicowana pod względem różnych i w dużej mierze niezwiązanych z sobą branż. Struktura większości konglomeratów to spółka holdingowa. Różni się on od korporacji międzynarodowej, która działa w różnych krajach, ale w jednej branży. Logika konglomeratów opiera się przede wszystkim na korzyściach wynikających z dywersyfikacji (choć jest to wątpliwe, ponieważ akcjonariusze mogą osiągnąć dywersyfikację w ramach własnych portfeli). Kolejnym argumentem mogłoby być wykorzystanie efektu synergii (czyli „całość jest większa niż suma jej części składowych"), choć również tu pojawiają się wątpliwości, ponieważ różne branże rzadko mają wspólne cechy działalności. W konglomeratach prawdziwą korzyścią byłoby zarządzanie przez naprawdę mądrą, zlokalizowaną w centrali grupę kierowniczą. Pod pewnymi względami do tego właśnie dążą *fundusze typu private equity*, poza tym że ich celem jest wycofywanie się w określonym terminie. Często

podejrzewa się, że konglomeraty mogą być po prostu przejawem *konfliktu w stosunkach agencyjnych*, gdy kierownictwo oddaje się szaleństwu akwizycji (patrz *dywersyfikacja „na siłę”*). W sumie konglomeraty stają się coraz rzadszym gatunkiem na konkurencyjnych rynkach, które wymagają bardzo dobrych wyników i *tworzenia wartości*. Źródłosłów: z łacińskiego „con” = ‘zbierać’ + „glomus” = ‘bela przędzy’.

Konsensus prognoz • **Consensus View (Stock Market)** • Zbiorowa prognoza kwartalnych *zysków* na podstawie opinii grupy *analityków*, przy czym spółki często ujawniają wybrane *wskaźniki dla analityków*. Zdolność przedsiębiorstwa do „dostarczenia” rzeczywistych zysków zgodnie z konsensusem stanowi kryterium jakości zysku. W USA dużym przedsiębiorstwom udaje się to uzyskać w około 60% („Financial Times”, 17 kwietnia 2008, s. 21), aczkolwiek ten rezultat nie jest pewny. Konsensus prognoz zysku jest opracowywany m.in. przez First Call (www.firstcall.com).



Nazywanie rzeczy po imieniu

Analitycy, którzy mówią, że osiągnęli konsensus prognoz, tak naprawdę nic nie mówią.

Dyrektor ds. badań w Sanford Bernstein,
cytat z „Fortune”, 8 lipca 2002, s. 40

Konto zabezpieczające marżę • **Margin Account** • Konto maklera giełdowego, na którym akcje w obrocie są trzymane jako zastaw zabezpieczający pożyczkę brokerską dla inwestora, który korzysta z niej do zakupu akcji. Ponieważ makler fizycznie posiada akcje i może łatwo upłynnić je na rynku, aby spłacić pożyczkę, uważa się, że istnieje zwykle tylko minimalne ryzyko kredytowe pożyczkodawcy w wypadku płynnych, pozostających w aktywnym obrocie akcji (akcje niepłynne na płytkim rynku to inna kwestia). Pojęcie marży odnosi się do minimalnej sumy, która musi być utrzymywana na rachunku zabezpieczającym pożyczkę. I tak „marża 50%" oznacza, że pożyczka może mieć wysokość co najwyżej połowy wartości rynkowej akcji lub że oferuje zabezpieczenie 200%. Podczas gdy aktywa są często lewarowane, konta zabezpieczające marże są zwykle określane jako spekulacyjne. Na przykład z uwagi na ich szerokie wykorzystywanie w latach 20. uważano je za współodpowiedzialne za wielki kryzys z 1929 roku. Regulatorzy często określają minimalne wymagane marże w oparciu o wymogi ostrożnościowe i politykę w tym zakresie. Patrz również *wezwanie do uzupełnienia depozytu*.

Kontrakt na różnice kursowe • **Contract for Difference** • **CFD** • Umowa między dwiema stronami, K (kupującym) oraz S (sprzedającym), która stanowi, że S zapłaci K różnicę między aktualną wartością aktywów a ich wartością w czasie obowiązywania kontraktu. (Jeśli różnica jest ujemna, K wypłaci ją S). Kontrakt taki jest *akcyjnym instrumentem pochodnym* umożliwiającym użytkownikom *spekulowanie* na zmianach cen akcji bez konieczności posiadania samych akcji. Można zająć pozycję długą lub krótką. W przeciwieństwie do *kontraktów terminowych typu futures* kontrakty na różnice kursowe nie mają określonej daty wygaśnięcia ani wielkości kontraktu. Znajdują się w obrocie pozagiełdowym i są objęte marżą (zwykle około 10–15% wartości danych akcji).

Kontrakt terminowy typu forward • **Forward Contract** • Umowa zawierająca zgodę na zakup lub sprzedaż w przyszłości jakiegoś dobra, po ustalonej z góry cenie. Umowa kupna nazywana jest pozycją *długą*, a sprzedaży – pozycją *krótką*. Dzięki wcześniejszemu ustaleniu ceny kontrakt terminowy zmniejsza ryzyko związane z fluktuacją cen i jest w związku z tym narzędziem zabezpieczającym. Istnieją umowy terminowe dotyczące zarówno towarów, jak i instrumentów finansowych. Dla przykładu, nabywca towarów, których ceny wyrażone są w obcych walutach, może chcieć uzyskać pewność co do kursu i dostępności danej waluty. Jeśli rynki walutowe są odpowiednio rozwinięte, może on zawrzeć terminowy kontrakt zakupu dewiz przez znalezienie kontrahenta pragnącego zawrzeć terminowy kontrakt ich sprzedaży. (Oczywiście

zawsze istnieje możliwość nabycia walut na rynku transakcji natychmiastowych i zainwestowania ich do czasu realizowania płatności. Niestety wiąże się to z zamrożeniem kapitału). Kontrakt terminowy przedstawia ryzyko dla obu stron: niemożność lub niechęć kontrahenta do wywiązania się z postanowień umowy. Również wtedy, gdy bank działa na zlecenie swoich klientów, istnieje ryzyko terminowej transakcji walutowej.

Kontrakt terminowy typu futures • Futures Contract • Kontrakt terminowy, który jest zawierany na wyspecjalizowanej giełdzie ze standardowymi warunkami, rozliczeniami na rachunku marży i funkcją izby rozrachunkowej gwarantującą sprawne działanie rynku. Z powodu płynności wielu rynków terminowych rzeczywista dostawa przedmiotu umowy rzadko następuje; częściej pozycje są otwierane przez ponowne wejście na rynek. Główne rynki terminowe to:

- Frankfurt Eurex,
- Chicago Board of Trade (CBT),
- Chicago Mercantile Exchange (CME),
- London International Financial Futures Exchange (LIFFE),
- London Commodities Exchange (LCE),
- Deutsche Terminbörse (DTB),
- Paris MATIF.

Zawiera się kontrakty na produkty rolne, metale, towary oraz instrumenty finansowe. Rynek terminowy jest wykorzystywany albo do *spekulacji* (patrz *teksańskie transakcje zabezpieczające*), albo jako mechanizm zabezpieczający. W przypadku mechanizmu zabezpieczającego straty i zyski na rynku terminowym są równoważone asymetrycznymi przeszacowaniami na rynku dostaw natychmiastowych.

Kontrakty menedżerskie • Employment Contracts, Executive • Zarówno pracowników, jak i pracodawców wiążą pewne umowy, nawet jeśli jest to tylko opis stanowiska lub przepisy kodeksu pracy. Jednak fakt, że każda ze stron może taką umowę zerwać z krótkim wypowiedzeniem, sprawia, iż zatrudnienie jest dla większości z nas propozycją „jednorazową". Jednakże w przypadku członków kierownictwa najwyższego szczebla rekrutowanych spoza firmy (wolnych strzelców, a nie lojalnych pracowników, którzy wypracowali sobie awans w hierarchii firmy) kontrakty menedżerskie są często (zwłaszcza w USA) konieczne, by przyciągnąć najbardziej utalentowanych, tym bardziej jeśli firma rozpaczliwie potrzebuje silnych przywódców. W kontraktach takich największą

uwagę zwraca się na nagradzanie dobrych wyników (czyli formuły premii) oraz ochronę przed późniejszym rozstaniem się z pracownikiem (czyli pakiet odpraw). Choć kontrakty takie są całkowicie uzasadnione, należy zachować ostrożność w ich negocjowaniu, by nie doszło do *„gorączki handlowej"*. To czyni kontrakty menedżerskie problemem dla zasad *ładu korporacyjnego*. W związku z wysokimi wypłatami (w USA najbardziej rażące przykłady stanowili panowie: Orvitz z Walt Disney, Grasso z giełdy nowojorskiej oraz Nardelli z Home Depot) może dojść do nadużycia praw akcjonariuszy. Dzieje się tak zwłaszcza, gdy odchodzący menedżerowie osiągali faktycznie słabe wyniki w tworzeniu wartości dla akcjonariuszy, a mimo to odchodzili z milionowymi odprawami, zgodnie ze swoimi kontraktami.

Zachęta

Plotki o schyłku **kontraktów menedżerskich** są znacznie przesadzone. Dopóki trzeba podejmować działania mające zwabić najlepszych menedżerów z zajmowanych przez nich stanowisk, musisz zaproponować im jakiś rodzaj ochrony, aby się na to zgodzili – ekspert ds. wynagrodzeń kierowniczych.

Artykuł *Companies start shooting down the golden parachute* z „International Herald Tribune", 12 stycznia 2007, s. 10

Kontynuacja działalności przy ukrywanej utracie płynności • Wrongful Trading • Kontynuacja działalności i zwiększanie poziomu zadłużenia pomimo że zarząd wie, iż firma jest niewypłacalna i wobec tego pogrąża się coraz bardziej. Kontynuacja działalności przy ukrywanej utracie płynności jest zdefiniowana w większości ustaw upadłościowych, np. w Wielkiej Brytanii Insolvency and Company Directors' Disqualifications Act (Ustawa o niewypłacalności i odwoływaniu dyrektorów firm) z 1996 roku. Na zarząd oraz dyrektorów prawo nakłada obowiązek działania w interesie publicznym, który wykracza poza interes akcjonariuszy i wierzycieli. Niektóre prawa traktują kontynuację działalności przy ukrywanej utracie płynności jako oszustwo, które jest karalne. Postępowanie takie jest właściwe, może jednak skomplikować sanację przedsiębiorstw zagrożonych finansowo, ponieważ zarząd będzie naturalnie obawiał się kontynuacji działalności, jeśli działania w interesie publicznym nie pomogą. Rezultatem może być sytuacja, w której kontynuacja działania upadającej firmy przestanie mieć rację bytu, kiedy zarząd stwierdzi, iż lepiej będzie „uciec" od osobistego ryzyka. Patrz również *interesariusze*.

Konwersja przymusowa • **Forced Conversion** • Sytuacja, w której *zamienne papiery wartościowe* – np. obligacje lub akcje uprzywilejowane – zostają zamienione na udziały („wezwane") z inicjatywy emitenta. „Przymus" polega na tym, że posiadacz papieru wartościowego nie może zablokować transakcji (pomimo pozornego interesu, by dokonać konwersji, gdy ceny akcji rosną). Prawa takie są zwykle dopuszczalne w warunkach danego instrumentu, jeśli wartość rynkowa danej akcji znacznie przekracza cenę konwersji. (Jeśli cena rynkowa jedynie nieznacznie przekracza cenę konwersji, posiadacz obligacji może chcieć zatrzymać instrument, ponieważ cena akcji na tym poziomie może być chwilowa). Wymuszając konwersję, emitent eliminuje zadłużenie ze swojego bilansu bez konieczności angażowania gotówki, jednocześnie zwiększając kapitał własny.

Kopniak • **Premia** (żargon) • **Kicker** (vernacular) • Dodatkowa atrakcja lub korzyść towarzysząca transakcji w celu zwiększenia jej atrakcyjności jako potencjalnej inwestycji. „Kopniak" jest tutaj metaforą siły oddziaływania (analogicznie do kolokwialnego użycia słowa „kopniak" lub „kop" w znaczeniu „silna motywacja do zrobienia czegoś").

Korekta • **Market Correction** • Wyraźna zmiana trendu cenowego papieru wartościowego. Mimo że mogłoby to oznaczać ruch zarówno w górę, jak i w dół, zwykło się utożsamiać korektę z nagłym spadkiem cen. Pozytywne skojarzenie (np. „rozwiązać" problem) pochodzi z przegrzanego rynku powracającego do bardziej realnych poziomów. Zgodnie z *teorią rynku efektywnego* korekty na rynku powinny być rzadkie, ponieważ ceny akcji już i tak uwzględniają wszystkie informacje dotyczące cen.

Korekta rynku na giełdzie • **Correction, Stockmarket** • Eufemizm używany w odniesieniu do dużego (powiedzmy ponad 10%) i nagłego (powiedzmy w ciągu 1 miesiąca) spadku cen akcji spółki notowanej na giełdzie. Nazwa zawiera sugestię, że rozwiązuje się jakiś problem i że cena była w jakiś sposób niewłaściwa od początku, nadając pozytywny wydźwięk w gruncie rzeczy złym wiadomościom. Zakładając słuszność *teorii rynku efektywnego* (czyli że ceny akcji uwzględniają większość lub prawie wszystkie istotne informacje), korekty powinny być stosunkowo rzadkim zjawiskiem.

Korekta techniczna • **Technical Rally** • Nagłe wahanie cen akcji, które nie jest połączone ze zmianami wyników spółek, a wynika raczej z wewnętrznej dynamiki rynku. Na przykład akcje mogły osiągnąć *poziom oporu*. Ceny akcji wykazują też nerwową zmienność w miarę zbliżania się daty rozliczenia.

Korektę techniczną może wychwycić *analiza techniczna.* Patrz również *godzina cudów.*

Korporacja międzynarodowa • Multinational Corporation • MNC • Przedsiębiorstwo prowadzące działalność i inwestycje w więcej niż jednym kraju (w odróżnieniu od przedsiębiorstw krajowych, które eksportują produkty za granicę). Korporacje międzynarodowe to zazwyczaj przedsiębiorstwa bardzo duże i odnoszące sukcesy ekonomiczne (co nie jest przyczyną, lecz raczej skutkiem ich rozmiarów). Obok dodatkowych komplikacji, kosztów i ryzyka, jakie wiążą się z prowadzeniem działalności w obcym kraju, inwestowanie za granicą niesie ze sobą niewątpliwe korzyści:

Czynniki skłaniające przedsiębiorstwa do inwestowania za granicą

Czynnik	Przykłady
Wielkość rynku	◆ Rynek krajowy jest nasycony ◆ Znaną *markę* można łatwo przenieść na nowy rynek
Dostęp do rynku	◆ Ominięcie lokalnych barier wejścia na rynek ◆ Oszczędność na kosztach transportu
Koszty towarów i usług	◆ Dostęp do tanich/rzadkich surowców ◆ Wykorzystanie taniej siły roboczej
Kwestie własności	◆ Współwłasność (np. Shell) ◆ Dostęp do większej puli kapitału
Ryzyko	◆ Zdywersyfikowanie przychodów ◆ Wykorzystanie różnic w fazach cyklu gospodarczego na różnych rynkach

Korporacje międzynarodowe uważa się za pozytywne i efektywne siły działające na rzecz globalizacji, ponieważ dzięki nim różnorodne zasoby oraz technologie rozprowadzane są po całym świecie. Pozostają one poza wpływami rządowymi (co niekoniecznie jest złe), ale mogą zagrażać poczuciu tożsamości narodowej (proces, który nazwany został tworzeniem „McŚwiata"*) i są oskarżane o poświęcanie wartości humanistycznych na rzecz *zysku,* z pominięciem kwestii dotyczących odpowiedzialności społecznej. Wiele przykładów krytyki międzynarodowych korporacji to w istocie ukryte ataki na ideę konkurencyjnego wolnego rynku albo na konkretne kraje (szczególnie na USA, które są ojczyzną największej liczby takich korporacji).

* Po angielsku „McWorld" – analogia do rozprzestrzenionej na całym świecie sieci McDonald's.

Korporacja międzynarodowa
Największe spółki pod względem sprzedaży w 2000 roku (w mld USD)

Nazwa	Siedziba	Sprzedaż	Zysk
ExxonMobil	USA	210	28
Wal-Mart Stores	USA	193	16
General Motors	USA	185	4
Ford	USA	180	3
DaimlerChrysler	Niemcy	150	7
Royal Dutch Shell	W. Brytania/ Holandia	149	13
BP	W. Brytania	148	12
General Electric	USA	129	13
Mitsubishi	Japonia	127	1
Toyota Motor	Japonia	121	4

Źródło: „Fortune", 23 lipca 2001

Korporacja międzynarodowa
Największe spółki wg wskaźnika umiędzynarodowienia (*) w 2003 roku

Nazwa	Siedziba	Wskaźnik (%)
Vodafone	W. Brytania	85
BP	W. Brytania	82
Total	Francja	74
Nestle	Szwajcaria	74
Honda	Japonia	72
Royal Dutch Shell	W. Brytania/ Holandia	72
ExxonMobil	USA	66
Siemens	Niemcy	65
Chevron-Texaco	USA	59
Sony	Japonia	56

(*) Sprzedaż, aktywa i zatrudnienie za granicą w stosunku do całkowitych

Źródło: ONZ, Raport nt. inwestycji światowych, Salvatore, s. 4

Korporacyjny model sprawozdawczości • Corporate Reporting Model • Przepływ informacji udostępniany przez publiczne spółki notowane na giełdzie akcjonariuszom i inwestorom na rynkach kapitałowych. Informacje są zasadniczo przekazywane w formie rocznego raportu, a także w formie raportów kwartalnych, informacji wynikających z przepisów, informacji prasowych,

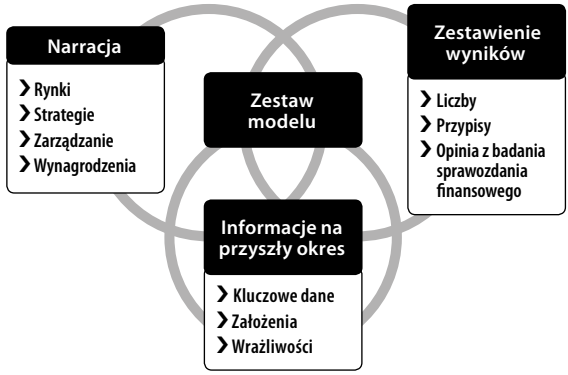
sesji wyjazdowych, stron internetowych itp. Inwestorzy potrzebują tych informacji z dwóch podstawowych powodów. Właściciele zwracają uwagę na wyniki działalności z lat ubiegłych i oceniają, jak zarządza się powierzonym majątkiem. Rynki giełdowe także szukają wskazówek dotyczących przyszłych wyników, aby w ten sposób oszacować rzeczywistą wartość akcji. Takie informacje pochodzą z połączenia standardów rachunkowości i prozy narracyjnej, by odpowiednio przedstawić bilans. Sprawozdawczość korporacyjna jest w dużej mierze kwestią zgodności przestrzegania uregulowań giełdowych. W idealnym świecie nie byłoby dużej różnicy między informacją wewnętrzną a zewnętrzną (outsiderzy dostawaliby podstawowe wskaźniki dla informacji zarządczej). Przedsiębiorstwa dodatkowo starałyby się ułatwić komunikację, dostarczając istotnych, przystępnych i pouczających informacji w formie przyjaznej dla użytkowników. Co prawda przekazywane wskazówki dotyczące wartości powinny być obiektywne, żeby były wiarygodne. Niestety rzeczywistość wygląda inaczej. Oto najczęściej spotykane wady w sprawozdawczości korporacyjnej:

- za dużo prawniczego żargonu nastawionego bardziej na dopełnienie wymogów prawnych niż na przekazanie przydatnej informacji,
- duża różnica między podaną wartością księgową a wartością godziwą,
- zbyt liczne i nieistotne szczegóły, które tylko zaciemniają obraz i mylą,
- powierzchowna prezentacja i ukrywanie prawdy za wynikami,
- nadmierna złożoność i zmienność zysków ze sprawozdawczości opartej na wartości godziwej,
- tendencyjna interpretacja wyników (nadmuchany PR),
- informacje przekazywane zbyt późno, by miały jakąkolwiek wartość (np. roczne raporty),
- trudno jest patrzeć w przyszłość na podstawie danych historycznych.

Warto zauważyć, że firmy typu *private equity*, które dokonują akwizycji, skupiają się bardziej na przepływach pieniężnych niż na kalkulacjach zysku („Gotówka jest faktem, wszystko inne jest opinią"). Ich zdolność do znajdywania luk między ceną akcji na rynku giełdowym a rzeczywistą wartością przedsiębiorstwa w chwili wycofywania go z obrotu publicznego jest konkretnym dowodem na to, że istnieją niedoskonałości w sprawozdawczości korporacyjnej. Po upadku firmy *Enron* w 2001 roku reformatorzy skupili się na poprawie ładu korporacyjnego i kontroli wewnętrznych w celu uniknięcia przestępstw. Skuteczna komunikacja pozostaje sztuką kompromisu, która zdaje się nie mieć szans w pełni zadowolić wszystkich (aczkolwiek problem ten nie pozostał niezauważony). Osiągnięcie idealnej sprawozdawczości korporacyjnej zawsze będzie

iluzoryczne z kilku zasadniczych powodów. Większości inwestorów indywidualnych brakuje czasu lub umiejętności do szczegółowego wgłębiania się w liczby. Obawa przed sprawą sądową (szczególnie w USA) sprawia, że „lepiej zachować swoje opinie dla siebie". Nikt nie chce zdradzać konkurencji tajemnic. Każdy interesariusz jest zainteresowany czymś innym (np. analitycy badają każdy szczegół, a amatorzy pragną zwięzłej prostoty). Pozostaje jeszcze naturalny w publicznych spółkach i zawsze obecny *konflikt w stosunkach agencyjnych*. Nie ma co się spodziewać po menedżerach, którzy chcą promować ceny akcji i unikać krytyki, że będą w zupełności szczerzy w swoich działaniach. Więcej pożytecznych pomysłów i wskazówek – patrz Corporate Reporting Users' Forum (www.cruf.com) i strona internetowa Report Leadership.

Korporacyjny model sprawozdawczości



Źródło: „Report Leadership Brochure", s. 4

Przyziemne sprawy

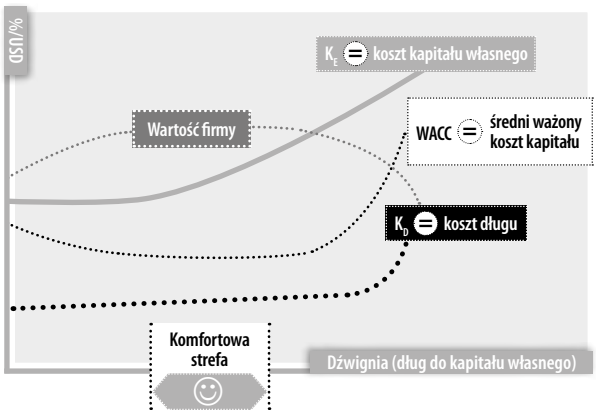
Warren Buffett pisze osobisty list do Doris i Bertie, swoich dwóch wymyślonych sióstr, które włożyły wszystkie swoje pieniądze w firmę. Są zainteresowane [firmą] i nie lubią być traktowane z góry. „Udaję, że wyjechały na rok i że chcą dowiedzieć się, co działo się podczas ich nieobecności. Chcą wiedzieć, czym się martwię i co mnie cieszy. A kiedy kończę, wymazuję ich imiona z nagłówka [**sprawozdania**] i piszę »Do akcjonariuszy Berkshire Hathaway«".

Jak „wyrocznia z Omahy" porozumiewa się ze swoimi akcjonariuszami, cytat z „Financial Times", 10 kwietnia 2007, s. 9

Korzyści skali • **Returns to Scale** • Zmiany jednostkowych kosztów zmiennych/bezpośrednich, towarzyszące zmianom wielkości produkcji. Korzyści skali nie odzwierciedlają przypadających na jednostkę zmian kosztów stałych/pośrednich, które zmniejszają się wraz ze wzrostem produkcji w wyniku rozłożenia kosztów stałych na większą liczbę produktów. Rosnące korzyści skali, zmniejszające koszty zmienne, są rezultatem efektu „krzywej uczenia się", czyli lepszej specjalizacji siły roboczej (która przez wielokrotne powtarzanie danej czynności dochodzi do lepszego jej opanowania) oraz upustów przy zakupie materiałów w ilościach hurtowych. Malejące korzyści skali, zwiększające koszty zmienne, spowodowane są „wąskimi gardłami" w produkcji, awariami maszyn, wynagrodzeniem za nadgodziny i niedoborami siły roboczej. Korzyści skali stanowią istotny element *analizy koszt-wolumen-zysk.*

Koszt kapitału (składniki) • **Cost of Capital (Components)** • Różnorodne koszty albo w postaci odsetek od zadłużenia, albo oczekiwanej dywidendy, składające się na koszt długoterminowych źródeł finansowania w przedsiębiorstwie. Każdy element kosztu kapitału ma swoje charakterystyczne cechy, zgodnie z tabelą na s. 41. Należy pamiętać, że koszt kapitału zazwyczaj nie dotyczy finansowania krótkoterminowego, takiego jak krótkoterminowe kredyty czy kredyt kupiecki, które służą do finansowania aktywów obrotowych. Po zagregowaniu poszczególnych składników finansowania długoterminowego można obliczyć *średni ważony koszt kapitału*, który następnie jest wykorzystywany w podejmowaniu decyzji w *procesie budżetowania inwestycji.* Doświadczenie wskazuje, że w większości firm istnieje optymalny poziom dźwigni (w przeciwieństwie do *zasady braku zależności*). Minimalizowanie kosztu kapitału będzie w efekcie maksymalizowało wartość firmy, co staje się bardzo ważnym celem zarządzania finansowego. Patrz także *marginalny (krańcowy) koszt kapitału.*

Koszt kapitału: optymalny



Wyliczenie kosztu kapitału		
Składnik	**Opis**	**Wzór**
Dług (oproc. zmienne)	• Odsetki z tytułu kredytów i pożyczek (I_d) skorygowane o odliczenia podatkowe z tytułu odsetek (t)	$I_d(1- t\%)$
Dług (oproc. stałe)	• Stopa rentowności (Y-t-M) wpływów gotówkowych netto w celu wyrównania do wartości rynkowej długu w obrocie	IRR (MV wobec odsetki$_{AT}$ + kapitał)
Akcje uprzywilejowane	• Dywidenda (D_{ps}) od akcji uprzywilejowanych do wartości akcji w cenie emisyjnej netto (P_n)	$\frac{D_{ps}}{P_n}$
Obligacje zamienne	• Stopa rentowności (Y-t-M) wpływów gotówkowych netto przy użyciu *metody skarbowej* w celu wyrównania do wartości rynkowej długu w obrocie	IRR (MV wobec odsetki $_{AT}$+ kapitał $P_{„w\ cenie"}$
Kapitał z akcji zwykłych	• Dywidenda (D_E) od bieżących akcji zwykłych posiadających cenę rynkową (P_o), skorygowana o koszty sprzedaży akcji (f) plus dywidenda rosnąca w stałym tempie (G_p)	$\frac{D_E + G_P}{P_o(1 - f)}$
Zyski zatrzymane	• Koszty utraconych korzyści rezygnacji z ekwiwalentu inwestycji pozbawionej ryzyka, szacowane na 3 możliwe sposoby: • *1. Model wyceny aktywów kapitałowych* uwzględniający stopę zwrotu bez ryzyka (Y_{rf}), rynkową stopę zwrotu (Y_m) i współczynnik beta (*b*) • 2. Stopa zwrotu z obligacji (Y_b) dla długoterminowego długu przedsiębiorstwa plus szacowana premia za ryzyko (P_r) pomiędzy 3% i 5% • 3. Oczekiwana dywidenda (D_E) plus oczekiwana stopa wzrostu (G_E) dla akcji wycenionych według (P_o)	1. $Y_{rf} + (Y_m - Y_{rf})b$ 2. $Y_b + P_r$ 3. $\frac{D_E + G_E}{P_o}$

Zadanie numer 1

ExxonMobil nie jest firmą, w której pracuje się z radością. To nie jest śmieszny biznes. To jest biznes nastawiony na zysk. Pamiętaj o tym. To oznacza, że Exxon rozumie istotę kapitalizmu: osiągnięte zyski muszą przekraczać **koszt kapitału**. Exxon jest światowym liderem w realizacji tego jakże ważnego zadania. Dlatego został ogłoszony najcenniejszą spółką na świecie z kapitalizacja rynkową w wysokości 440 miliardów dolarów.

Dlaczego podziwiamy koncern naftowy ExxonMobil,
cytat z „Fortune" (wydanie europejskie), 30 kwietnia 2007, s. 70

Koszt kapitału skorygowany o ryzyko • Risk Adjusted Cost of Capital • *Koszt kapitału* obliczony przy uwzględnieniu ponoszonego przez przedsiębiorstwo ryzyka. Ryzyko takie wynikać może ze *wskaźnika dźwigni operacyjnej* (fluktuacji wyniku finansowego na działalności operacyjnej) i/lub *wskaźnika dźwigni finansowej* (fluktuacji wyniku finansowego netto). Intuicyjny zdrowy rozsądek może podpowiadać, że mocno zadłużona jednostka gospodarcza w niestabilnej branży powinna charakteryzować się wysokim kosztem kapitału. W związku z tym akcjonariusze będą oczekiwać wyższego *zwrotu* i wyższych cen akcji. Współczesne teorie finansowe w znacznym stopniu jednak to kwestionują. Modigliani i Miller udowadniają, że dźwignia, przy pewnych założeniach, nie wpływa na wartość jednostki. Według *modelu wyceny aktywów kapitałowych* na efektywnych rynkach kapitałowych ryzyko wiążące się z poszczególnymi spółkami znika wraz z dywersyfikacją *portfela*. Oznacza to, że podejmowanie ryzyka wiążącego się z konkretną firmą (na jej rynkach lub w odniesieniu do jej produktów) jest mniej istotne niż zmienność jej zysków, mierzona przez współczynnik beta, w relacji do rynku giełdowego. Pojęcie „kosztu kapitału skorygowanego o ryzyko" ma znaczenie w przypadku *małych i średnich przedsiębiorstw*, których akcje nie znajdują się w obrocie. Przedsiębiorcy i kapitaliści spekulacyjni oczekują zwykle wysokich zwrotów. Kredytodawcy naliczają również wysokie odsetki, aby skompensować sobie wysokie ryzyko i wyższe koszty obsługi małych kredytów.

Koszt likwidacji instrumentu finansowego • Unwinding Cost • Koszt wiążący się z wycofaniem lub umorzeniem *instrumentu finansowego*. W zależności od warunków umownych i sytuacji na rynku koszt ten może być dodatni/korzystny lub ujemy/niekorzystny.



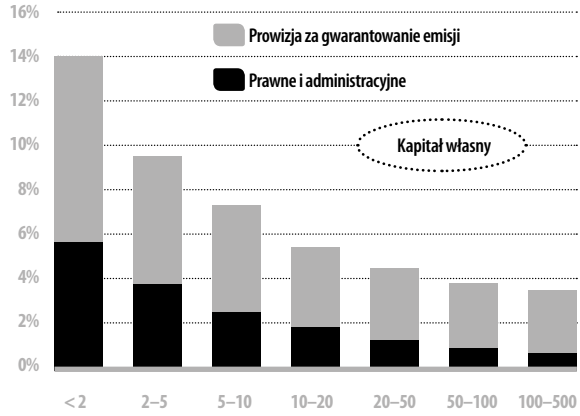
Koszt wpływu na rynek • Market Impact Cost • Duże transakcje kupna lub sprzedaży, które napędzają rynek i w ten sposób narzucają ceny uczestnikom transakcji. Przykładowo, gdyby duża instytucja finansowa miała kupić pokaźną ilość obcej waluty na rynku o niewielkiej liczbie transakcji, cena waluty poszłaby w górę wskutek zmian w równowadze podaży i popytu. Nabywca musiałby zapłacić więcej (koszt wpływu rynkowego) w porównaniu z poprzednią ceną równowagi rynkowej. Można w takim wypadku chwycić się metody polegającej na rozbiciu dużej transakcji na kilka mniejszych, ale wówczas rosną koszty transakcyjne.

Koszty emisji • Koszty wprowadzenia spółki na giełdę • Issuance Costs • Flotation Costs • Jednorazowy wydatek w postaci kosztu transakcyjnego (w przeciwieństwie do powtarzającego się, okresowego *kosztu kapitału*), który umożliwia zebranie nowego kapitału. Kwota różni się w zależności od rodzaju kapitału (kapitał własny wobec zadłużenia), emitenta oraz rodzaju transakcji (np. *pierwotne oferty publiczne* są najdroższe). W przypadku własnego kapitału dochodzą koszty bieżące emisji, takie jak opłaty rejestracyjne, prospekt emisyjny, opłaty za biegłych rewidentów, prawników oraz usługi banków inwestycyjnych (doradztwo lub gwarancja). Jednocześnie obniżanie ceny emisyjnej (zamiast obrotu według ceny rynkowej) skutkuje dla dotychczasowych akcjonariuszy utratą korzyści. W przypadku emisji papierów dłużnych koszty emisji mogą obejmować uzyskanie oceny ratingowej oraz/lub opłaty należne kredytodawcom. Koszty emisji są zazwyczaj stałe, wobec tego procent zależy od zebranej kwoty. Ponieważ podniesienie kapitału jest najdroższe, zazwyczaj istnieje jakieś minimum, poniżej którego operacja robi się nieopłacalna. W związku z tym dla *małych i średnich przedsiębiorstw* dokapitalizowanie jest trudniejsze. Szacunkowo można to przedstawić następująco: koszty emisji dla kapitału własnego mogą wynieść od 5% do 10% zebranego kapitału; dla emisji papierów dłużnych – od 1% do 3%. Różnica ta wyjaśnia jedną z przyczyn, dla których w strukturze kapitału korzysta się z dźwigni finansowej. Patrz też *polityka dywidend*.
Koszty emisji są głównym powodem, dla którego *marginalny (krańcowy) koszt kapitału* zazwyczaj wzrasta w momencie, gdy spółka próbuje uzyskać większy wzrost od swojej trwałej stopy wzrostu. Wykorzystanie rynków kapitałowych jest rzeczą kosztowną. Skutki kosztów emisji mogą być włączone w koszty nowego, pozyskanego na rynku kapitału własnego (akcje zwykłe) w następujący sposób:

$R_{CE\text{-}external}$	=	$\frac{Div_1}{MV_{CS} - I}$	+	g_{div}

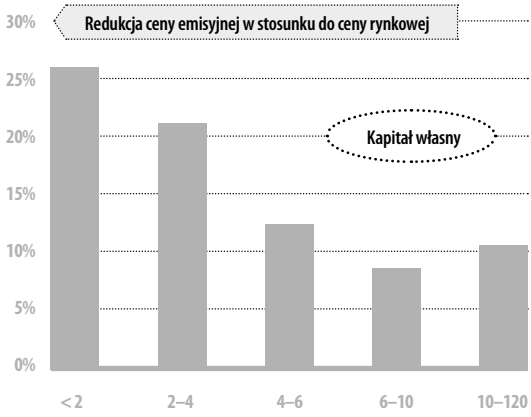
$R_{CE\text{-}external}$ = koszt zewnętrznie zebranego kapitału własnego
MV_{CS} = bieżące ceny rynkowe akcji zwykłych
Div_1 = dywidenda za kolejny okres
I = koszt emisji jednej akcji
g_{div} = przewidywana stopa wzrostu dla dywidend

Koszty emisji: wydatki bieżące
Wielkość emisji w milionach USD



Źródło: A. Damodaran *Corporate Finance* (drugie wydanie), s. 523

Koszty emisji: redukcja ceny
Wielkość emisji w milionach USD



Źródło: A. Damodaran *Corporate Finance* (drugie wydanie), s. 524

Inną opcją jest dodanie kosztów emisji do nakładu inwestycyjnego w budżecie projektu inwestycyjnego, jako istotny wypływ pieniężny.

Koszty pewne • Locked-on Costs • Koszty, które nie zostały jeszcze poniesione, ale w związku z podjętymi decyzjami będą musiały być poniesione w przyszłości. Mówi się o nich również jako o „kosztach ustalonych". Koszty pewne traktowane są jako koszty istotne w procesie podejmowania decyzji.

Koszty ponoszone • Carrying Costs • Różnego rodzaju koszty związane z posiadaniem danych aktywów, zwłaszcza zapasów. Mogą to być koszty stałe (np.

magazynowania) lub zmienne (np. koszty finansowania, przeładunku, ochrony lub koszty utraconych korzyści z tytułu zajmowanej powierzchni). Patrz również *ekonomiczna wielkość zamówienia.*

Koszty utrzymania zapasów • Holding Costs • Różnorodne koszty wynikające z utrzymywania zapasów. Zapasy mogą być rzeczowe lub finansowe. Koszty te oblicza się na jednostkę w przedziale czasu i zazwyczaj składają się one z następujących elementów:

Koszty utrzymania zapasów: składniki	
Koszt	**Opis**
Finansowanie	◆ Koszty utraconych korzyści zamrożenia gotówki w zapasach
Magazynowanie	◆ Koszt utrzymania magazynu zapasów, w tym chłodzenie itp.
Ochrona	◆ Koszty ubezpieczenia, monitorowania, ochrony itp.
Uszczuplenie	◆ Kradzież, wyparowanie, zniszczenie, fizyczne pogorszenie stanu lub obniżenie ceny itp.
Koszty utraconych korzyści	◆ Przychód, który mógłby zostać osiągnięty, gdyby powierzchnia magazynowa została wynajęta

Pomimo tego, że koszty utrzymania zapasów nie stanowią części wartości zapasów, są jednak inwestycją, która przyniesie zwrot, kiedy zapasy zostaną sprzedane. Koszty utrzymana zapasów są kosztem stałym wynikłym z inwestycji w zapasy. Koszty utrzymania zapasów ogółem w danym okresie oblicza się, mnożąc roczny koszt jednostkowy przez średni zapas (który liczymy, dzieląc wartość zamówienia przez 2). We wzorze na *ekonomiczną wielkość zamówienia* optymalizuje się koszty magazynowania i koszty realizacji dostaw w celu określenia minimalnych rocznych kosztów zapasów.

Krajowa Autoryzowana Organizacja Ratingów Statystycznych • Nationally Recognised Statistical Rating Organisation • NRSRO • Oficjalne oznaczenie przyznawane przez amerykańską Komisję Papierów Wartościowych i Giełd (SEC) *agencjom ratingowym* spełniającym określone normy rzetelności. Tytuł ten miał odsiać agencje nastawione na szybki zysk, ze względu na ich znaczenie na rynkach kapitałowych. Jednakże ogranicza to dostęp nowych agencji ratingowych do rynku i stąd poddawany jest pewnej krytyce. W roku 2008 do ośmiu organizacji posiadających ten tytuł należały:

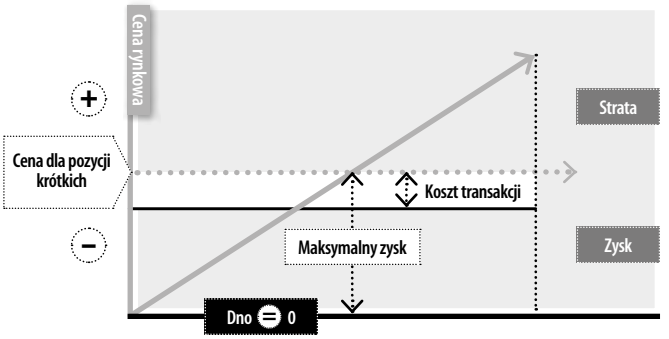
- Moody's Investor Service,
- Standard & Poor's,

- Fitch Ratings,
- M. Best Company,
- Dominion Bond Rating Service, Ltd.
- Japan Credit Rating Agency, Ltd.
- R&I, Inc.,
- Egan-Jones Ratings Company.

Krótka sprzedaż papierów wartościowych • Short Selling Securities • Shorting Securities • Czerpanie zysków ze spadających cen papierów wartościowych. Robi się to poprzez pożyczanie od kogoś papierów wartościowych i sprzedawanie ich z obietnicą zwrotu w późniejszym terminie, po ponownym nabyciu ich na rynku po niższej cenie. W tym czasie w celu zapewnienia pożyczkodawcy, że pożyczone akcje zostaną mu zwrócone, wpływy środków pieniężnych ze sprzedaży służą jako dodatkowe zabezpieczenie. Jeśli cena rynkowa papieru wartościowego wzrośnie, dodaje się dodatkową kwotę (patrz *wezwanie do uzupełnienia depozytu*) do zastawu w celu chronienia interesów pożyczkodawcy papierów wartościowych. Krótka sprzedaż daje możliwość czerpania zysków operacyjnych w momencie, gdy ceny akcji idą w dół. Mimo iż ceny akcji na rynku dość często spadają, krótka sprzedaż jest relatywnie rzadkim zjawiskiem. Przykładowo, w marcu 2008 roku tylko 4% akcji na rynku miało otwarte pozycje krótkie („International Herald Tribune", 2 maja 2008, s. 15). Chociaż „sprzedaż i kupno" krótkiej sprzedaży powinny odzwierciedlać standardowe transakcje kupna i sprzedaży (tzn. pozycja długa, czyli kupno akcji), transakcje te dalekie są od symetrycznych. Po pierwsze, akcje zazwyczaj idą w górę w długim okresie czasowym – czyli krótka sprzedaż to „pływanie pod prąd". Po drugie, prawdopodobieństwo strat jest znacznie większe w krótkiej sprzedaży. Nie ma górnego pułapu wzrostu cen w przeciwieństwie do dolnego pułapu spadku cen, równającemu się cenie akcji. Po trzecie, przepisy giełdowe zazwyczaj zniechęcają do krótkiej sprzedaży ze względu na jej wybitnie spekulatywny charakter oraz możliwości nadużycia (np. poprzez rozpowszechnianie fałszywych pogłosek). Na koniec trzeba dodać, że krótka sprzedaż jest trudna w sensie psychologicznym ze względu na „wzmocnienie negatywne" wywodzące się z interesów reszty rynku na pozycji długiej. Wszystkie powyżej wymienione powody przyczyniły się do tego, że krótka sprzedaż nosi od zawsze piętno niesławy. (Fakt, że czerpie zyski z nieszczęścia innych, również sprawia, że ta praktyka uchodzi za antyspołeczną). Rzeczywiście, w przeszłości „komercyjne zło" często było delegalizowane przez krótkowzroczne władze państwowe. Krótka sprzedaż w istocie dobrze się uzasadnia na sprawnie działających rynkach. Pozwala na to, aby sentymenty spadkowe (patrz *bessa*) miały głos na rynku. Taki zdrowy sceptycyzm doprecyzowuje wartość papierów wartościowych oraz

przeciwdziała bańkom spekulacyjnym. Krótka sprzedaż sprzyja także płynności rynku. Przykładowo, *animatorzy rynku* często stosują krótką sprzedaż przez krótki okres czasu, aby móc zapewnić szybką realizację zamówień klientów. Fundusze hedgingowe korzystają z krótkiej sprzedaży w celu zabezpieczenia swoich ryzyk spekulacyjnych. Jeśli weźmiemy pod uwagę również takie szybkie i chwilowe pozycje, krótka sprzedaż może nawet stanowić około jednej czwartej wolumenu obrotu (to samo źródło co powyżej). Patrz również *masowe zamykanie pozycji krótkich*.

Krótka sprzedaż

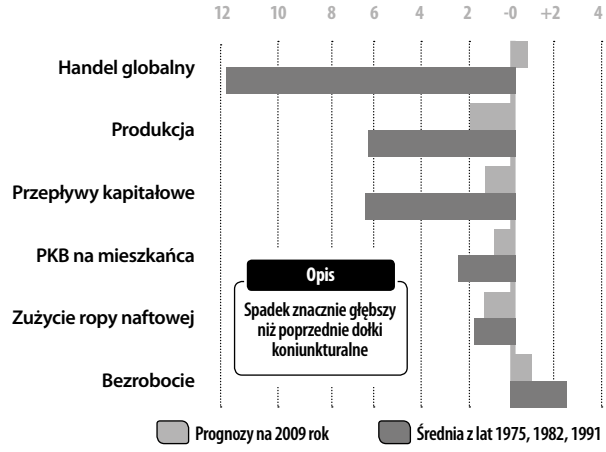


Kryzys kredytowy lat 2007–2009 • **Credit Crisis 2007–2009** • Powszechny kryzys w sektorach finansowych na świecie, który przedostał się do realnej gospodarki, prowadząc do niezwykle ostrej globalnej recesji. Kłopoty sektora finansowego cechowały wielkie, nieoczekiwane straty, wynikające z trwałej utraty wartości aktywów, niepewności co do wypłacalności instytucji poprzednio niebudzących wątpliwości (patrz *AIG*, *znaczenie*), zablokowanych rynków kredytowych oraz programów pomocy rządowej występujących jako pożyczkodawcy ostatniej szansy. Bezpośrednim efektem była utrata zaufania, nawet panika, niestabilność, brak płynności, delewarowanie i zmiana wyceny premii za ryzyko. Problemy w gospodarce realnej i sektorze finansowym podsycają się nawzajem w spirali wzmacniającego się poczucia nieuchronnej zguby. Trafna jest analogia meteorologiczna: potężne, lecz pojedynczo łagodne siły, działając razem, tworzą „prawdziwą burzę". Zarodki niszczenia wartości o skali 5 bilionów dolarów (szacunki MFW globalnego kosztu, licząc tylko aktywa finansowe) wykiełkowały w USA w połowie 2007 roku, kiedy rozpoczął się kryzys na rynku substandardowych kredytów hipotecznych. Pod względem rozmiarów rynek kredytów substandardowych nie był zbyt duży w porównaniu do pozostałych rynków kapitałowych. Był on jednak katalizatorem wątpliwości, które ujawniły znacznie poważniejsze źródła strat, znane jako

toksyczne aktywa. Upadek szeregu dużych i powiązanych ze sobą banków w 2008 roku i konieczność bezprecedensowej pomocy rządowej potwierdziły rozmiary problemu. Kryzys nabrał przyśpieszenia poprzez działania sił podobnych szerzeniu się zarazy, poprzez wzajemne powiązania i po prostu strach. Przyczyny nie mają charakteru indywidualnego, a raczej systemowy z efektem domina, który stworzył samonapędzające się błędne koło. Na krótką metę tylko wyczyszczenie („Kto jest silny, a kto słaby?") oraz delewarowanie mogły powstrzymać osuwanie się w kryzys. Rządy mogły jedynie starać się trochę uporządkować ten proces i łagodzić ciosy. Jak świat nowoczesnych finansów mógł doprowadzić się do takich kłopotów w tak krótkim czasie? Prawdziwa burza zdaje się wynikać z działań następujących winowajców spiskujących razem. Patrz tabela na s. 230.

W czasie pisania tego kompendium kryzys kredytowy przyniósł największe szkody za pamięci większości ludzi. Nierzadkie są porównania do załamania z 1929 roku i wielkiego kryzysu z lat następnych. Dopiero zobaczymy, jak długo będzie on trwał i jakie będą ostatecznie jego długofalowe konsekwencje. Z punktu widzenia gospodarki globalnej może to być ostra „korekta" w postaci stosunkowo krótkiej recesji (powiedzmy 1 rok–2 lata), ale może też być głębokie „przesunięcie tektoniczne" i przedłużający się okres stagnacji. Jednak przynajmniej regulacje finansowe będą prawdopodobnie bardziej stanowcze, ludzie finansów staną się bardziej pokorni, a pognębieni inwestorzy będą przejawiać większą awersję do ryzyka. Miejmy nadzieję, że „dożyjemy, zobaczymy".

Kryzys kredytowy lat 2007–2009



Źródło: IMF, „The Economist", 2 maja 2009, s. 90

Kryzys kredytowy lat 2007–2009: Gracze w „prawdziwej burzy”		
Lp.	**Problem**	**Wyjaśnienie**
1	Długi okres stabilizacji przed rokiem 2007	◆ Samozadowolenie wobec potrzeby płynności i ryzyka naruszenia warunków umowy ◆ Głód większych zysków z inwestycji po załamaniu się spółek internetowych ◆ Sztuczne stymulowanie cen domów w USA łatwym i tanim kredytem
2	Globalne nierównowagi	◆ Zalew rynku USA nadwyżkami kapitałowymi w poszukiwaniu lokaty ◆ Wzajemnie powiązane w przeciwieństwie do zróżnicowanych rynków globalnych ◆ Nadmierne uzależnienie od wydatków konsumpcyjnych w USA
3	Innowacje finansowe	◆ Skomplikowane i nieprzejrzyste instrumenty finansowe (np. CDO itp.) ◆ Błędne modele finansowe nieuwzględniające ryzyka systematycznego i „długich ogonów” (na wykresach rozkładu prawdopodobieństwa) ◆ Błędne wyceny relacji kredyt, ryzyko rynkowe i ryzyko płynności
4	Rachunkowość według wyceny rynkowej	◆ Stabilne szacunki wartości godziwej zależą od płynnych rynków ◆ Korekty wyceny księgowane jako straty w zyskach ◆ Uznanie strat wywołało dalsze odpisy
5	Zachowanie stadne	◆ Niechęć do niezależnej oceny sytuacji rynkowej ◆ Nadmierna wiara w hipotezę efektywnego rynku (założenie, że rynek jest efektywny) ◆ Podejście „trzeba tańczyć, dopóki gra muzyka”
6	Chciwość	◆ Konsumenci kuszeni boomem mieszkaniowym: wymagany niski wkład własny ◆ Brokerzy źródłem niedbałego lub oszukańczego inicjowania emisji ◆ Premie kuszące bankierów do wykorzystywania cudzych pieniędzy dla popełniania nadużyć
7	Naiwność	◆ Wiara konsumentów w trwałą zwyżkę cen domów ◆ Konsumenci w USA stronią od oszczędności; pakują się w kredyty ◆ Podmioty pozabilansowe łączone tylko reputacją ◆ Powierzchowne analizy ekonomiczno- finansowe przez inwestujących w CDO
8	Polityka pieniężna	◆ Niskie stopy procentowe (2001–2006) zachęcają do nadmiernego lewarowania ◆ Brak upoważnienia regulacyjnego do uspokojenia bańki spekulacyjnej aktywów
9	Niedostateczne regulacje	◆ Nastawienie ideologiczne do nieskrępowanych, wolnych rynków ◆ „Strefa cienia” w bankach poza siecią jakichkolwiek regulacji ◆ Brak wytycznych gwarantowania kredytów hipotecznych
10	Agencje ratingowe	◆ Niewłaściwa ocena ryzyk skomplikowanych instrumentów ◆ Konflikt interesów
11	Błędny model biznesowy	◆ Inicjuj, żeby sprzedać = ryzyko moralne niezaangażowanych sponsorów ◆ Zaangażowanie się naiwnych kontrahentów w kontrakty swapowe na naruszenie warunków umowy kredytowej
12	Lewarowanie	◆ Substandardowe kredyty hipoteczne bez żadnego lub z niewielkim udziałem kapitałowym ◆ Zdolność wychodzenia z kredytów hipotecznych bez prawa regresu ◆ Agresywne lewarowanie przez banki inwestycyjne, fundusze hedgingowe
13	Subsydia rządowe	◆ Polityka zachęcania do posiadania domu i kredytów substandardowych ◆ Odliczanie od podatku płatności związanych z kredytami hipotecznymi

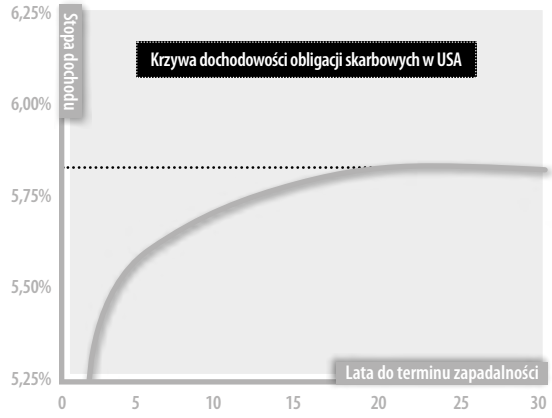
Lekcje historii

Czy kapitalizm będzie potrzebował zmiany w przyszłości? Lekcja historii mówi: „niespecjalnie". Cykl koniunkturalny jest powszechny i nieuchronny i każdy zawsze o tym wiedział. Obecny **kryzys kredytowy** uwypuklił jednak, że cykliczny spadek w powiązaniu z załamaniem się systemu bankowego jest pod względem skali gorszy niż normalny spadek cykliczny.

Nigel Lawson, były kanclerz skarbu Wielkiej Brytanii,
„Financial Times", 16 marca 2009, s. 9

Krzywa dochodowości • **Yield Curve** • Kształt *stopy dochodu* papierów wartościowych z porównywalnymi ocenami ratingowymi dla różnych terminów zapadalności. Krzywa ta odzwierciedla tzw. strukturę czasową stóp procentowych: dłuższe terminy zapadalności mają zazwyczaj wyższe stopy dochodu. Główną przyczyną jest tutaj to, że inwestorzy potrzebują dodatkowej rekompensaty za utratę płynności oraz za większe ryzyko wynikające z pozycji długich. Zatem krzywa dochodowości z reguły pnie się w górę, aczkolwiek zdarzają się wyjątki, tak jak w przypadku *odwróconej krzywej dochodowości*, gdy pogarszają się warunki ekonomiczne.

Krzywa dochodowości



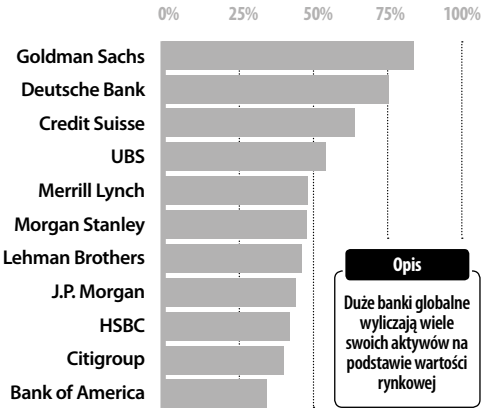
Źródło: „Financial Times", *Mastering Finance*

Księgowanie według wyceny rynkowej (i kryzys kredytowy 2007––2009) • **Mark-to-Market Accounting (& the Credit Crisis of 2007––2009)** • Zgodnie zarówno z GAAP amerykańskimi, ogólnie przyjętymi za-

sadami rachunkowości, jak i IFRS, międzynarodowymi standardami sprawozdawczości finansowej, zasady rachunkowości wymagają, żeby podmioty księgowały instrumenty finansowe po cenie godziwej, odnotowując jednocześnie wszelkie zmiany albo bezpośrednio w rachunku strat i zysków, albo jako zmiany kapitału rezerwowego, jeśli kwalifikują się jako zabezpieczenia. Wartość godziwa z kolei jest oparta na wartości rynkowej transakcyjnej, a przy braku takiej informacji na cenach porównywalnych papierów wartościowych w niedawnych transakcjach. Jeśli takie benchmarki, czyli poziomy odniesienia, nie istnieją, w ostateczności można wykorzystać wyliczenie wartości bieżącej netto NPV (wycena na podstawie modelu). Księgowanie według wartości godziwej jest uważane za bardziej dokładne i w porę oddające prawdziwy status wyniku inwestowania, ponieważ odzwierciedla konsensus (przypuszczalnie efektywny) rynków. Problem powstaje, gdy rynki są zamrożone lub silnie zdyskontowane, jak to miało miejsce w czasie *kryzysu kredytowego lat 2007–2009*. W przypadku *toksycznych aktywów* wartość często spada gwałtownie, nawet gdy stojące za nimi aktywa trzymają się całkiem dobrze. To z kolei powoduje jeszcze większy spadek cen w błędnym kole samoodpisów i coraz ciaśniejszych rynków kredytowych. Panika rynkowa może zepchnąć wartość instrumentów, nawet o ratingu AAA, powiedzmy o 35%, podczas gdy stopa zaległych spłat w ramach tych papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami wynosi np. tylko 1%. Toksyczne aktywa, które wykorzystywały swapy na naruszenie warunków umowy, spotęgowały tę spadkową spiralę wartości. Jeśli powstawały wątpliwości co do wiarygodności gwarancji kontrahenta, wartość papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami również na tym cierpiała, niezależnie od wyników aktywów stanowiących gwarancję.

Księgowanie według wartości rynkowej

w % w 2007 roku



Źródło: Ratingi agencji Fitch, „The Economist", 20 września 2008, s. 91

W przypadku banków taka nadmiernie konserwatywna wycena i zaniżony zysk niekoniecznie stanowiły problem. Jednak sam wolumen ich toksycznych aktywów w połączeniu z ich lewarowaniem i uzależnieniem od zaufania rynku oznaczał, że banki były narażone na takie „upiorne" niszczenie wartości. Gdy hurtowe rynki pieniężne wycofały depozyty, uciekając w poszukiwaniu jakości, banki stanęły wobec prawdziwego kryzysu płynności. Gdy niektórzy bankowcy twierdzili, że księgowanie według wartości godziwej jest winowajcą, reformatorzy rachunkowości odpowiadali, że księgi rachunkowe są zwierciadłem rzeczywistości. Rozwiązaniem będzie jeszcze jedna potrzebna reforma w świecie po kryzysie kredytowym.

Kult udziałowca (żargon) • **Cult of the Shareholder** (vernacular) • Założenie, że nieopanowany pościg za prawami akcjonariuszy oraz *wartością dla akcjonariuszy* zaszedł za daleko, by przynieść komukolwiek korzyść. Nadmierne skupianie się na cenach akcji może doprowadzić do zwiększenia ich *zmienności*, utraty cierpliwości do długofalowego planowania, nierealistycznych oczekiwań co do wyników oraz, co najgorsze, pokusy wśród kierownictwa, by *zarządzać zyskami* ze szkodą dla jakości zysku. Patrz również *fundusze/akcjonariusze-aktywiści*.

Kultura inwestycyjna (żargon) • **Equity Culture** (vernacular) • Ogólna społeczna akceptacja inwestowania w *akcje* jako formy oszczędzania, z reguły w *fundusze powiernicze* lub *fundusze emerytalne*. Tradycyjnie rynek akcji był uważany za zbyt ryzykowny lub skomplikowany dla indywidualnych oszczędzających. Ludzie zazwyczaj woleli konta oszczędnościowe, nieruchomości, ewentualnie obligacje skarbowe. Jednakże wzrost długoterminowych zysków na rynku akcji w połączeniu z większym zaufaniem w umiejętność rozsądnego inwestowania doprowadził do szerokiego rozpowszechnienia posiadania akcji.

Kultura inwestycyjna
Aktywa amerykańskich instytucji finansowych

	1960	1970	1980	2000
Biliony USD	0,6	1,3	4,0	14,7
Banki komercyjne	38	38	35	36
Instytucje oszczędnościowe	20	20	21	10
Instytucje ubezpieczeniowe	24	19	16	17
Przedsiębiorstwa inwestycyjne	3	4	4	17
Fundusze emerytalne	10	13	17	21
Inne	5	6	6	9
	100%	100%	100%	100%

Źródło: A. Saunders, M. Cornett *Financial Institutions Management*, „Federal Reserve Bulletin",

Brutalne, lecz skuteczne

Amerykańskie rynki kapitałowe wykonały kawał dobrej roboty na rzecz gospodarki. Amerykańską **kulturę inwestycyjną** należy ożywić, a nie wyrzucać na śmietnik, [ponieważ] głębokie i płynne rynki kapitałowe stanowią jedną z największych przewag konkurencyjnych Ameryki. Alokacja kapitału poprzez rynki [kapitałowe] jest szybsza, tańsza i skuteczniejsza, choć czasem bardziej brutalna niż alokacja dokonywana przez banki.

The Wickedness of Wall Street, „The Economist", 6 czerwca 2002

Kumulacja sprzedaży • **Trade Loading** • Agresywne przesuwanie produktu do kanałów dystrybucji, aby przejściowo zwiększyć wykazywane dochody ze sprzedaży. W następnym okresie albo dochody spadną, ponieważ trzeba upłynnić zapasy, albo produkt będzie zwrócony. Patrz *zapychanie kanałów*.

Kupiec ostatniej szansy (gra słów) • **Buyer of Last Resort** (play on words) • Rozszerzenie tradycyjnej roli banków centralnych i organów regulacyjnych będących *pożyczkodawcami ostatniej szansy* (patrz *Kompendium terminów bankowych po polsku i angielsku*) do kupna trudno zbywalnych papierów wartościowych w sytuacji kryzysu kredytowego. Na przykład podczas kryzysu substandardowych kredytów w roku 2008 *papiery wartościowe z zabezpieczeniem hipotecznym* do tego stopnia utraciły wartość na nerwowych rynkach, że straty według wyceny rynkowej zagrażały wypłacalności wielu firm inwestycyjnych. Jeszcze większym zagrożeniem było przyhamowanie kredytów hipotecznych w USA i Wielkiej Brytanii, co odbiło się na wydatkach konsumentów i ogólnym stanie gospodarki. W odpowiedzi na to władze tych krajów musiały przystąpić do działania i wykupić te papiery wartościowe, co w dużej mierze uzasadnione było tymczasowym spadkiem ich wartości na rozchwianych rynkach. Taki uznaniowy handel przy użyciu pieniędzy podatników jest nietypowy i sprzeczny z zasadą zniechęcania do pokusy nadużycia wynikającej z subsydiowania cen aktywów.

Kupon • **Coupon Rate** • Określone oprocentowanie kwoty głównej obligacji w przeciwieństwie do kalkulacyjnego dochodu z obligacji do dnia wykupu, który odzwierciedla dochód z oprocentowania ceny obligacji na rynku.

Kupować „na dołku" (taktyka inwestycyjna) • **Buying the Dip** (investment tactic) • Taktyka inwestycyjna, która polega na kupowaniu akcji od razu po spadkach, w nadziei że spadek był tylko skutkiem zbyt głębokiej korekty lub nadmiaru negatywnego sentymentu. Patrz też *podskok zdechłego kota*.



Kupowanie głosów • **Vote Buying Manoeuvre** • Kupowanie akcji zwykłych z prawem głosu wyłącznie z zamiarem wykonywania praw głosu (w odróżnieniu od ich wyceny w celach inwestycyjnych). Na przykład kredytodawca finansujący spółkę notowaną na giełdzie, borykającą się z problemami finansowymi, chce mieć pewność, że plan pomocy poprzez przejęcie zaproponowany przez stronę trzecią o silnej pozycji zostanie przyjęty przez akcjonariuszy. Z drugiej strony akcjonariusze mogą odrzucić plan, jeśli cena będzie zbyt niska. Jeśli kredytodawca miałby prawo głosu, mógłby zagłosować za przejęciem. Po przejęciu przedsiębiorstwa przez podmiot o silniejszej pozycji ryzyko braku spłaty zniknęłoby. Można to osiągnąć dzięki zastosowaniu instrumentów pochodnych, bez konieczności dokonywania znacznych inwestycji w akcje. Na przykład wierzyciel może jednocześnie kupić akcje na rynku oraz opcję sprzedaży (tzn. prawo do sprzedaży) po cenie zakupu. Następnie wierzyciel sprzedaje opcję kupna (tzn. prawo zakupu), aby zapłacić za większość (raczej nie całość) opcji sprzedaży. Po głosowaniu podczas zgromadzenia akcjonariuszy wierzyciel sprzedaje akcje. Strata netto na transakcji stanowi koszt zabezpieczenia interesów wierzyciela jako kredytodawcy. Ponadto jeśli udzielone pożyczki znajdują się w obrocie na rynku wtórnym, prawdopodobne jest, że ich cena wzrośnie na wiadomość o udzielonej pomocy. W ten sposób nastąpiło oddzielenie wartości ekonomicznej akcji od ich wartości, jaką daje prawo głosu.

Kupuj na podstawie plotek, sprzedawaj na podstawie oficjalnych informacji (mądrość inwestorska) • **Buy on Rumours, Sell on News** (investment wisdom) • Koncepcja zakładająca, że aby „osiągnąć lepsze wyniki niż rynek", inwestor musi dokonać transakcji, zanim pozostała część rynku oswoi się z informacjami. *Teoria rynku efektywnego* sugeruje, że jest to dość trudne, jeśli nie niemożliwe, ponieważ najnowsze informacje są całkowicie odzwierciedlane w cenach akcji. Patrz również *inwestor alfa*.

Kwalifikacje (żargon) • **Qualifiers** (vernacular) • Program ilościowy stosowany przez inwestorów do monitorowania akcji w oparciu o wcześniej ustalone kryteria, zwykle różnego rodzaju miary statystyczne. Rzeczywistych inwestycji dokonuje się następnie z tego przefiltrowanego, „kwalifikowanego" podzbioru akcji z szerszego zbioru akcji na rynku. Przy wysokich poziomach rynku kwalifikuje się bardzo niewiele spółek, a przy niskich poziomach będzie ich więcej.

Ból i cierpienie

Zwykle gdy dochodzi do poważnej korekty rynku lub recesji, mój monitoring daje mi w okolicach od 200 do 400 **kwalifikacji**. W czerwcu ubiegłego roku mój monitoring zanotował nowy najniższy poziom: 35. W styczniu osiągnęliśmy 255. W normalnej sytuacji zacząłbym inwestować… Ale nie wierzę, że to jest normalna sytuacja. Muszę zobaczyć więcej bólu i cierpienia, zanim uznam duże zakupy za bezpieczne.

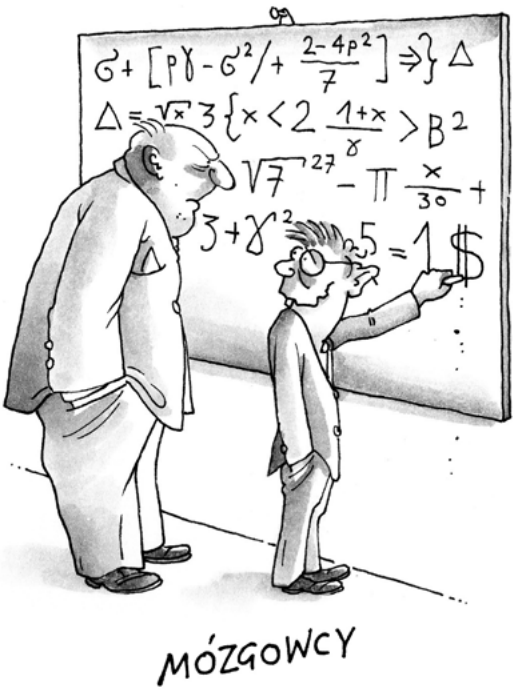
Bob Rodriguez, inwestor instytucjonalny, prezes,
cytat z „Fortune" (wydanie europejskie), 18 lutego 2008, s. 28

Kwanty (żargon) • **Mózgowcy** (żargon) • **Quants** (vernacular) • Nieformalny sposób określania osób posiadających zaawansowane umiejętności matematyczne, opisujących wszystko za pomocą wzorów, zajmujących się problemami biznesu. Na przykład potrafią rozwiązać zadania takie jak następujące równanie (zaczerpnięte z SABR Volatility Model na stronie Wikipedii):

$$\sigma_{impl} = \alpha \frac{\log(F_0/K)}{D(\zeta)} \left\{1+\left[\frac{2\gamma_2-\gamma_1^2+1/F_{mid}^2}{24}\left(\frac{\sigma_0}{\alpha}\right)^2 C(F_{mid})^2 + \frac{\rho\gamma_1}{4}\frac{\sigma_0}{\alpha} C(F_{mid}) + \frac{2-3\rho^2}{24}\right]\varepsilon\right\}$$

Osoby te dominują w nowoczesnych finansach, zwłaszcza w dziedzinie *instrumentów pochodnych* oraz *zarządzania ryzykiem*. Komputery dały im dużo więcej możliwości. Księgowi zajmują się arytmetyką, mózgowcy – matematyką Ich umiejętności analityczne są imponujące, istnieje jednakże ciągła obawa, iż ich

nieprzenikniona sztuka może zdominować zdrowy rozsądek oraz właściwą ocenę sytuacji w biznesie (patrz poniżej).



Rozwaga

Jeśli coś można skwantyfikować, nie oznacza to, iż jest to właściwe. Nie można zastąpić zdrowego, sceptycznego myślenia.

James Montier, Société Générale,
cytat z „Financial Times", 3–4 maja 2008, s. 22

Kwota bazowa • **Notional Amount** • Kwota podana w umowie *instrumentów pochodnych*. Na przykład umowa swapowa może przynosić odsetki od kwoty bazowej 10 milionów dolarów lub kontrakt terminowy typu futures mógłby opiewać na kwotę bazową 100 000 baryłek ropy. Kwota bazowa jest przeciwieństwem wartości godziwej instrumentu pochodnego, będącej funkcją ceny rynkowej danego instrumentu lub wartości pieniężnej netto prognozowanych przepływów gotówkowych z tegoż instrumentu. Zwykle wartość godziwa jest znacznie niższa niż kwota bazowa.

L

L • L • Symbol na rynku Nasdaq określający różne instrumenty, takie jak kwit depozytowy, akcja typu stub, dodatkowy warrant lub jednostka. Papiery wartościowe notowane na Nasdaq mają cztery lub pięć znaków. Jeśli pojawia się piąta litera, określa ona emisję jako inną niż pojedynczą emisję akcji zwykłych lub kapitału akcyjnego.

Laddering (slang) • **Laddering** (slang) • Nieuczciwa (i nielegalna) praktyka przydzielania akcji inwestorom, którzy godzą się na kupno dodatkowych akcji podczas *pierwotnej oferty publicznej* po wysokich cenach. W ten sposób cena rynkowa jest sztucznie zawyżona. Wszystkie poniesione straty są rekompensowane przydziałem darmowych akcji. Synonim: spinning.



Lansowanie akcji (żargon) • **Talk-up A Stock** (slang) • Wydawanie korzystnej rekomendacji dla *papierów wartościowych* w celu podniesienia ich ceny rynkowej. Prawo co prawda zabrania szerzenia fałszywych informacji, ale nie zabrania propagować optymistycznych poglądów. Raporty analityków skupiają uwagę inwestorów, ponieważ analitycy mają opinię wiarygodnych i obiektywnych rynkowych ekspertów. Zawsze istnieje jednak potencjalny konflikt interesów, jeżeli ocena inwestycji przeprowadzana jest równolegle z bankowością inwestycyjną – szczególnie w przypadku gwarantowania subskrypcji akcji. Jeżeli ocena analityka jest korzystna, akcje łatwiej się sprzedają i rośnie wynagrodzenie dla banku inwestycyjnego. Z tego względu istnieje pokusa wstawienia oceny „upiększonej" w miejsce oceny uczciwej i bezstronnej. Szczególnie trudno jest przekazać rynkowi opinię rekomendującą sprzedaż akcji. *Hipoteza rynku efektywnego* wskazuje jednak, że rynek giełdowy jest na tyle rozsądny, by spostrzec, że wystawianie rekomendacji nie powinno być równoznaczne ze sprzedawaniem.

Z cytatów

Uczciwość nigdy nie była centrum zysku na Wall Street.

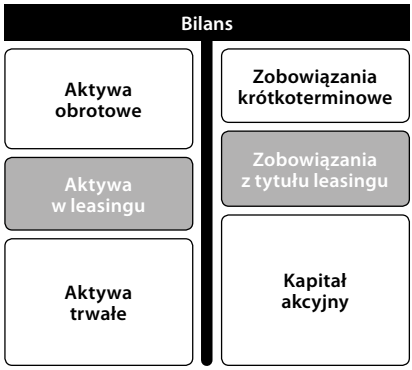
Talking Up the Market, „Financial Times", 20 lipca 1999

LBO ► Wykup lewarowany.

Leasing bezpośredni • **Direct Lease** • Leasing, w którym leasingodawca kupuje nowy sprzęt od producenta i przekazuje go w użytkowanie leasingobiorcy.

Leasing finansowy • **Financial Lease** • **Finance Lease** • Dzierżawa, która z racji swojego istotnego podobieństwa do długoterminowego zadłużenia powinna zostać skapitalizowana w bilansie. Oznacza to, że pomimo nieposiadania własności aktywu powinien on być zaliczony do aktywów trwałych według swojej godziwej wartości, tak jakby spółka miała do niego tytuł własności. Jako składnik aktywów trwałych będzie amortyzowany zgodnie z polityką rachunkowości przyjętą przez spółkę. W pasywach bilansu będzie wykazany jako długoterminowe zobowiązanie (zgodnie z terminem leasingu) wycenione według wartości bieżącej netto przyszłych rat leasingowych (dyskontowanych według właściwej stopy dyskonta). Przyszłe raty leasingowe składają się z części kapitałowej zmniejszającej zadłużenie i odsetek (wykazywanych w rachunku zysków i strat). Sposób traktowania leasingu finansowego zgodnie z MSR 17 jest dobrym przykładem zasady rachunkowości „treść ponad formę". Realia leasingu finansowego są takie, że leasingodawca, jako nabywca aktywu, sfinansował go.

Leasing finansowy



Leasing finansowy • **Leasing kapitałowy** (USA) • **Finance Full Pay Out Lease** • **Capital Full Pay Out Lease** • Leasing, którego warunki są równoznaczne z długoterminowym finansowaniem. Charakteryzuje się niską wartością rezydualną w terminie *zapadalności* i brakiem możliwości rozwiązania umowy. W USA nazywany leasingiem kapitałowym. Ujęcie księgowe leasingu finansowego polega na ujmowaniu w bilansie przedmiotu leasingu (po stronie *aktywów*) oraz *wartości bieżącej netto* opłat leasingowych (po stronie *zobowiązań*). Porównaj z *leasingiem operacyjnym*.

Leasing operacyjny • **Operating Lease** • Rodzaj krótkoterminowego leasingu, w którym istnieje możliwość wypowiedzenia umowy leasingowej, a wartość końcowa leasingowanych aktywów jest wysoka. W rachunkowości leasing taki rozlicza się, zaliczając opłaty leasingowe w *koszty* i wykazując przedmiot leasingu jako pozycję pozabilansową. Porównaj z *leasingiem finansowym*.

Leasing operacyjny



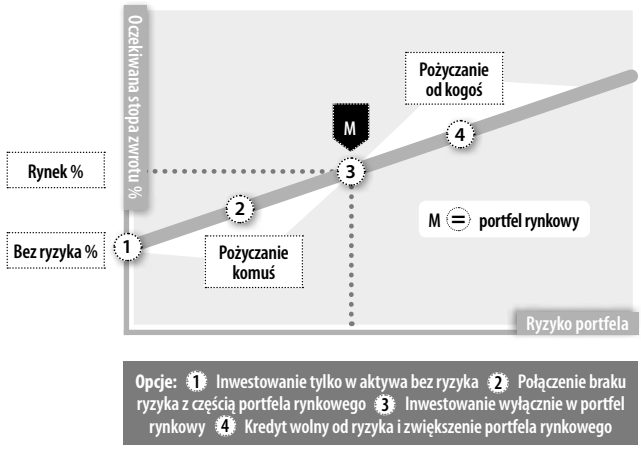
Licencja na drukowanie pieniędzy (powiedzenie) • **Licence to Print Money** (saying) • Każda lukratywna handlowa okazja czy *model działalności* przynoszący duże *zyski* bez przyciągania konkurencji. Przyczyną może być innowacja, zdominowanie konkurencji, monopol czy zwyczajne szczęście. Niestety jedyną taką licencję od dłuższego czasu posiada bank centralny.



Licencjonowany analityk finansowy • **Chartered Financial Analyst • CFA** • Uznawany na całym świecie standard wykształcenia, kompetencji i etyki zawodowej w zakresie *analizy finansowej* – szczególnie wyceny instrumentów kapitałowych. Choć w analizie finansowej może specjalizować się zarówno księgowy, bankowiec, jak i posiadacz tytułu MBA, tytuł licencjonowanego analityka finansowego tchnie profesjonalizmem. Tytuł ten zdobywa się po zaliczeniu serii rygorystycznych egzaminów organizowanych pod patronatem Stowarzyszenia na rzecz Badań i Zarządzania Inwestycjami *(Association for Investment Management and Research)* – międzynarodowej organizacji non-profit skupiającej w 2005 roku ponad 77 000 członków w 90 krajach. Kolejną organizacją dyplomowanych analityków finansowych jest Centre for Financial Market Integrity, wspierające silniejsze *rynki kapitałowe* poprzez podwyższone normy w zakresie profesjonalizmu i etyki. Licencjonowani analitycy finansowi pracują zazwyczaj jako *analitycy papierów wartościowych,* w branżach związanych z oceną (analizą) papierów wartościowych.

Linia rynku kapitałowego • **Capital Market Line** • Ukazuje różne poziomy zwrotu i ryzyka, które można osiągnąć, łącząc inwestycję wolną od ryzyka z całkowicie zróżnicowanym (tzn. bez ryzyka dla poszczególnych papierów wartościowych) portfelem akcji oraz przyjmując założenie, że kredytodawcy są pozytywnie nastawieni, lewarując stopę zwrotu, jak i ryzyko poza portfelem rynkowym poprzez zaciąganie kredytu ze stopą zwrotu wolną od ryzyka i nabycie więcej papierów z *portfela rynkowego*. A więc korzystając po prostu z portfela rynkowego, można skonstruować strategię inwestycyjną, która pasuje do każdego inwestora z jego indywidualnym podejściem do relacji ryzyko–zarobek i skłonnością do ryzyka. Porównaj z *linią rynku papierów wartościowych*.

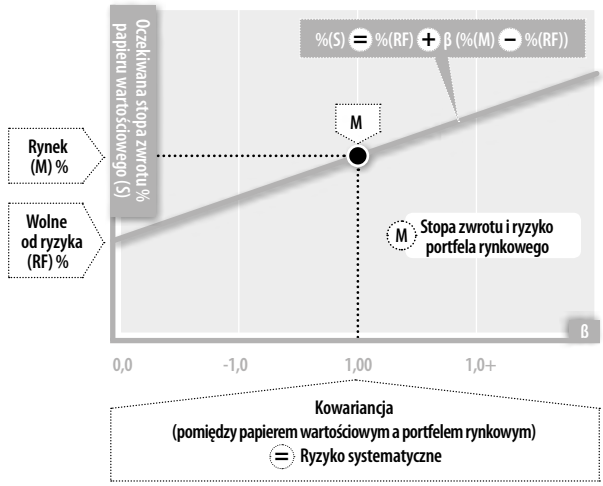
Linia rynku kapitałowego



Linia rynku papierów wartościowych • **Security Market Line** • Wizualne przedstawienie związku pomiędzy ryzykiem papierów wartościowych a oczekiwaną stopą zwrotu, w którym „ryzyko" (także zwane *ryzykiem systematycznym* papierów wartościowych) jest mierzone za pomocą kowariancji. Równanie linii jest matematycznym określeniem stopy zwrotu wolnej od ryzyka plus część (standardowa miara ryzyka systematycznego – *beta*) *premii za ryzyko* pomiędzy stopą zwrotu wolną od ryzyka oraz stopą zwrotu portfela rynkowego. Linia rynku papierów wartościowych przedstawia istotę *modelu wyceny aktywów kapitałowych*: odpowiednią miarą ryzyka papierów wartościowych nie jest jego konkretne odchylenie standardowe, ale raczej wzrastający udział, jaki ma w ogólnej wariacji portfela rynkowego. Ten wpływ krańcowy mierzony jest za pomocą kowariancji pomiędzy portfelem a danym papierem wartościowym, co zwiemy beta. Aby osiągnąć równowagę, wszystkie papiery wartościowe oraz ich

kombinacje (tzn. portfele) muszą się znajdować na linii rynku papierów wartościowych. Patrz też *linia rynku kapitałowego*.

Linia rynku papierów wartościowych

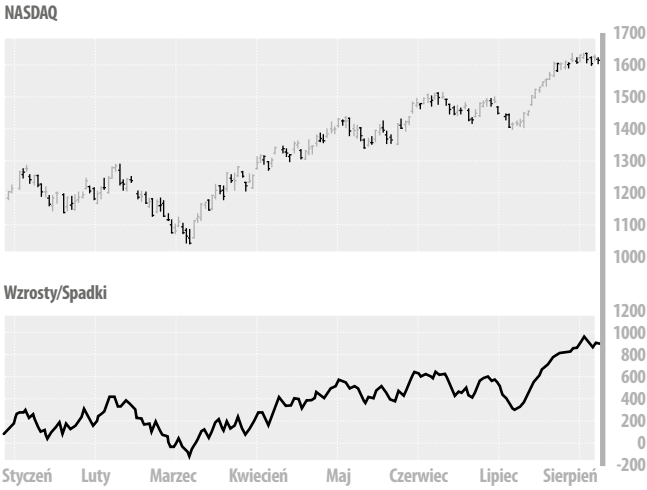


Linia wzrostu/spadku • **Advance-Decline Line** • **ADL** • Relacja wszystkich akcji na aktywnym rynku, których wartość wzrosła (wzrost) w ciągu jednego dnia, w porównaniu do liczby akcji, których wartości obniżyła się (spadek). Powstała w ten sposób linia ADL jest miarą „szerokości", wspólnego określenia stosowanego do wskaźników wzrostu/spadku. Linia ADL jest obrazem skumulowanej sumy dziennych różnic między liczbą akcji rosnących a liczbą akcji spadających, w określonym indeksie rynkowym. Linia ADL przesuwa się w górę, gdy indeks zawiera więcej rosnących niż spadających akcji, oraz przesuwa się w dół, gdy więcej akcji notuje spadki niż wzrosty. Wzór ADL jest następujący:

(liczba akcji rosnących – liczba akcji spadających) + poprzednia wartość ADL

Linia wzrostu/spadku jest jednym z najbardziej powszechnie cytowanych wskaźników *sentymentu rynku*.

Relacja wzrostów/ spadków
2009 rok



Źródło: LC LiveCharts.Co.Uk

Lloyd's of London • **Lloyd's of London** • Londyński rynek ubezpieczeń. Edward Lloyd żył w XVIII wieku i był właścicielem kawiarni przy londyńskiej Tower Street, gdzie odbywały się pierwsze nieformalne zebrania uczestników rynku. Dzisiaj Lloyd's to jeden z największych dostarczycieli gwarancji ubezpieczeniowych i reasekuracyjnych, specjalizujący się również w ubezpieczeniach wyjątkowych i niecodziennych (np. ubezpieczenie nóg baletnicy). Lloyd's ma niezwykle bogatą historię. W przeszłości tworzyli ją głównie indywidualni zamożni inwestorzy (mówiło się o nich *names*, czyli „nazwiska"), którzy gotowi byli zastawić osobisty majątek ruchomy jako wsparcie dla syndykatów wspólnie asekurujących ryzyka ubezpieczeniowe. Pokaźne kwoty wypłacane dzisiaj z tytułu roszczeń sprawiają, że na rynku Lloyda działają głównie duże, zarejestrowane spółki. Nie należy mylić Lloyd's of London z Lloyds TSB Bank, brytyjskim bankiem clearingowym, który nie ma nic wspólnego z londyńskim rynkiem ubezpieczeń Lloyd's.

Londyńska Giełda Papierów Wartościowych • **London Stock Exchange** • **LSE** • Jedna z największych pod względem obrotów *giełd papierów wartościowych* na świecie. Ustępuje wielkością jedynie giełdom w Nowym Jorku i Tokio. Założona w 1773 roku giełda londyńska jest znana z obrotów międzynarodowych, jak również handlu akcjami brytyjskimi. Patrz również *rynek alternatywny*.

Luka kapitałów własnych • **Equity Gap** • Niewystarczający dostęp do źródeł finansowania na rynkach kapitałowych dla przedsiębiorstw zaraz po rozpoczęciu działalności. Na starcie firmy mogą być finansowane kapitałem na rozruch, często są to własne środki właściciela w wysokości nawet 500 000–1 000 000 dolarów. Kiedy firma odnotuje już pierwsze sukcesy, może korzystać z *kapitału wysokiego ryzyka* (venture capital) dla dalszego rozwoju. Należy pamiętać, że inwestorzy wysokiego ryzyka są skłonni podjąć wysiłek, tylko jeśli inwestycja opiewa na minimum 5–10 milionów dolarów. Przepaść pomiędzy tymi kwotami może być trudna do pokonania, choć zaczęły ją wypełniać anioły biznesu.

LYON ► Obligacje LYON.

Ł

Ład korporacyjny • **Nadzór korporacyjny** (potocznie też: nadzór nad działalnością przedsiębiorstwa) • **Corporate Governance** • Stosowane przez *radę nadzorczą* (*board of directors* – w krajach anglosaskich; *supervisory board* – w innych krajach Europy) mechanizmy monitorowania i kontroli w celu zapewnienia, że przedsiębiorstwo jest prowadzone prawidłowo i zgodnie z interesami *akcjonariuszy*. „Prawidłowość" prowadzenia przedsiębiorstwa mierzona jest za pomocą poniższych kluczowych kryteriów oceny *wyników*:

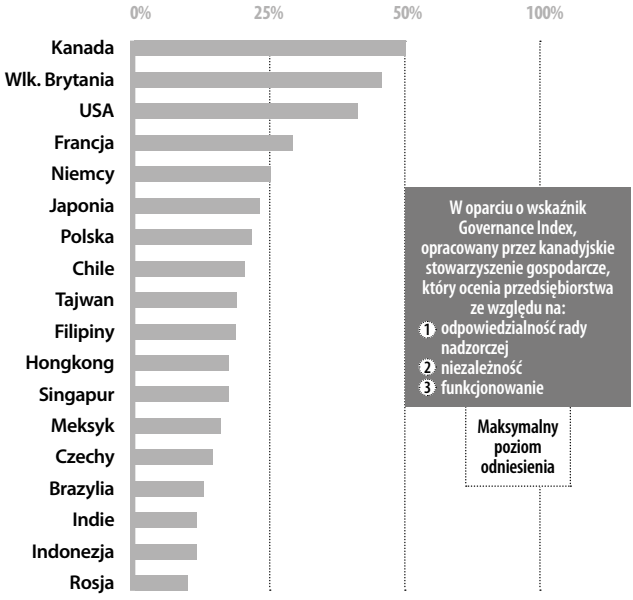
- zgodność z przepisami prawa i innymi uregulowaniami,
- prawidłowe regulowanie zobowiązań z tytułu podatku dochodowego i składek na ubezpieczenie społeczne,
- planowanie strategiczne, konkurencyjność, rentowność i wzrost,
- odpowiedzialność i sposób wynagradzania zarządu,
- pełne i rzetelne *ujawnianie* wyników finansowych,
- etyka zawodowa i odpowiedzialność społeczna,
- ostrożność i zarządzanie ryzykiem.

Kluczowym elementem ładu korporacyjnego jest uznanie faktu, że z *zarządzaniem* przedsiębiorstwem nieodłącznie wiąże się problem *konfliktu w stosunkach agencyjnych*. Problem ten powinien być rozwiązany za pomocą swoistej struktury kontroli i równowagi cechującej silną radę nadzorczą. Aby nadzór nad przedsiębiorstwem był skuteczny, rada musi się składać z efektywnie działających członków, najlepiej posiadających określone predyspozycje. Patrz tabela na s. 247.
Znaczenie ładu korporacyjnego istotnie wzrasta, w miarę jak rośnie liczba *akcjonariuszy* i innych interesariuszy. Przyczyniają się do tego także *rynki kapitałowe*, wymagając zarówno powiększania *wartości dla akcjonariuszy*, jak i przestrzegania zasad przejrzystości. Amerykańska Ustawa o odpowiedzialności korporacyjnej

SOX (Sarbanes-Oxley Act) miała za zadanie określić lepsze praktyki nadzoru właścicielskiego, np. stworzenie niezależnych komitetów audytu obejmujących doświadczonych i wykwalifikowanych specjalistów ds. finansów. Dobry nadzór zapewnia powodzenie w prowadzeniu interesów. Jest on szczególnie ważny w bankach, na których ciążą obowiązki instytucji zaufania publicznego.

Ład korporacyjny	
Predyspozycje członka rady *	**Sposoby ich zapewnienia**
Dobrze poinformowany	• Osoby wykwalifikowane, posiadające doświadczenie w biznesie • Korzystanie z komitetów audytu
Bezstronny	• Przewodniczący rady powinien być niezależny od prezesa zarządu • Rada powinna zawierać kilku członków z zewnątrz, niezależnych od zarządu • Członkowie powinni być chronieni polisą ubezpieczeniową przed ewentualnymi skutkami procesów sądowych
Wiarygodny	• Reprezentuje interesy akcjonariuszy • Posiada akcje
Proaktywny	• Gotów zadawać trudne, nawet kłopotliwe pytania • Skupia się na utrzymaniu reputacji przedsiębiorstwa
* Na podstawie opinii kanadyjskiej organizacji Conference Board, która ocenia, że kanadyjskie rady nadzorcze zajmują główną pozycję na świecie, oraz wydanych przez Giełdę Papierów Wartościowych w Toronto wytycznych, mających opinię najbardziej rygorystycznych na świecie	

Ranking państw pod względem jakości ładu korporacyjnego



Źródło: The Conference Board of Canada, Ottawa, 1998

Łańcuch wartości (analiza) • **Value Chain Analysis** • Analiza szeregu powiązanych ze sobą działań zmierzających do powiększania wartości, począwszy od nabycia surowców i usług od dostawców, a skończywszy na sprzedaży wyrobów gotowych klientom. Łańcuch wartości jest kwestią postrzegania. Wskazuje, skąd pochodzą koszty, na jakich zagadnieniach powinno się skupiać *zarządzanie*, oraz pokazuje, że dostawcy i odbiorcy tworzą w istocie rodzaj nieformalnej spółki. Przykładowo, wprowadzenie *zarządzania zapasami w systemie „dokładnie na czas"* może wydawać się dobrym rozwiązaniem producentowi. Często jednak rozwiązanie takie wymaga od dostawców zwiększenia zapasów buforowych, które stanowić będą zabezpieczenie przed niestabilnością harmonogramów produkcji. Jeżeli dostawcy podniosą ceny, aby zrekompensować zwiększone koszty, korzyści płynące z systemu „dokładnie na czas" zostaną zniwelowane. Analiza łańcucha wartości pomaga określić obszary, w których można poprawić wydajność, oraz pokazuje, jak dostawcy i odbiorcy mogą skoordynować działania dla osiągnięcia obopólnych korzyści.

Łańcuszek świętego Antoniego (żargon) • **Daisy Chain** (vernacular) • Technika manipulacji polegająca na zmowie kilku kupujących celem sztucznego podbicia cen akcji poprzez serię skoordynowanych i zaplanowanych zakupów. W wyniku silnego, ale chwilowego podbicia popytu cena akcji może podskoczyć. Łańcuch następnie zostaje przerwany przez uczestników tej spekulacji, którzy wyprzedają akcje, pozostawiając inwestorów z akcjami o cenie zawyżonej względem wartości. W większości państw praktyka ta jest niezgodna z prawem.

Łapanie spadającego noża (żargon traderów) • **Catching a Falling Knife** (trader's vernacular) • Zgadywanie, kiedy nastąpi *dno bessy*, tak żeby agresywni inwestorzy mogli zacząć kupować tanie, niedowartościowane akcje i dzięki temu zgarnęli lukratywne zyski z przyszłej zwyżki cen akcji. Trafienie tego momentu jest jednym z „najtrudniejszych wyczynów w inwestowaniu (na giełdzie)" („Fortune", 22 grudnia 2008, s. 100), ponieważ nerwowy rynek w okresie bessy jest z natury nieprzewidywalny i podlega gwałtownym zmianom. A kiedy złapiesz nóż, powstaje pytanie, z której strony: czy za rączkę, czy za ostrze? Patrz również *podskok zdechłego kota*.



Łapówka (żargon) • **Kickback** (vernacular) • Zapłata przekazywana niejawnie nabywcy lub jego agentowi w zamian za doprowadzenie do transakcji sprzedaży, często na warunkach niekonkurencyjnych w stosunku do warunków rynkowych. Zapłata taka stanowi formę *oszustwa* i może być zakamuflowana w postaci np. „opłaty za doradztwo". Możliwość dopuszczania się tego rodzaju nadużyć przez dostawców jest jednym z powodów, dla których *funkcja zaopatrzenia* wymaga uważnego zarządzania. Patrz również *konflikt w stosunkach agencyjnych.*

Łączone transakcje kupna-sprzedaży, krosowanie (żargon) • **Cross--Trade** • **Crossing** (vernacular) • Kupno i sprzedaż udziałów przez tę samą stronę. To działanie nienaturalne i nie na zasadach rynkowych może mieć na celu alokację zysków i strat na określonych rachunkach lub stworzenie wrażenia ożywionego obrotu akcjami. Z powodu braku przejrzystości łączone transakcje kupna-sprzedaży są zakazane przez większość regulatorów.

M

M • **M** • Symbol na rynku *Nasdaq* oznaczający, że dany papier należy do czwartej klasy akcji uprzywilejowanych firmy. Papiery wartościowe notowane na Nasdaq mają cztery lub pięć znaków. Jeśli pojawia się piąta litera, określa ona emisję jako inną niż pojedynczą emisję akcji zwykłych lub kapitału akcyjnego.

m • **m** • Symbol używany w tabelach niektórych czasopism finansowych, oznaczający:

- obligację, której termin wykupu minął i która nie przynosi już odsetek.
- część, o którą zostanie zmniejszona roczna stopa *dywidendy* w ostatnim terminie płatności.

Main Street kontra Wall Street (amerykański żargon) • **Main Street versus Wall Street** (USA vernacular) • Powiedzenie na giełdzie określające różne perspektywy oraz wartości społeczeństwa amerykańskiego. Rzesze pracujących w głównym nurcie gospodarki są porównywane do grupy wybrańców skupionych w świecie finansów. Fraza ma kilka konotacji. Jedna dotyczy wartości socjoekonomicznych w wyrafinowanym, globalnym Wielkim Jabłku wobec praktycznych wartości mieszkańców miast serca Ameryki. Inna sugeruje, że wszystkie Main Street – symboliczne miejsca handlu i produkcji – wspólnie stanowią prawdziwą gospodarkę amerykańską, gdzie odbywa się produkcja, świadczone są usługi, pieniądze są wydawane i oszczędzane i gdzie inwestuje się w biznes. Dlatego można powiedzieć: „To, co dzieje się na Wall Street, jest ważne tylko wtedy, kiedy ma wpływ na Main Street". To stanowi kontrast dla surrealistycznego i prawdopodobnie powierzchownego świata finansów, który „zajmuje się tak wieloma rzeczami na papierze". Jednak kolejna konotacja mówi o tym, że istnieje immanentny konflikt pomiędzy obydwiema ulicami (patrz *kapitalizm finansowy*). Korzenie podziału są uniwersalne, ale szczególnie typowe

dla Ameryki. Od pokoleń demokratyczne, egalitarne wartości w tym kraju odzwierciedlały podejrzliwy stosunek do władzy finansowych elit. Podziału nie należy traktować przesadnie, *powszechny akcjonariat* sprawia, że obydwie ulice znajdują się w tym samym mieście.

Jak oni mogą ci pomóc?

Kiedy większość osób rozważa inwestycje, ich myśli kierują się ku Wall Street, ponieważ jest ucieleśnieniem rozpoznawalnych na całym świecie znanych firm inwestycyjnych, z którymi wiążą się mistyczne opowieści o zdobywaniu bogactwa przez ubogich oraz wygrywaniu i utracie papierowych fortun. Te duże firmy inwestycyjne są bogate i dysponują imponującymi zasobami: dużym budżetem na reklamę, dużymi budynkami i dużymi departamentami marketingowymi. […][Z drugiej strony] choć nie zobaczysz ich w CNN czy sponsorujących ważny turniej golfowy, wielu doradców inwestycyjnych można znaleźć na Main Street w miastach i miasteczkach w każdym zakątku kraju. Wielu z nich nauczyło się swojego fachu na Wall Street, rozczarowało się i odeszło. Wynajęli biuro, wywiesili szyld i zbudowali własny biznes bez większego lub żadnego wsparcia… W końcu decyzje odnośnie do tego, komu powierzyć dobrostan naszych finansów, należy podejmować w oparciu o to, w jaki sposób twój doradca może ci pomóc, a nie w oparciu o nazwę czy adres firmy na wizytówce doradcy.

Choosing an Advisor: Wall Street versus Main Street,
Jim McWhinney na stronie internetowej Investopedia

Makler giełdowy • **Stock Broker** • Agent kupujący i sprzedający akcje podlegające obrotowi na giełdzie, działający w imieniu inwestora. Usługi dodatkowe świadczone przez maklerów, mające na celu pomoc inwestorom w podjęciu właściwych decyzji, mogą wiązać się również z analizami inwestycyjnymi oraz doradztwem na temat portfela. Dodatkowo maklerzy mogą być pośrednio zaangażowani w kreowanie rynku oraz dystrybucję akcji spółek *wprowadzonych na giełdę*, dla których byli *gwarantami emisji*. Jako że zarobek maklerów pochodzi z prowizji maklerskiej, może pojawić się również pokusa *zbierania śmietanki*.

Definicja

[Makler giełdowy] to ktoś, kto inwestuje twoje pieniądze tak długo, aż nie ma już co inwestować.

Woody Allen

Makler-specjalista • **Market Maker** • Instytucjonalny inwestor gotowy kupować i trzymać niektóre *papiery wartościowe* w cenie najczęściej występującej na rynku bez względu na krótkoterminowe trendy. Uporczywe podtrzymywanie takiego popytu ujemnie odbija się na *płynności*, sprzyja wysokim cenom rynkowym i zmniejsza *zmienność cen*. Tworzeniem rynku zajmują się brokerzy i banki inwestycyjne w ramach uzupełnienia swojej działalności *gwarantowania emisji*. Maklerzy-specjaliści muszą dysponować wystarczającym kapitałem pozwalającym na stałe zakupy, zwłaszcza przy niekorzystnych warunkach rynkowych, gdy większość graczy unika inwestycji, oraz – co najważniejsze – mieć długofalowe zaufanie do danego papieru wartościowego.

Maksymalizacja zysku • **Profit Maximisation Goal** • To jest to, „o co w tym wszystkim chodzi" w przypadku większości przedsiębiorstw. Oczywiście tak kategoryczne stwierdzenie należy nieco „wycieniować". Prawdziwym celem prowadzenia działalności gospodarczej jest maksymalizacja majątku udziałowców (patrz *teoria przedsiębiorstwa*). Oznacza to maksymalizację wartości bieżącej netto (NPV) przyszłych przepływów gotówkowych (nie jest to do końca równoznaczne z zyskiem w rachunkowości historycznej). Horyzonty czasowe oraz *konflikt w stosunkach agencyjnych* sprawiają, że często zysk krótkoterminowy zostaje wydatnie zwiększony kosztem długofalowej maksymalizacji majątku. Kolejnego problemu przysparza tu charakter modelu sprawozdawczości finansowej, którego zadaniem jest mierzenie zysków. Jako wartość księgowa zysk podlega wielu wycenom księgowym, które bardzo łatwo przeradzają się w manipulacje (w przeciwieństwie do „namacalnej" rzeczywistości przy przepływie gotówki). Wreszcie wszyscy, którzy wspierają model interesariuszy, będą przekonywać, że są jeszcze inne priorytety oprócz zysku (np. *społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw*). Jakiekolwiek by były plusy i minusy, maksymalizacja zysku to najbardziej wiarygodny, choć nie jedyny wskaźnik osiągania przez firmę konkurencyjnych wyników. Po pierwsze, maksymalizacja zysku w najdokładniejszy sposób odzwierciedla maksymalizację majątku (po uwzględnieniu wartości pieniądza w czasie skumulowane zyski księgowe będą równe skumulowanemu przepływowi gotówki netto w całym okresie działania spółki). Po drugie, zyski pokazują dotychczasowe wyniki przedsię-

biorstwa bez potrzeby odwoływania się do subiektywnych z natury i niepewnych prognoz wymaganych przez NPV.

To, co się naprawdę liczy

Zyski osiągane przez Enron to była czysta fikcja, ale to wystarczyło, żeby zamydlić oczy inwestorom. Dzisiaj również Wall Street czy londyńskie City instynktownie zwracają się ku **zyskom**, by ocenić wartość firmy.

„Financial Times", 10–11 czerwca 2006, s. 40

Mały pikuś (slang) • **Plain Vanilla** (slang) • Wyrażenie żargonowe używane przez bankowców na określenie wszelkich nieskomplikowanych, typowych i stabilnych instrumentów finansowych, w szczególności w odróżnieniu od instrumentów pochodnych, które – w zależności od ich struktury i zmienności rynków – mogą być złożone, *lewarowane* lub *ryzykowne*. Przykładami instrumentów tego typu są swapy stopy procentowej i walutowe. Przeciwieństwem są *egzotyczne instrumenty finansowe*.



Manipulowanie rynkiem • **Spekulowanie na rynku** • **Market Manipulation** • Próba sztucznego wpływania na rynek akcji lub oszukiwania go w celu

osiągnięcia zysków. Taka manipulacja może odbywać się za pomocą informacji (np. poprzez szerzenie fałszywych pogłosek) lub wpływania na obroty (np. monopolizowanie rynku). Praktyki tego typu są nielegalne i/lub nieetyczne na większości regulowanych *rynków giełdowych*. Podobnie jak inne nadużycia, takie jak np. przekazywanie i wykorzystywanie *informacji niejawnych*, podważają ogólne zaufanie inwestorów do rynków finansowych.



Marginalny (krańcowy) koszt kapitału • **Marginal Cost of Capital** • **MCC** • Koszt poniesiony przez firmę w związku z ostatnią jednostką kapitału przeznaczoną na inwestycje. Marginalny koszt kapitału będzie różny dla poszczególnych składników kapitału (np. dla kapitału obcego i dla kapitału własnego). Co więcej, marginalny koszt całej puli składników kapitału, liczony za pomocą *średniego ważonego kosztu kapitału* (ang. WACC), będzie także różny. Do czynników wpływających na te zmiany zaliczamy z jednej strony zewnętrzne oddziaływania rynku, a z drugiej decyzje podejmowane przez firmę. Patrz tabela na s. 255.

Na początku, w miarę jak firma osiąga optymalną *strukturę kapitałową*, marginalny koszt kapitału zazwyczaj spada, natomiast później zaczyna wzrastać wskutek zwiększania się kosztów nakładanych przez rynki kapitałowe (koszty debiutu na parkiecie oraz premie za ryzyko) w celu zwiększenia kapitału. Dzieje się tak dlatego, że większość firm podlega prawu malejących marży, a krzywa popytu dla papierów wartościowych jest funkcją malejącą. Kapitał pochodzący ze źródeł zewnętrznych jest szczególnie drogi ze względu na koszty debiutu giełdowego, w związku z czym pojawia się tzw. punkt nieciągłości zysków zatrzymanych, czyli prędkość generowania zysków zatrzymanych nie utrzymuje swojego udziału w optymalnej strukturze kapitałowej.

Czynniki wpływające na marginalny koszt kapitału	
Czynnik	**Opis**
Czynniki zewnętrzne	
Stawki oprocentowania	• Zmiany rynkowych stawek oprocentowania wpływają nie tylko na kapitał obcy (dług), ale także na kapitał własny, obejmując zarówno inwestycje kapitałowe, jak i zyski bez ryzyka
Stawki podatku dochodowego	• Tarcza podatkowa oprocentowania zmienia się w zależności od stawek podatkowych; podatek od zysków kapitałowych wpływa również na koszt kapitału własnego poprzez oddziaływanie na inwestorów
Czynniki dyskrecjonalne/uznaniowe	
Struktura kapitałowa	• Składnik długu w strukturze kapitałowej jest tańszy ze względu na tarczę podatkową; ten czynnik jest zrównoważony większym ryzykiem i wynikającymi z niego wymaganiami zwrotu w przypadku kapitału własnego; optymalna równowaga minimalizuje średni ważony koszt kapitału
Dywidendy	• Im wyższy procent zysku rozdzielonego w postaci dywidend, tym wcześniej firma osiągnie punkt nieciągłości zysków zatrzymanych; w efekcie konieczny będzie debiut na parkiecie zewnętrznych rynków kapitałowych, co również wiąże się z kosztami
Inwestycje	• Nowe projekty o istotnie odmiennym poziomie ryzyka niż istniejące inwestycje wpływają na koszt kapitału, ponieważ rynki kapitałowe będą wymagać innych premii za ryzyko

Właściwe proporcje

Większość spółek działa w oparciu o połączenie długu i kapitału własnego, a odkrycie właściwych proporcji obu tych składników stanowi przedmiot wnikliwych badań, za które ekonomiści zdobywają Nagrody Nobla […]. Optymalny przepis na wykorzystanie kapitału własnego i obcego – czyli taki, który zagwarantuje najniższy całkowity **koszt kapitału** – będzie wprawdzie różny dla poszczególnych firm, ale udział długu będzie dość pokaźny niezależnie od konkretnego przypadku. [Ponieważ] istotą działania każdej spółki jest uzyskanie takiego zwrotu na kapitale, jaki przekroczy koszt kapitału, [kluczem do sukcesu staje się odpowiednia dźwignia finansowa].

Crushed by… Savings,
„Fortune" (wydanie europejskie), 6 marca 2006, s. 30

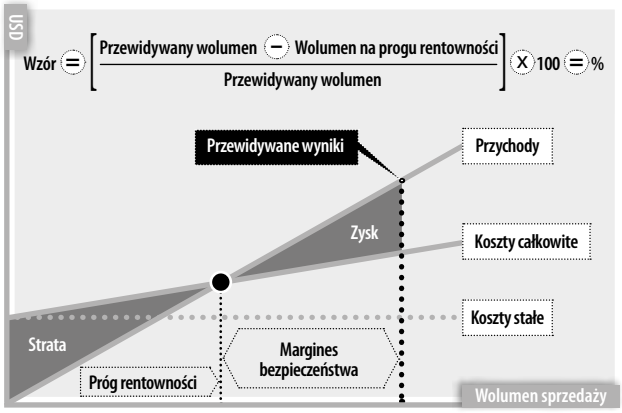
Marginalny (krańcowy) koszt kapitału



Źródło: „The Economist", 20 maja 2004, US Department of Education

Margines bezpieczeństwa • **Margin of Safety** • Dodatkowy sposób wykorzystania analizy *koszt-wolumen-zysk*, dzięki któremu menedżer może się dowiedzieć, do jakiego poziomu może spaść wolumen sprzedaży, zanim firma zacznie ponosić straty. Przewidywany wolumen jest porównywany z wolumenem na progu rentowności, a wynik porównania w stosunku do przewidywanej sprzedaży określa poduszkę finansową. Komfort, jaki można dzięki niej uzyskać, jest względny, gdyż zależy od stopnia wahań sprzedaży. Margines bezpieczeństwa stanowi cenną informację przy szacowaniu *ryzyka działalności gospodarczej*.

Margines bezpieczeństwa



Marynarki (parkiet) • **Jackets** (trading floor) • Nawiązanie do tradycji noszenia przez brokerów na parkiecie wyróżniających się i często kolorowych

marynarek w celu ułatwienia wzajemnych kontaktów w zatłoczonym, chaotycznym i często głośnym środowisku pracy. O brokerach i ich firmach często mówi się „marynarki".

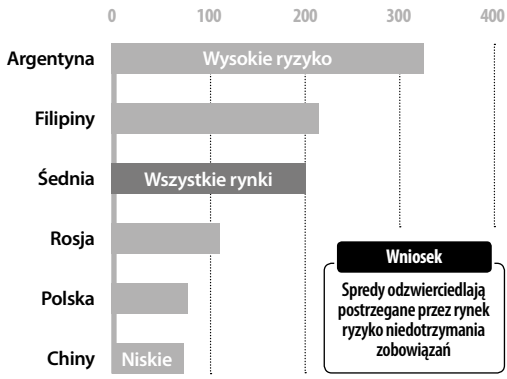


Marża • Spred • Bid/Offer Spread • Różnica między ceną sprzedaży a ceną zakupu walorów inwestycyjnych będących w czynnym obrocie. Akcje spółek będących w obrocie na rynku mają dwie oferty cenowe: oferta kupna to cena, za którą akcje można sprzedać, a oferta sprzedaży to cena, za jaką można kupić akcje. Cena oferty kupna jest zawsze niższa od ceny oferty sprzedaży. Różnicę między nimi nazywa się marżą. Animatorzy rynku, działający jak hurtownicy na giełdzie, zarabiają na marży – kupując akcje po cenie oferty kupna i sprzedając po cenie oferty sprzedaży. Źródłosłów angielski: od niemieckiego/holenderskiego „bitten" = 'prosić', oraz staroangielskiego „beodan" = 'oferować' lub 'narzucać'.

Marże • Spredy obligacji • Bond Spreads • Różnica w *stopach zwrotu* między obligacjami o wysokim ryzyku i o niskim ryzyku, co odzwierciedla potrzebę rynku skompensowania ryzyka kredytowego. Marże będą dodawane do stopy procentowej obligacji wolnej od ryzyka, np. do bonu skarbowego lub obligacji skarbowej (USA). Porównania powinny być robione przy jednakowym terminie *zapadalności*, ponieważ stopy zwrotu różnią się także pod tym względem. W czasach wysokiej płynności lub wysokiego zaufania marże będą się raczej zawężać, w miarę jak *skłonność do ryzyka* inwestorów będzie

wzrastać. W okresach bessy marże wzrastają ze względu na tzw. ucieczkę do jakości.

Spredy obligacji: rynki wschodzące
Rozpiętość wyrażona w punktach bazowych bonów skarbowych (USA), lipiec 2006 roku



Źródło: Thomson Datastream, „The Economist", 29 lipca 2006, s. 98

Masowanie liczb (slang) • **Massaging the Numbers** (slang) • Manipulacja założeniami biznesplanu czy prognozami w celu osiągnięcia pożądanych rezultatów. Można tak robić podczas testowania scenariuszy czy przeprowadzania analizy wrażliwości („Jakie będą rezultaty, jeżeli zmienimy to założenie?"). Jednak w przypadkach ekstremalnych zwrot może oznaczać podejrzane praktyki manipulowania finansami.



Masowe zamykanie pozycji krótkich (żargon) • **Short Squeeze** (vernacular) • Sytuacja, w której rywale rynkowi spiskują przeciwko *spekulantom* stosującym *krótką sprzedaż papierów wartościowych.* Podatni są zwłaszcza ci spekulanci, którzy są niedoinwestowani (a zatem mało odporni na większą zmienność) lub zestresowani, ponieważ już się sparzyli i ponieśli straty. Uczestnicy „spisku" umawiają się i jednocześnie wykupują akcje z krótkiej sprzedaży papierów wartościowych. Wynikająca z tego presja popytu podnosi ceny. W następstwie ma to negatywny wpływ na pozycje krótkie i poddaje próbie ich odporność. Jeśli mało odporni lub nerwowi spekulanci wpadną w panikę („Źle obstawiliśmy!"), będą próbowali jak najszybciej zamknąć swoje pozycje, ograniczając straty. Oprócz tego, że grają przeciwko rynkowi, ich strach wywodzi się również z ryzyka nieograniczonych strat. W przeciwieństwie do pozycji długich tutaj nie ma górnego pułapu potencjalnych strat. Pośpiech, aby ograniczyć swoje straty, zmusi posiadaczy krótkich pozycji do agresywnego kupowania na rynku. To z kolei zazwyczaj jeszcze bardziej podnosi ceny akcji na krótkiej sprzedaży. Wtedy może się rozpocząć błędne koło: coraz większe straty posiadaczy krótkich pozycji zmuszają ich do coraz większej determinacji w zamykaniu swoich pozycji. Będą jeszcze bardziej agresywnie kupować, powodując jeszcze większy wzrost cen. W ten sposób pozycje krótkie staną się ich największymi wrogami. Masowe zamykanie pozycji krótkich może spowodować wzrost cen słabych akcji, chociaż założenia długoterminowe sugerują spadek ceny.

Mądrość tłumu • **Wisdom of Crowds** • Twierdzenie, że „tłum", czyli duża liczba niezależnych podmiotów podejmujących decyzje, może dokonywać najlepszej wspólnej oceny, gdy istnieje wiele różnych opinii i źródeł informacji, dzięki czemu podejścia subiektywne anulują się wzajemnie, zamiast się wzmacniać. W przypadku rynków finansowych „tłum" to giełda, a jej przejaw to *hipoteza rynku efektywnego.* Termin „mądrość tłumu" to gra słów pochodząca z klasycznej pozycji w zakresie finansów *Extraordinary Popular Delusions and The Madness of Crowds* (1852) pióra Charlesa MacKaya, który badał zachowania związane z obsesją inwestowania. Patrz również *ekonomia behawioralna.*

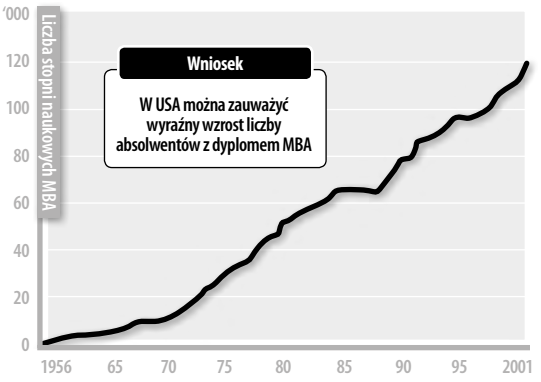
Siła w liczbach

Poproś setkę ludzi o odpowiedź na pytanie lub o rozwiązanie problemu, a przeciętna odpowiedź będzie często przynajmniej tak dobra jak odpowiedź najmądrzejszego z setki. W odniesieniu do większości rzeczy przeciętność to miernota. W przypadku podejmowania decyzji to często doskonałość.

James Surowiecki *The Wisdom of Crowds* (*Mądrość tłumu*), 2004, s. 11

MBA • Master of Business Administration • Cieszący się coraz większą popularnością stopień naukowy z zakresu biznesu, otwierający drzwi do świata biznesu. Program nauki większości studiów MBA jest szeroki i zazwyczaj obejmuje ekonomię, księgowość, finanse, produkcję, marketing, zarządzanie zasobami ludzkimi oraz strategię. Z tego powodu absolwent MBA jest często postrzegany jako „złota rączka w wielu dziedzinach, a jako profesjonalista – w żadnej". Studia MBA wprowadzono po raz pierwszy w USA (na Uniwersytecie Pensylwanii w 1881 roku), skąd rozprzestrzeniły się na cały świat. Dzisiaj prowadzi się dosłownie tysiące programów MBA na całym globie, różniących się znacznie wysokością czesnego, poziomem studentów, programem nauczania i, trzeba powiedzieć, jakością. W przypadku braku ujednoliconych standardów ta ostatnia może stanowić problem. W odpowiedzi na to powstały organizacje akredytujące uczelnie, a ponadto prasa biznesowa (np. „Financial Times") przeprowadza okresowe rankingi studiów MBA z całego świata. Najwyżej oceniane i najdroższe szkoły biznesu znajdują się przeważnie w USA. Bez względu na to, jak pożyteczny może okazać się stopień MBA (w „Financial Times" można przeczytać, że przeciętne wynagrodzenie absolwentów najwyżej ocenianych szkół w USA wynosi 150 000 dolarów rocznie), warto zauważyć, czego MBA nie może zapewnić. Zgodnie z nazwą zarządzanie nie ma nic wspólnego z takimi zdolnościami jak kreatywność, przywództwo, inteligencja emocjonalna, praca zespołowa, przedsiębiorczość czy nawet kupiecki zdrowy rozsądek. Patrz również *Stowarzyszenie Dyplomowanych Biegłych Rewidentów w Kompendium terminów z zakresu rachunkowości po polsku i angielsku*.

MBA (Master of Business Administration)
USA



Źródła: „The Economist", 20 maja 2004, US Department of Education

Rozgoryczony

Pytanie: Chciał pan zrezygnować ze swojego stopnia MBA. Dlaczego?
Odpowiedź: Poszedłem na fantastyczny kurs księgowości prowadzony przez cenionego dziekana MBA z Uniwersytetu Stanforda. Następnie, 30 lat później, zamurowało mnie, kiedy w telewizji zeznawał w sprawie C-Span jako prezes komisji audytu Enronu i stwierdził: „Nie miałem pojęcia, co się dzieje". Byłem wściekły.

Tom Peters, wywiad w „Maclean's Magazine", 1 grudnia 2003

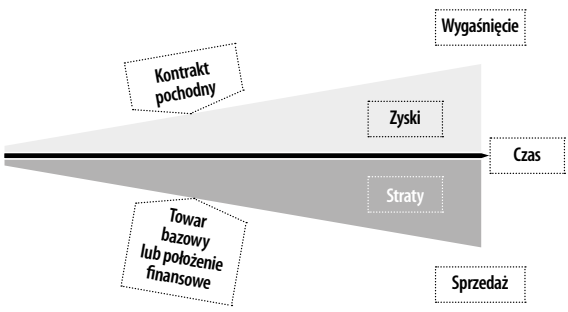
Mechanizmy zabezpieczające • **Hedge** • Strategia z zakresu zarządzania ryzykiem, która ma na celu zmniejszanie niekorzystnych ruchów wartości/przepływów finansowych danych aktywów, zobowiązań finansowych lub umownych, a także zaplanowanych transakcji z powodu zmian cen, stóp procentowych, ryzyka kredytowego lub kursów walutowych. Kluczowym elementem większości zabezpieczeń jest proces równoważenia „kojarzenia w pary". Papier narażony na wahania cenowe jest zabezpieczany innym instrumentem, którego wahania mają przeciwny kierunek. Popularność mechanizmów zabezpieczających wynika zarówno z większej *zmienności* cen rynkowych, jak i ze zwiększonej dostępności *instrumentów finansowych* (zwłaszcza *instrumentów pochodnych*), które mogą być wykorzystane jako instrument zabezpieczający. Mechanizmy zabezpieczające mogą być tworzone albo przez wykorzystanie różnych instrumentów lub ze z góry określonym celem stworzenia *zabezpieczenia naturalnego* lub ekonomicznego. Poniżej kilka przykładów powszechnie spotykanych transakcji wykorzystujących mechanizm zabezpieczający. Patrz tabela na s. 262.
Mechanizmy zabezpieczające występują w różnych typach i odmianach (patrz www.newrisk.ifc.ch). Niezależnie od samego mechanizmu występują tutaj koszty, które można traktować jako rodzaj „składki ubezpieczeniowej". Należy do nich zaliczyć:

- czas i wysiłek zarządu/kadry włożony w zorganizowanie i przeprowadzenie procesu,
- koszty finansowe, takie jak konto zabezpieczające marżę lub opcję premii,
- utraconą szansę zwiększenia zysku, w razie gdyby kierunek zmian okazał się korzystny,
- stosowanie mechanizmów zabezpieczających może, nawet niechcący, okazać się *spekulacją*.

Transakcje wykorzystujące mechanizm zabezpieczający	
Metoda zabezpieczenia	**Opis**
Instrumenty finansowe/pochodne	
Kontrakty terminowe forward	• Cena materiałów/wkładu lub produktów/produkcji SA określone w umowie zawartej z kontrahentem
Kontrakty terminowe futures	• Długie albo krótkie pozycje ze standardowymi kontraktami forward
Transakcje swapowe	• Kontrakty terminowe forward zawierane są przez dwóch kontrahentów, z których każdy zgadza się na zapłacenie drugiemu określonych kwot
Opcje	• Jedna ze stron płaci z wyprzedzeniem za prawo do kupna lub sprzedaży po określonej cenie; może z tego prawa korzystać, jeśli cena jest korzystna
Gospodarcze/naturalne mechanizmy zabezpieczające	
Dopasowanie stóp procentowych	• Kojarzenie wrażliwych na zmiany oprocentowania aktywów z podobnymi wrażliwymi na zmiany oprocentowania pasywami
Dopasowanie waluty	• Finansowanie aktywów z pasywami w tej samej walucie

Mechanizmy zabezpieczające rzadko w pełni eliminują ryzyko. Może się okazać, że nie ma instrumentu, który da się dokładnie dopasować do profilu ryzyka przedmiotu zabezpieczenia, lub zmiany cenowe finansowego instrumentu nie równoważą w pełni wahań cenowych zabezpieczanego instrumentu (ryzyko bazowe). Wreszcie, celowo lub przypadkowo, transakcja zabezpieczająca może okazać się *spekulacją* w tym sensie, że w sposób niezamierzony zdecydowanie zwiększy się ekspozycja na wahania cenowe.

Mechanizmy zabezpieczające: kompensowanie



Uwaga: Dzięki powiązaniom wynikającym z konstrukcji instrumentu pochodnego zyski/straty na jednym rynku będą równe stratom/zyskom na innym rynku, tak więc zyski lub straty netto się wyrównują

Zamrożone w czasie

Ustanowienie strategii zabezpieczającej przypomina w pewnym sensie robienie zdjęć. Założenie polega na uchwyceniu momentu w czasie i zatrzymaniu go w miejscu. Ale podobnie jak fotografię mogą zniekształcić rozmycia i ciemne smugi, nieprzewidziane niedociągnięcia mogą sabotować mechanizm zabezpieczający.

Kurt Eichenwald *Conspiracy of Fools* (*Spisek głupców*), 2005, s. 224

Metoda kalkulacji rozwodnionych zysków na jedną akcję • Treasury Stock Method (Diluted EPS Calculation) • Metoda liczenia wpływu nadwyżki warrantów lub opcji na rozwodnienie *zysku na akcję* wówczas, gdy istnieje skomplikowana struktura akcjonariatu:

Wzór						
Nadwyżkowe akcje z warrantów/opcji	=	$\frac{\text{MV-Prealizacja}}{\text{MV}}$	x	liczba akcji	x	Współczynnik konwersji
Gdzie: MV = średnia wartość rynkowa akcji zwykłych Prealizacja = cena realizacji/wykonania opcji lub warrantów „w cenie" Liczba akcji = liczba akcji, które spełniają warunki opcji lub warrantów Współczynnik konwersji = współczynnik między opcją/warrantem a liczbą akcji						
Przykład: MV 25 USD; 1 warrant wyemitowany na 20 USD dla 50 000 akcji						
Nadwyżkowe akcje	=	$\frac{\text{25 USD -20 USD}}{\text{25 USD}}$	x	50 000	x	1
Nadwyżkowe akcje	=	10 000				

Metoda ta zakłada, że wpływy ze sprzedaży własnych akcji po cenie wykonania warrantów lub opcji są wykorzystane do zakupu i wycofania z obiegu akcji zakupionych na giełdzie po cenie rynkowej. Akcje, których nie można zakupić, są „pozostałością", która powoduje rozwodnienie (zysku na akcję) przez warranty/opcje.

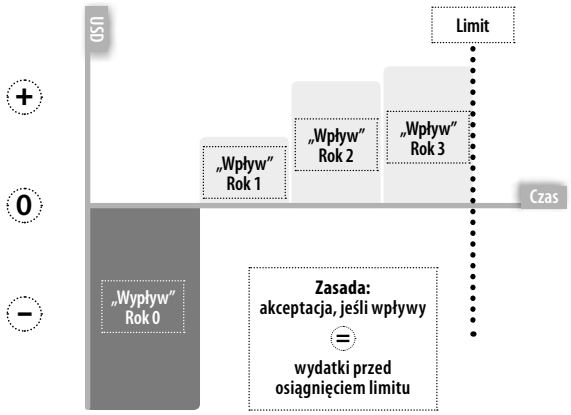
Przykład								
Warranty		Realizacja		Przychód		MV		Wycofane
+ 50 000	x	20 USD	=	1 000 000 USD	÷	25 USD	=	40 000
- 40 000	= akcje wycofane z obrotu							
+ 10 000	= przyrost = efekt rozwodnienia							

Metoda okresu zwrotu inwestycji • **Payback Method** • Oszacowanie czasu, w jakim przyszłe *środki pieniężne* wygenerowane przez inwestycję osiągną wielkość równą pierwotnie poniesionym nakładom. Okres zwrotu inwestycji oblicza się następująco:

Okres zwrotu inwestycji: wzór			
Okres zwrotu = Liczba wcześniejszych okresów w latach + Nieodzyskany koszt x 1 rok			
Okres zwrotu inwestycji: przykład			
Przepływy	**Kwoty narastające**	**Lata narastająco**	
– 6,000	– 6,000	0	
+ 1,000	– 5,000	1.0	
+ 2,000	– 3,000	2.0	
+ 2,000	– 1,000	3.0	
(1/2 roku) + 1,000	0	3.5	**= Zwrot**
(1/2 roku) + 1,000	+ 1,000	4.0	
+ 2,000	+ 3,000	5.0	
+ 2,000	+ 5,000	6.0	

Metoda okresu zwrotu inwestycji jest przestarzałym, acz nadal popularnym narzędziem, bardzo prostym i w miarę często używanym przy podejmowaniu decyzji o *budżetowaniu nakładów inwestycyjnych*. Przedsiębiorstwo może ustalić maksymalny wymagany okres zwrotu inwestycji (np. 2–3 lata) i na tej podstawie akceptować wszelkie projekty, których okres zwrotu mieści się poniżej tego progu. Do zalet tej metody obliczania okresu zwrotu inwestycji i wyliczania progu rentowności należy jej prostota. Metoda ta ma jednak istotne wady, ponieważ nie uwzględnia zmiennej wartości pieniądza w czasie ani przepływów pieniężnych następujących po przekroczeniu progowego terminu zwrotu. Poza tym limit jest z założenia uznaniowy. Z tych względów metoda okresu zwrotu inwestycji stosowana jest coraz rzadziej. Niemniej jednak jej zastosowanie może być uzasadnione w przypadku trudności finansowych, gdyż jest ona równoważnikiem kalkulacji *wartości bieżącej netto* po bardzo wysokiej stopie dyskonta. Patrz również *wewnętrzna stopa zwrotu*.

Zwrot inwestycji



Metoda okresu zwrotu inwestycji

Zbadane zastosowanie w praktyce

	USA	Kanada	Japonia	Australia	W. Brytania
Zwrot inwestycji	59%	50%	52%	61%	76%

Choć nie jest najlepszym kryterium w podejmowaniu decyzji dotyczących nakładów inwestycyjnych, jest metodą najbardziej popularną ze względu na prostotę i rozwagę

Źródło: Ch. Horngren i inni *Cost Accounting*, 2003

Metoda round-tripping (żargon) • **Round Tripping** (vernacular) • Ponowne lokowanie funduszy przez silnych pożyczkobiorców korporacyjnych, mających dostęp do tanich kredytów, na *rynku pieniężnym* i zarabianie (zwykle skromnej) marży. Patrz również *transakcje carry trade*. Termin ten może również oznaczać krótkoterminowy obrót instrumentami finansowymi przez inwestorów mogących wynegocjować niższe prowizje od transakcji. Round-tripping należy do procesu arbitrażu, który wyszukuje i stara się wykorzystać anomalie cenowe na rynku.

Metoda uśredniania ceny • **Dollar Cost Averaging** • Metoda inwestycyjna dla inwestorów indywidualnych, która utrzymuje ich na rynku niezależnie od wyników rynku w jakimkolwiek okresie. W ten sposób zachęca się do bardziej zdyscyplinowanego i regularnego oszczędzania. Pieniądze są regularnie inwestowane bez czekania na „okazje" (tzn. niskie ceny akcji). Na rynku o tendencji zniżkowej inwestor właściwie powinien być „szczęśliwszy", ponieważ dzięki stałym miesięcznym zakupom może nabyć więcej akcji. Mimo iż to wyrówna się

na rynku zwyżkującym, średnia cena za akcję będzie i tak bardziej korzystna niż średnia cena za cały okres. Uważa się, że w ten sposób inwestorzy zyskują na załamaniach rynkowych.

Metoda uśredniania ceny		
Przykład: zainwestuj 500 USD miesięcznie przez okres 1 roku w okresie bessy i w okresie hossy		
Miesiąc	**Cena akcji (w USD)**	**Kupione akcje (w szt.)**
Rynek w okresie bessy		
1	15	33,33
2	12	41,67
3	12	41,67
4	10	50,00
5	8	62,50
6	6	83,33
Rynek w okresie hossy		
7	8	62,50
8	10	62,50
9	12	41,67
10	15	33,33
11	15	33,33
12	16	31,35
Suma kupionych akcji		577,18
W stosunku do kupna po średniej cenie rocznej		
Średnia 12 miesięcy	11,58	518,13

Metoda wypośrodkowania ceny również zachęca do regularnego oszczędzania, co jest jednym z podstawowych elementów sukcesu prywatnych inwestycji. Ta metoda dobrze pasuje do *strategii inwestycyjnej na całe życie*, ponieważ zachęca do długofalowego planu wykorzystania s*iły kapitalizacji*. Decydującym warunkiem jest to, że ludzie muszą mieć hart ducha, aby inwestować w czasie *bessy*, jak i również w czasie *hossy*. Wadą metody częstych zakupów mogą być koszty transakcji. Jednakże istnienie *funduszy powierniczych* typu no-load (tzn. funduszy, które nie pobierają żadnej opłaty dystrybucyjnej) pozwala indywidualnym inwestorom dokonywać niewielkich i zróżnicowanych inwestycji bez obciążenia opłatami maklerskimi. Kolejną ewentualną wadą jest to, że

metoda wypośrodkowania ceny najprawdopodobniej nie zapewni najwyższej stopy zwrotu inwestorowi, który np. odziedziczył dużą sumę pieniędzy (lepiej będzie zainwestować wszystko od razu).

Metody obliczania stóp zwrotu dla krótkoterminowych papierów wartościowych • Yield Calculations for Short Term Securities • Stopa zwrotu krótkoterminowych instrumentów *rynku pieniężnego*, takich jak bony, weksle komercyjne oraz certyfikaty depozytowe, może być podawana jako stopy nominalne (czyli otrzymane odsetki w porównaniu do wartości nominalnej papieru wartościowego) lub jako stopy dochodu (czyli otrzymane odsetki w porównaniu do wartości rynkowej papieru wartościowego). Metoda obliczania oraz liczba dni stosowana w okresach odsetkowych ma źródło w zasadach przyjętych na rynkach, na których handlowano tymi instrumentami. Poniżej różne wzory:

Obliczanie stóp dochodu

Rodzaj		Wzór*		
Nominalna	=	$\frac{I}{F}$	x	$\frac{12}{T}$
Dyskont bankowy (dotyczy bonów skarbowych w USA)	=	$\frac{(F - P)}{F}$	x	$\frac{360}{T}$
Okres utrzymywania	=	$\frac{I}{P}$	x	1
Annualizowana	=	$\frac{F - 1}{P}$	x	$\frac{12}{T}$
Rynek pieniężny	=	$\frac{F - 1}{P}$	x	$\frac{360}{T}$
Stopa dochodu obligacji	=	$\frac{F - 1}{P}$	x	$\frac{365}{T}$

* dla % stopy dochodu należy pomnożyć wszystkie obliczenia razy 100%

Gdzie:
I = odsetki w USD wypłacone za dany okres
F = wartość nominalna papieru wartościowego
P = cena papieru wartościowego
T = liczba (dni lub miesięcy) okresu odsetkowego

Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych • International Organisation of Securities Commissions • IOSCO • Utworzona w roku 1987 organizacja zrzeszająca organy regulujące obrót papierami wartościowymi z ponad 65 krajów. Wysiłki IOSCO skupiają się na koordynacji globalnej działalności komisji papierów wartościowych i zmierzają do

ustanowienia powszechnych, światowych standardów nadzoru nad obrotem papierami wartościowymi. W miarę swoich możliwości organizacja ta promuje także globalizację rynków kapitałowych. IOSCO współpracuje ściśle z Komitetem ds. Międzynarodowych Standardów Rachunkowości w zakresie tworzenia standardów rachunkowości o zasięgu międzynarodowym. W tej dziedzinie zarówno IOSCO, jak i MSR współzawodniczą o uznanie i autorytet ze swoimi odpowiednikami działającymi w USA – czyli amerykańską *Komisją Papierów Wartościowych i Giełd* oraz Radą ds. Standardów Rachunkowości Finansowej (FASB*)*. Ze względu na fakt, że rynek kapitałowy USA jest największym rynkiem na świecie, te dwie ostatnie organizacje są niezwykle wpływowe.

Międzynarodowe Centrum Rozwiązywania Sporów Inwestycyjnych • International Centre for the Settlement of Investment Disputes • ICSID • Globalny sąd arbitrażowy finansowany przez Bank Światowy, zajmujący się rozwiązywaniem sporów pomiędzy spółkami.

Międzynarodowe Standardy Wyceny • International Valuation Standards • IVS • Wytyczne w zakresie *zasad wyceny* aktywów wydane przez Komitet ds. Międzynarodowych Standardów Wyceny. Komitet ten – utworzony w 1981 roku w celu doskonalenia i światowej harmonizacji metod wyceny – zrzesza 50 stowarzyszeń ds. wyceny z różnych krajów. Międzynarodowe Standardy Wyceny są ogólnie zgodne z zasadami wyceny uznanymi przez Międzynarodowe Standardy Rachunkowości, choć MSR niekoniecznie akceptują te standardy jako autorytatywne.

Międzynarodowe Stowarzyszenie Dyrektorów Finansowych • International Association of Financial Executives Institute • IAFEI • Międzynarodowa organizacja parasolowa skupiająca przedstawicieli profesji finansowej, która przekształciła się w Instytut Dyplomowanych Analityków Finansowych – CFA Institute (patrz *licencjonowany analityk finansowy*). CFA Institute jest międzynarodową organizacją non-profit, zrzeszającą ponad 70 000 inwestorów i wykładowców w ponad 100 krajach.

Międzynarodowy kryzys finansowy • International Financial Crisis • Panika finansowa występująca w więcej niż jednym ośrodku finansów światowych – powiedzmy w Nowym Jorku, Londynie, we Frankfurcie i w Tokio lub na wschodzących rynkach. Wydarzenia te nie są tylko zbiegiem okoliczności, raczej przetaczają się jak kula śnieżna z jednego rynku na drugi. Żeby zakwalifikować je jako „prawdziwy" kryzys, problemy muszą zagrozić realnej gospodarce. Krach giełdowy mniej się liczy w porównaniu z runem na banki. Globalizacja

sprawiła, że świat ma tendencję zachowywania się jak jeden wzajemnie powiązany rynek, chociaż rynki finansowe od dawna były zintegrowane (patrz poniżej). Kryzys kredytowy lat 2007–2009, który w różnym stopniu rozprzestrzenił się na gospodarki całego świata, jest najnowszym przykładem „jednego świata" w finansach.

Galopująca apokalipsa

Co ostatecznie skłoniło Marksa do studiów ekonomicznych, to zapewne nadejście jesienią 1857 roku długo oczekiwanego **międzynarodowego kataklizmu finansowego**. Zapoczątkowany upadkiem banku w Nowym Jorku kryzys rozprzestrzeniał się jak galopująca apokalipsa. Marks zaraził się melodramatycznym duchem chwili. Przez całą zimę 1857–1858 siedział w swoim gabinecie i codziennie do czwartej rano porządkował swoje pisma ekonomiczne, „żeby przynajmniej mieć szkic, zanim nadejdzie potop". Potop nigdy nie nadszedł, ale Marks kontynuował budowę swojej arki przekonany, że prędzej czy później okaże się potrzebna.

Francis Wheen *Marx's Das Kapital* (*Marks. Kapitał*)

Miękkie lądowanie (slang) • **Soft Landing** (slang) • Ogólne spowolnienie gospodarcze, ale bez drastycznej recesji. Nieodłączną cechą cyklu koniunkturalnego są pomyślne okresy wysokiej aktywności, po których następują okresy niskiej aktywności. Łagodna recesja miękkiego lądowania może być uważana za doskonałą, zdrową korektę przegrzanej gospodarki. Ponieważ amplituda wahań boomu i załamamania w cyklu koniunkturalnym zależy w dużym stopniu od reagowania w poprzednim okresie, częścią sekretu miękkiego lądowania jest poprzedzenie go „łagodnym startem" solidnego wzrostu, a nie spekulacyjnym, gorączkowym „odpaleniem". Rolą banków jest łagodzenie wahań poprzez dostarczanie kredytów w konsekwentny sposób w czasie całego cyklu. Miękkie lądowania są funkcją zręcznej polityki pieniężnej i utrzymywania rozsądnego poziomu zaufania sfer gospodarczych i gospodarstw domowych.

Milken (żargon) • **Milken** (vernacular) • W języku amerykańskiej bankowości inwestycyjnej jednostka pieniężna, równowartość 500 milionów dolarów. Można więc powiedzieć, że transakcja wyniosła „trzy Milkeny", tzn. 1,5 miliarda dolarów. Tyle miała rzekomo wynosić pensja Michaela Milkena u szczytu jego sławy jako promotora obligacji śmieciowych.

Minimalizacja marży, „duszenie marży” (żargon) • **Margin Squeeze** (vernacular) • Obniżenie marży zysku będące częstym zjawiskiem na rynkach konkurencyjnych. Zazwyczaj wynika ono z presji wymuszającej obniżkę cen w momencie, gdy nowe firmy zaczynają mieć udziały w rynku. Inne powody to wzrost kosztów, którymi nie można obarczyć nabywców. Wreszcie marże mogą spaść po prostu na skutek prób zwiększenia sprzedaży na rynkach o wysokiej elastyczności popytu (bez obniżki cen nie sposób zwiększyć wolumenu).



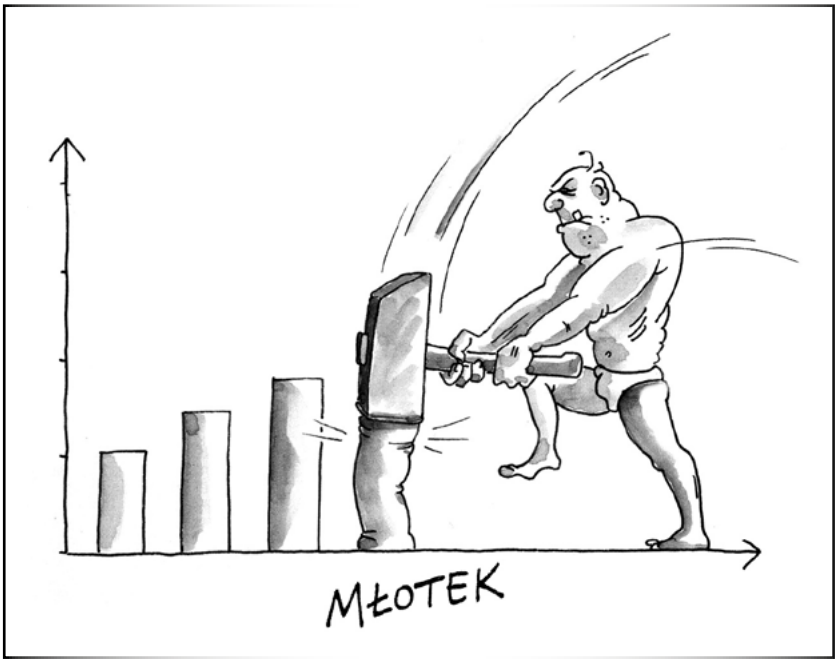
Minister skarbu (USA) • **Secretary of the Treasury** (USA) • Członek gabinetu w rządzie amerykańskim odpowiedzialny za finanse publiczne, pełniący też funkcję ustawodawczą regulującą rynki kapitałowe. Funkcja jest porównywalna do stanowiska ministra finansów (Chancellor of the Exchequer) w Wielkiej Brytanii.

Miliony do wydania

14 lipca Morgenthau, White i Vinson uzgodnili ostateczny podział pozostałych wspólnych milionów. „Widzisz, Fred, dlatego jestem ministrem skarbu” – zażartował Morgenthau, zwracając się do sędziego Vinsona po dokonaniu kalkulacji na odwrocie koperty.

Żartobliwy moment na konferencji w Bretton Woods w 1945 roku, cytat z *John Maynard Keynes* J. Skidelskiego, t. III, s. 351

Młotek (slang) • **Hammer** (slang) • W świecie finansów energiczne użycie młotka ma kilka symbolicznych znaczeń. Młotka używa się przy zamknięciu giełdy nowojorskiej, w podobny sposób jak używa go sędzia, chcąc zwrócić na siebie uwagę lub kiedy wymagana jest cisza. Natomiast „cena spod młotka" jest ceną aktywów uzyskaną w wyniku licytacji. Podczas licytacji w warunkach rynkowych, w przypadku likwidacji przedsiębiorstwa niezdolnego do kontynuacji działalności, sprzedawca uzyskuje prawdopodobnie najlepszą łączną wartość podzielonych aktywów. Aktywa trwałe, które zaangażowane są w biznesie, powinny po czasie przynieść efekty w postaci zysku. Jeśli są wyprzedawane, ich cena spod młotka zazwyczaj stanowi niewielką część jakiejkolwiek wartości bilansowej kontynuacji działalności. Dawniej w Wielkiej Brytanii używało się określenia „młotek" dla zaznaczenia niepowodzenia spółki na giełdzie londyńskiej. Określenie to wywodzi się z czasów, kiedy młotek używany był w celu uciszenia otoczenia przed ogłoszeniem złych wieści. W tym kontekście ostatnia interpretacja słowa „młotek" używana jest przez inwestorów do określenia sytuacji nagłego spadku cen akcji, czyli cen jakby „zbitych" młotkiem przez bessę lub niekorzystne wieści.



Najniżej wyceniana akcja indeksu Dow Industrial

Kiedy w General Motors zdano sobie sprawę, że firma nie będzie mogła wykorzystać 38,2 miliarda dolarów z tytułu odroczonych podatków wykazywanych w dokumentach finansowych firmy, postanowiono odpisać z rachunku całkowitą sumę. Mimo że nie było tu mowy o środkach pieniężnych, stało się to jednak sygnałem dla inwestorów, że GM nie będzie w ciągu następnych lat generować znaczących zysków. Ceny akcji zostały **zbite**. Cena spadła do 24,50 dolara, a jeszcze miesiąc wcześniej jeden walor kosztował 43,20 dolara.

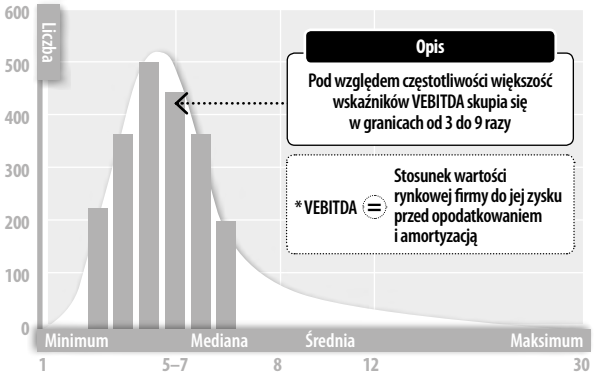
Cytat z *Gentlemen, Start Your Turnaround* z „Fortune" (wydanie europejskie), 21 stycznia 2007, s. 60

Mnożnik przepływów pieniężnych • **Cash Flow Multiples** • Suma, jaką inwestorzy są skłonni zapłacić za aktywa spółki, szacując ich zdolność do generowania gotówki. Wartość ta jest liczona na podstawie *przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej* lub zbliżonego do nich wygodnego wskaźnika EBITDA. Dlatego też wskaźnik wyceny gotówkowej może być definiowany jako *wartość przedsiębiorstwa*/EBITDA. Jego istota jest bardzo zbliżona do *wskaźnika zysku* z wyjątkiem tego, że przepływy pieniężne są uznawane za czystszą formę *wartości przedsiębiorstwa*, która nie jest zniekształcona szacunkami księgowymi, strukturą kapitału czy podatkiem dochodowym. Przepływy pieniężne, które są niestałe, niepewne lub nie rosną, będą miały niższą wartość niż te, które są stałe, pewne i rosnące. Wartość wskaźnika zależy od warunków rynkowych, ale można określić pewne przedziały (patrz tabela poniżej):

Ile jest wart?

Biznes	Cechy rynku	Wartość wskaźnika
Restauracja	• Wysoce konkurencyjny, ulegający modzie, brak lojalności klientów	1–3
Producent	• Stosowanie marki, utrudnienia w wejściu na rynek, średnio konkurencyjny	4–6
Sieć GSM	• Wpływy z franczyzy, utrudnienia w wejściu na rynek zależnie od skali	7–8
Dostawca usług kablowych tv, internetu kablowego	• Stabilne wpływy ze stałą bazą klientów	9–10
Zaawansowane technologie	• Lider rankingu, możliwość wdrażania przełomowych innowacji	11–15

Wskaźniki wyceny gotówkowej*
Wielkość próbki
3820 firm USA
w 1997 roku



Źródło: NYU Stern, A. Damodaran

Model Blacka-Scholesa wyceny opcji • Black-Scholes Option Pricing Model • Popularna formuła wyceny wartości *opcji*. Model ten opiera się na kilku upraszczających założeniach i wymaga oszacowania zmienności przedmiotu („instrument bazowy") będącego w obrocie. Równanie dla opcji kupna jest następujące:

Wartość opcji kupna = $P_c = P_s N(d_1) - Xe^{-RT}N(d_2)$	
Gdzie	**Równa się**
N(d)	= kumulacyjna funkcja rozkładu
d_1	$= \frac{\ln (P_s/X) + rt}{\sigma\sqrt{T}} + 0{,}5\sigma\sqrt{T}$
d_2	$= d_1 - \sigma\sqrt{T}$
P_s	= bieżąca cena akcji
σ	= zmienność ceny akcji w odchyleniu standardowym
e	= stała podstawa logarytmu naturalnego (2,7183)
X	= cena wykonania opcji (bazowa)
r	= wolna od ryzyka roczna stopa zwrotu
t	= termin wygaśnięcia ważności w latach
N(d)	= delta, prawdopodobieństwo, że odchylenie standardowe mniejsze niż d_x będzie miało miejsce w rozkładzie normalnym ze średnią arytmetyczną o wartości zero
Ln	= logarytm naturalny

Jeśli nas przeraża złożoność matematycznego modelu, warto zwrócić uwagę na logikę zdrowego rozsądku, która stoi za tymi wszystkimi skomplikowanymi liczbami.

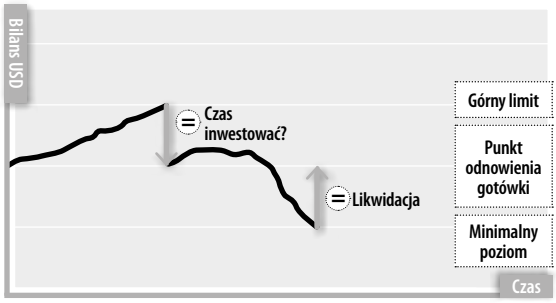
Czynnik	Wpływ na wartość opcji
Bieżąca cena (P_s)	• Jeśli wartość instrumentu bazowego wzrasta, tak samo będzie wzrastała cena zakupu opcji
Cena wykonania opcji (bazowa) (X)	• Im wyższa cena wykonania opcji (bazowa), tym mniejsza wartość opcji
Zmienność bazowa (σ)	• Im większa zmieność ceny, tym większa wartość opcji
Termin wygaśnięcia ważności (t)	• Im dłuższy termin ważności opcji, tym większa wartość opcji
Bezryzykowna stopa zwrotu (r)	• Wyższe koszty utrzymania podwyższają wartość opcji jako alternatywę

Opracowanie tego „magicznego" modelu w 1973 roku w zasadniczy sposób wpłynęło na rozwój rynku *instrumentów pochodnych*. Chociaż pierwotnie został on stworzony dla opcji notowanych, może być również zastosowany dla *pozagiełdowych* opcji i dla opcji pozafinansowych. Formuła została opracowana przez Fischera *Blacka*, Myrona *Scholesa* i Roberta Mertona. Ci dwaj ostatni otrzymali Nagrodę Nobla w dziedzinie ekonomii. Chociaż to Black jako pierwszy opracował tę formułę, zmarł w 1995 roku i nie doczekał się nagrody, ponieważ nie jest ona przyznawana pośmiertnie.

Model działalności (żargon) • **Business Model** (vernacular) • Ogólny termin odnoszący się do sposobu konkurowania przez przedsiębiorstwo na rynku – odpowiada podstawowej strategii prowadzenia przez nie działalności. Przykładowo, przedsiębiorstwo może działać na zasadzie franczyzy; zakładać spółki typu joint venture (*wspólne przedsięwzięcia*); koncentrować się na minimalizacji kosztów dystrybucji na szeroki rynek lub skupiać się na specyficznej niszy rynkowej.

Model Millera-Orra • Miller-Orr Model (Cash Holdings) • Model *zarządzania środkami pieniężnymi*, który ogranicza fluktuacje gotówki do przedziału między minimalnym poziomem (ustalonym rozważną decyzją zarządu) a górnym limitem, określonym za pomocą równań uwzględniających koszty utrzymania zasobów, koszty transakcji (patrz *model Baumola*) i podatność przepływów gotówki na zmiany. Model ten okazuje się szczególnie przydatny w sytuacji, gdy przepływy środków pieniężnych są niepewne.

Model Millera-Orra: optymalne środki pieniężne



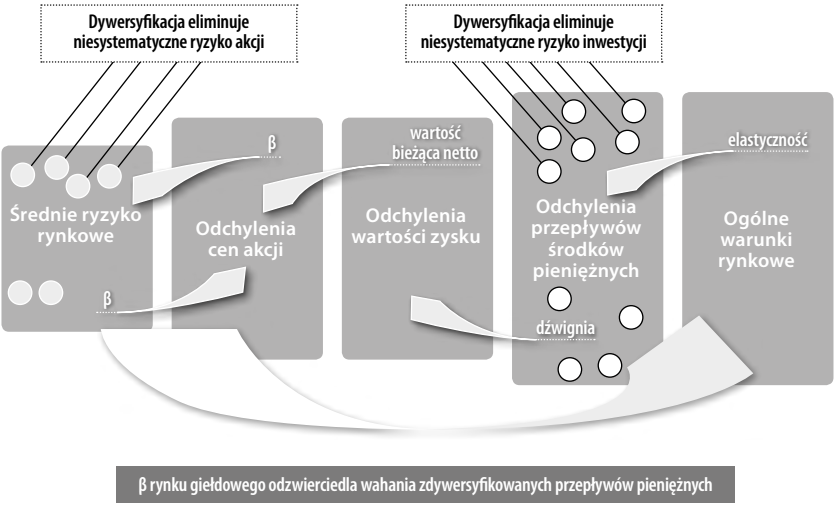
Górny limit = równania oparte na kosztach utrzymania zasobów, wolumenie transakcji i zmienności przepływów gotówki

Minimalny poziom = zgodnie z decyzją zarządu

Model wyceny aktywów kapitałowych (model równowagi rynku kapitałowego) a rachunkowość • Capital Asset Pricing Model • CAPM • Model wyceny *papierów wartościowych* oparty na teorii portfelowej, wyznaczający cenę akcji w oparciu o relację spodziewanej stopy zwrotu i określonego rodzaju ryzyka. Wyceniając wartość akcji, inwestorzy porównują spodziewany z nich zwrot ze zwrotem z inwestycji wolnej od ryzyka (która jest decydująca dla wyceny), pomniejszony o dodatkowe ryzyko wiążące się z akcjami. Miara związanego z akcjami ryzyka (która jest decydująca dla wyceny) obejmuje jedynie te rodzaje ryzyka, których nie da się wyeliminować przez dywersyfikację posiadanego portfela akcji. Rozważając ten model wyceny aktywów kapitałowych w kategoriach zwrotu (czyli odwrotności wartości akcji), dochodzimy do następującego wniosku:

Zwrot z akcji należy porównać ze zwrotem z innych inwestycji				
R (s) =	$R(f) + \beta (s) \times [R_{(m)} - R_{(f)}] + e_{(i)}$			
	Zwrot podstawowy	**Wrażliwość akcji**	**Premia za ryzyko rynkowe**	**Zwrot faktyczny w porównaniu z oczekiwanym**
Gdzie				
R (s)	Stopa zwrotu z akcji spółki			
R (f)	Stopa zwrotu z inwestycji wolnej od ryzyka (np. odsetki od bonów skarbowych)			
β (s)	Statystyczna miara korelacji zwrotu z akcji i średniej rynkowej stopy zwrotu (współczynnik beta)			
R (m)	Ogólna rynkowa stopa zwrotu			
e (i)	Zwrot *alfa* – niespodziewany lub anormalny, który w długim okresie powinien wynosić zero			

Model wyceny aktywów kapitałowych



Model wyceny aktywów kapitałowych opiera się na założeniu, że istnieje korelacja między oczekiwaną stopą zwrotu a ryzykiem, tzn. im wyższe jest ryzyko, tym wyższy musi być spodziewany zwrot. Założenie to odnosi się jednak jedynie do tych rodzajów ryzyka, których nie można wyeliminować w drodze dywersyfikacji. Ponieważ ryzyko związane konkretnie z danym przedsiębiorstwem (ryzyko „niesystematyczne") można wyeliminować w ramach portfela, nie musi ono być rekompensowane w postaci wyższej stopy zwrotu. Jedynie ryzyko wspólne dla wszystkich przedsiębiorstw (ryzyko „systematyczne") wymaga odpowiedniej rekompensaty, ponieważ nie da się go uniknąć. Wysokość rekompensaty uzależniona jest od współczynnika β, który jest statystyczną miarą wrażliwości danych akcji na resztę rynku, tzn. ryzyko systematyczne. Z CAPM wynika, że perspektywy firmy na przyszłość są mniej istotne niż jej związek z rynkiem, tzn. jej współczynnik β. Przedmiotem zainteresowania analizy finansowej stała się zdolność rachunkowości do przewidywania i dostarczania miar ryzyka.

Modele zmienności SABR • **SABR Volatility Models** • Złożony matematyczny wzór stosowany do mierzenia zmienności w kontraktach (pochodnych) na stopy procentowe. Nazwa pochodzi od parametrów matematycznych: „Sigma, Alpha, Beta, Ro".

Modelowanie finansowe • **Modelowanie na arkuszu kalkulacyjnym** • **Financial Modeling** • **Spreadsheet Modeling** • Zastosowanie modeli do przewidywania przyszłych zachowań w realnym świecie podmiotów finansowych, od prostych prognoz przepływów środków pieniężnych przedsiębiorstwa po szacunki wartości godziwej wyrafinowanych instrumentów pochodnych. Najbardziej zaawansowane wersje wykorzystują analizę statystyczną wydarzeń z przeszłości, próbując przewidywać przyszłość z prawdopodobieństwem wystąpienia przypisanym do uzyskiwanych wyników. Po zapewnieniu przez Microsoft wszechobecnego oprogramowania Excel modelowanie finansowe stanowi obecnie integralną część nowoczesnych finansów.

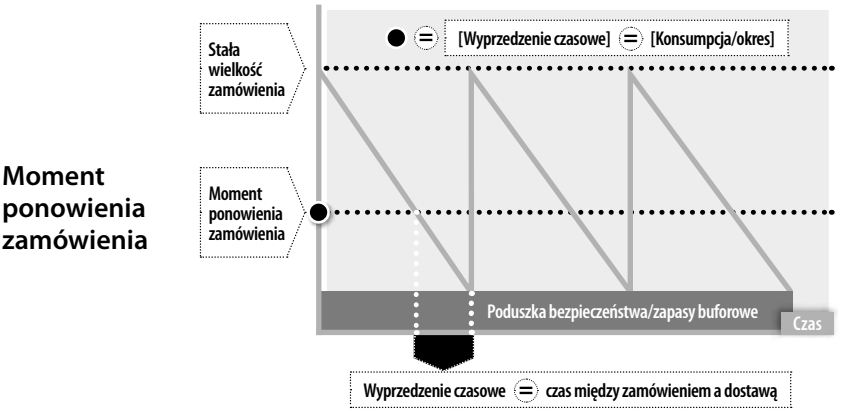
Modne akcje (żargon) • **Fashionable Stocks** (vernacular) • Akcje spółek będących w centrum uwagi rynku ze względu na podekscytowanie ich technologią, perspektywami na przyszłość, modelem działalności lub prestiżowymi transakcjami, takimi jak przejęcia. Określenie to jest łagodnie pejoratywne i niesie ze sobą konotacje spekulacyjnego lub zbiorowego instynktu stadnego, któremu przeciwstawia się beznamiętny pogląd oparty na analizie fundamentalnej. Mimo to kapitał ciągle stara się rozpoznać nowatorów, ponieważ „bycie pionierem" przynosi wielkie korzyści. Wystarczy wspomnieć o powodzeniu pierwszych inwestorów spółki Microsoft, E-bay czy Google. Sceptycy postrzegają to jako *doraźność*, chwilową popularność i wskazują na szum wokół, a następnie weryfikację technologicznej *bańki spekulacyjnej* w latach 1998–2001.

Na paradzie

Dla niezależnej firmy analiz inwestycyjnych giełda była **pokazem mody**, a Enron był najnowszym supermodelem paradującym po wybiegu. Analitycy zostali zaślepieni przepychem i światłami jupiterów, ale nie zbadali istoty sprawy.

Kurt Eichenwald *Conspiracy of Fools* (*Spisek głupców*), 2005, s. 449

Moment zamówienia odbudowy zapasów • **Reorder Point** • Moment, w którym zapasy powinny zostać zamówione, biorąc pod uwagę całkowity czas od momentu zamówienia do dostawy oraz dzienne zużycie, tak aby nie zabrakło towaru. Wzór to: [całkowity czas od momentu zamówienia do dostawy] x [przeciętna dzienna konsumpcja/zużycie]. Gdy zaistnieją nieprzewidziane opóźnienia w dostawie bądź w wykorzystaniu, może zostać udostępniony zapas rezerwowy, aby zaspokoić popyt.



Monopolizować rynek (żargon) • **Corner the Market** (vernacular) • Uzyskać wystarczającą kontrolę nad rynkiem dla określonego towaru, a następnie ograniczyć podaż tak, żeby wynikający z tego ograniczenia brak lub pozór braku wymusił z kolei podwyżkę cen. Wynikiem takiej operacji jest potencjalny zysk z tytułu zawładnięcia rynkiem. Ryzyko z kolei polega na tym, że rynek może nie zareagować albo że nabywca zbankrutuje w trakcie gromadzenia towaru. Jeśli transakcja nie jest przejrzysta, może zostać uznana za oszustwo przez władze. Głośnym przykładem próby zmonopolizowania rynku była dokonana przez braci Hunt z Teksasu próba manipulacji cenami srebra w latach 80. XX wieku; nie udała się i bracia stracili miliony dolarów.

Morningstar • **Morningstar** • Znana agencja analityczna, oferująca też podobne usługi inwestycyjne w USA oraz na 15 innych dużych rynkach międzynarodowych. Korzenie firmy sięgają wczesnych lat 80. XX wieku (jej nazwa pochodzi od ostatniego zdania powieści Walden autorstwa Henry'ego Davida Thoreau: „słońce jest zaledwie gwiazdą zaranną"), kiedy to branża funduszy powierniczych przechodziła dynamiczny rozwój. Większość indywidualnych inwestorów amatorów lokujących w te fundusze była spragniona łatwo dostępnych i tanich informacji o wynikach coraz większej liczby funduszy. Firma opracowała prosty, acz przydatny system klasyfikacji oparty na przydzielaniu od 1 do 5 gwiazdek za wyniki i ryzyko funduszu. Również jej „barometr rynku" cieszy się wielką popularnością. Po początkowym sukcesie firma opracowała inne usługi inwestycyjne, z których wiele jest dostępnych na ich dobrze zbudowanej stronie internetowej (www.morningstar.com). Patrz również *agencja ratingowa.*

Mosiężny szyld (żargon) • **Brass Plate** (vernacular) • Każda *firma wydmuszka* wykorzystywana jako *słup* do prowadzenia niejasnych interesów. Nazwa pochodzi od tabliczki z nazwą firmy przytwierdzonej na biurowcu. Mosiądz ma stwarzać wrażenie legalności. Biuro, którego siedziba często jest zlokalizowana w kraju z liberalnymi przepisami rejestracyjnymi, zapewnia fizyczne istnienie oraz adres do korespondencji, ale nic poza tym. Mosiężne szyldy zazwyczaj kojarzone są z międzynarodowym transportem morskim, gdzie jednostki pływają pod tzw. tanimi banderami krajów, w których rejestracja odbywa się w oparciu o liberalne przepisy.

Mur tajemnicy

Mosiężne szyldy w takich miejscach jak Liberia, Panama czy Wyspy Bahama, firmy dysponujące jednym statkiem w celu ograniczenia odpowiedzialności oraz struktury wewnętrznie powiązanej własności wspólnie tworzą sekretny mur, za którym prawdziwi właściciele statków mogą się ukryć.

Brassed Off, „The Economist", 18 maja 2002, s. 71

Motyw zysku • **Profit Motive** • Uniwersalna siła motywacyjna ludzi: pragnienie maksymalizacji bogactwa. Kupujący stara się uzyskać jak najlepszy produkt za najniższą cenę, a sprzedający stara się sprzedać najtańszy produkt za najwyższą cenę. Kiedy osiągają kompromis, który jest możliwy do zaakceptowania przez obie strony, dochodzi do transakcji. Na konkurencyjnych wolnych rynkach motyw zysku jest na tyle silny, że przeważa nad względami osobistymi. Tak więc rynek jest „bezosobowy". Motyw zysku jest sednem *teorii firmy* i ostatecznie rządzi stosunkami handlowymi. Chociaż wielu może się zżymać, że jest chciwy, nieżyczliwy, egoistyczny itp., to jest on zarówno „naturalny", jak i – jeśli wykorzystany w pożytecznych celach – niezwykle efektywny dla wszystkich zainteresowanych stron. Księgowi są „służącymi" motywu zysku, ponieważ ich zadaniem jest dokładne mierzenie rzeczy, za którymi wszyscy się uganiają.

Nasz chleb powszedni

To nie ze względu na szczodrobliwość rzeźnika, piwowara czy piekarza możemy spodziewać się obiadu, ale z uwagi na ich **motyw zysku**. Nie zwracamy się do ich ludzkich uczuć, ale do ich miłości własnej.

Adam Smith *The Wealth of Nations* (*Bogactwo narodów*), 1776

Mr Inside/Mr Outside (żargon) • **Mr Inside/Mr Outside** (vernacular) • W tych dwóch kategoriach inwestor z kapitałem wysokiego ryzyka (ang. venture capitalist) rozpatrywałby talenty zarządcze członków zespołu. *Mr Inside* to specjalista od działania na zapleczu, od techniki i działań operacyjnych. Z kolei *Mr Outside* świetnie radzi sobie „na froncie", tzn. w kontaktach z klientami i bankami.

N

N • N • Symbol stosowany do oznaczania: a) akcji na rynku *NASDAQ* należącej do trzeciej klasy *akcji uprzywilejowanych* spółki lub b) w tabelach giełdowych w gazetach do oznaczania nowych akcji, które weszły na giełdę w ciągu ostatnich 52 tygodni. Ceny maksymalne i minimalne dotyczą okresu krótszego niż rok.

Nadsubskrypcja • Oversubscribed Share Issue • Emisja papierów wartościowych, przy której popyt wśród zainteresowanych inwestorów jest większy niż liczba oferowanych akcji. Na przykład jeśli na 100 akcji złożono 500 zapisów, mielibyśmy do czynienia z czterokrotną (500 - 100 = 400 w porównaniu do 100) nadsubskrypcją. Nadsubskrypcja sugeruje zbyt niską cenę emisyjną, która prawdopodobnie wzrośnie po rozpoczęciu obrotu na rynku wtórnym. Jako że emitent nie odniesie korzyści z wyższych cen, nadsubskrypcja może oznaczać problem związany z *gwarancją*. Choć umiarkowana nadwyżka popytu pomaga w zebraniu kapitału, nadmierna nadwyżka sprawia, że jest to bardziej kosztowne niż to konieczne. Nadsubskrypcja może również wskazywać na próbę odkupu akcji lub przejęcia, w której na sprzedaż oferowanych jest więcej papierów wartościowych, niż kupujący zgadza się nabyć. Kupujący może wtedy postanowić dokupić więcej papierów wartościowych lub kupić uzgodnioną liczbę na zasadzie proporcjonalnej.

Nadużycia na rynku kapitałowym • Market Abuse • Próby manipulowania lub wprowadzania w błąd *rynków kapitałowych* poprzez celowe rozpowszechnianie nieprawdziwych informacji. Na przykład rozsiewając fałszywe pogłoski dotyczące sytuacji spółki, sprawca może zyskać, przeprowadzając *krótką sprzedaż* akcji. Nadużycia na rynku kapitałowym są nielegalne w większości krajów, ale mogą być trudne do udowodnienia. Strona winna musiałaby zarówno wprowadzić rynek w błąd, jak i zyskać na tym. Prawo zwykle wyłącza z odpowiedzialności nieumyślne błędne oceny analityków oraz dziennikarzy zajmujących

się finansami, działających w dobrej wierze. Kluczem jest raczej intencja niż efekt na rynku. Dla przestrzegających prawa uczestników rynku obawa przed *ryzykiem utraty reputacji* jest najlepszym bodźcem dla precyzyjnej i wiarygodnej informacji.

Nadwyżka środków pieniężnych • **Discretionary Cash Flow** • Roczna nadwyżka środków pieniężnych pozostająca do dyspozycji przedsiębiorstwa po zaspokojeniu wszelkich istniejących zobowiązań i dokonaniu obowiązkowych reinwestycji niezbędnych do utrzymania dobrej kondycji finansowej. Nadwyżka ta może zostać wypłacona w postaci *dywidend* i/lub przeznaczona do obsługi większej części zadłużenia.

Nadwyżka środków pieniężnych		
Składnik	**Przykład**	**Uwagi**
Przepływ środków pieniężnych z działalności operacyjnej *	700 000	Zysk netto + amortyzacja i podatek odroczony
Reinwestycja w *kapitał obrotowy*	- 80 000	Konwersja przepływu funduszy w przepływy pieniężne
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	*620 000*	
Przypadające do spłaty raty kapitału zadłużenia	- 120 000	Dotyczy wcześniej zaciągniętych zobowiązań przedsiębiorstwa, których niedotrzymanie naruszyłoby warunki umowy
Obowiązkowe *nakłady inwestycyjne*	- 50 000	Wydatki konieczne do utrzymania mocy produkcyjnych na co najmniej takim samym poziomie
Dopłata do kapitału obrotowego	- 25 000	Konieczna do utrzymania zdrowej relacji sprzedaży do kapitału obrotowego; wymagana zazwyczaj w przypadku wzrostu sprzedaży lub problemów z płynnością
Dywidendy od akcji uprzywilejowanych	- 175 000	Chociaż nie jest to wymagane prawem, akcje uprzywilejowane mają pierwszeństwo w przypadku zadeklarowania jakiejkolwiek wypłaty dywidend od akcji zwykłych; niewypłacenie dywidend od akcji uprzywilejowanych zaszkodziłoby reputacji przedsiębiorstwa na rynkach kapitałowych
Nadwyżka środków pieniężnych	**250 000**	Środki pieniężne pozostające do dyspozycji na wypłatę dywidend od akcji zwykłych, nakłady inwestycyjne lub obsługę dodatkowego zadłużenia
* W aspekcie „funduszy" (tj. kapitału obrotowego) lub w aspekcie „pieniężnym"		

Nadwyżka środków pieniężnych to miara tego, ile środków przedsiębiorstwo jest w stanie przeznaczyć na nową działalność bez narażania na szwank swojej kondycji finansowej. Jest ona również powiązana z pojęciem zachowania kapitału, ponieważ zanim stanie się możliwy dalszy realistyczny wzrost, konieczne jest ponowne zainwestowanie w przedsiębiorstwo pewnej części wolnych środków. Lekceważenie tej potrzeby prowadzić może do wystąpienia zjawiska *przegrzania* oraz innych niebezpieczeństw związanych ze wzrostem. Nadwyżkę środków pieniężnych można wykorzystać na wypłatę dywidend, zwiększenie zdolności produkcyjnych lub – w przypadku zwiększenia zadłużenia długoterminowego – na jego obsługę.

Naganianie do zakupu akcji (żargon) • **Tout a Stock** (vernacular) • Nieformalne rekomendowanie czy promowanie pewnych akcji jako „okazji" o „mocno zaniżonej cenie". Jeżeli już posiadasz takie akcje, namawianie do ich zakupu może jedynie świadczyć o niewinnej chęci pochwalenia się przez osobę dobrze orientującą się na giełdzie. Z drugiej strony kupowanie twoich akcji przez innych inwestorów może okazać się korzystne, ponieważ podbije ich cenę. Bardziej agresywne i mniej zdrowe naganianie klientów ma miejsce, kiedy broker pobiera prowizję (patrz *zbieranie śmietanki*) albo kiedy gwarant emisji próbuje pozbyć się akcji.

Najeźdźca korporacyjny • **Pirat korporacyjny** (żargon) • **Corporate Raider** (vernacular) • Każdy niepożądany nowy inwestor, który nie jest zadowolony ze status quo w spółce notowanej na giełdzie. Inwestor będzie próbował wymusić zmiany w strategii, polityce finansowej lub w zarządzaniu poprzez wywieranie wpływu jako członek rady lub poprzez walkę na pełnomocnictwa na zgromadzeniu wspólników. W obu wypadkach pirat z reguły nie zgadza się z urzędującym zarządem. Mimo iż analogia do retoryki wojennej może spowodować negatywne skojarzenia, najeźdźca korporacyjny (lub nawet jedynie jego zagrożenie) może mieć pozytywne skutki dla *tworzenia wartości dla akcjonariuszy*, ponieważ jest to zdrowe wyzwanie dla zarządu, aby spojrzeć krytycznym okiem na swoją działalność.



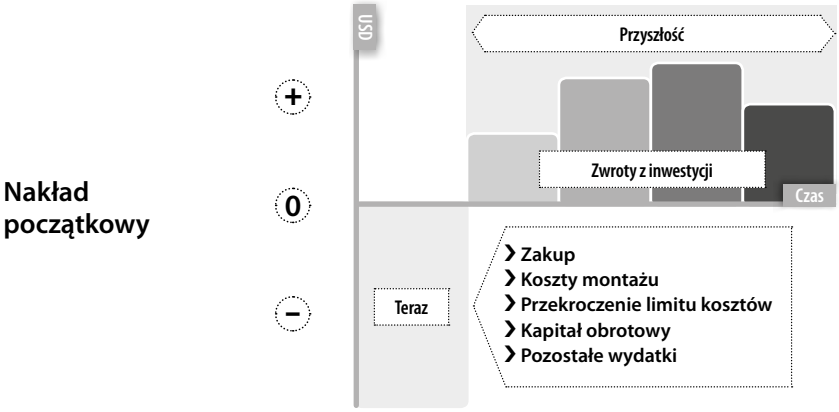
Zdrowa presja

Pytanie: Czy osiągasz cokolwiek oprócz zarabiania pieniędzy?
Odpowiedź: Tak. Ameryka straci swoją ekonomiczną hegemonię, jeśli nie zrobimy czegoś podobnego do tego, co ja robię, czyli **nie pociągniemy zarządów do odpowiedzialności**. Nasze przedsiębiorstwa tak naprawdę nie są konkurencyjne dla Azji, co jest nowym, poważnym zagrożeniem.

10 questions for Carl Icahn (*10 pytań do Carla Icahna*), najeźdźcy korporacyjnego, „Time", 26 lutego 2007, s. 6

Nakład początkowy (inwestycje) • **Initial Cash Outlay (Capital Expenditures)** • Wydatek inicjujący inwestycję w nowy projekt lub wyposażenie. W kalkulacji *wartości bieżącej netto* (NPV) projektu ujęty jako wartość ujemna i zestawiony z dodatnimi przepływami netto kolejnych lat trwania inwestycji. Wydatek inicjujący nie obejmuje kosztów nieistotnych (takich jak koszty poniesione nieodwołalnie na przygotowanie projektu), zawiera natomiast

wszystkie istotne koszty, w tym również inwestycje w kapitał obrotowy. „Inicjujący" sugeruje, że później mogą nastąpić kolejne wydatki (koszty utrzymania i reinwestycje). W związku z nakładem inwestycyjnym pojawiają się dwie istotne kwestie. Po pierwsze, istnieje ryzyko przeciągnięcia inwestycji w czasie, prowadzące do obniżenia NPV i konieczności zwiększenia źródeł finansowania w porównaniu z pierwotnym planem. Po drugie, konieczność pokrycia gotówką wydatku inicjującego, często znacznej wysokości, wywołuje potrzebę zorganizowania źródła finansowania przekraczającego wewnętrzne możliwości spółki.

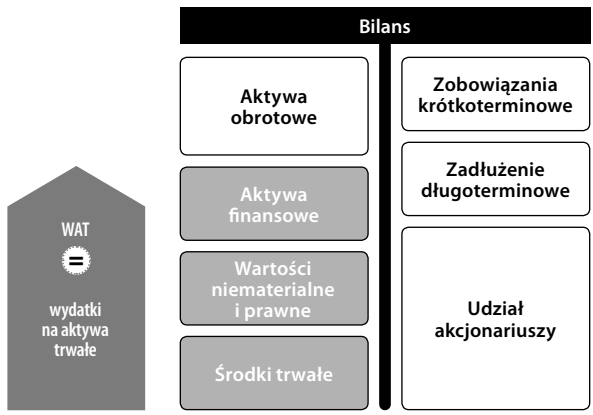


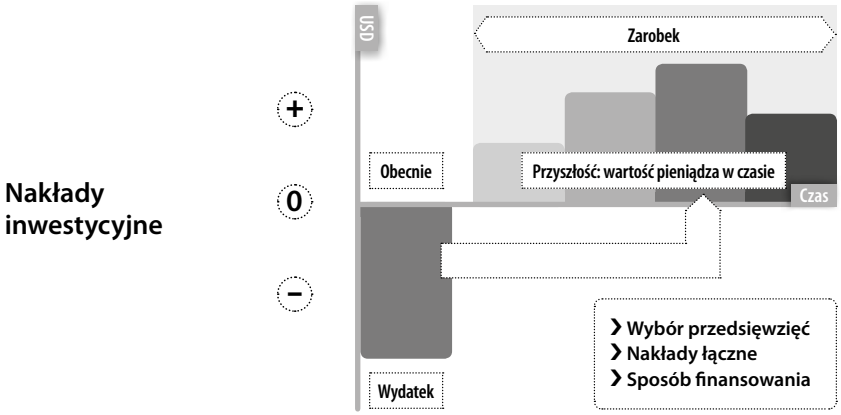
Nakłady inwestycyjne • **Capital Expenditures (Capex)** • Fundusze wydatkowane na zakup nowych środków trwałych koniecznych do utrzymania lub zwiększenia mocy produkcyjnych przedsiębiorstwa. Termin ten może się również odnosić do nakładów poniesionych na nabycie wartości niematerialnych i prawnych. Jest to przeciwieństwo inwestowania *kapitału obrotowego* w zapasy oraz należności i inwestowania w spółki zależne. Nakłady inwestycyjne obejmują zobowiązania duże i stałe dotyczące przyszłości. Często występujące ryzyka to: przekroczenie limitu kosztów oraz błąd *prognozowania* przyszłej produktywności inwestycji. Dobrą stroną tego jest fakt, że mądre inwestycje mogą przynieść wyższą wydajność produkcyjną (patrz *dźwignia operacyjna*), przewagę konkurencyjną oraz wzrost udziału w rynku. Z tych przyczyn nakłady inwestycyjne należy dokładnie rozważyć z wykorzystaniem procesu *budżetowania nakładów inwestycyjnych.* Nakłady inwestycyjne są raczej przedsięwzięciem inwestycyjnym o innym charakterze i w zależności od możliwości firmy i jej zdolności kreatywnych podlegają następującej klasyfikacji:

Klasyfikacja przedsięwzięć inwestycyjnych		
Kategoria	**Przykład**	**Komentarz**
Wymiana	◆ Utrzymanie dotychczasowej zdolności	◆ Obowiązkowe; przyrostowe
Przestrzeganie przepisów prawa	◆ Przepisy bezpieczeństwa i ochrony środowiska	◆ Obowiązkowe; przyrostowe
Obniżanie kosztów	◆ Modernizacja technologii	◆ Uznaniowe; przyrostowe; małe ryzyko
Rozbudowa zdolności	◆ Nowe instalacje i urządzenia	◆ Uznaniowe; etapowe; średnie ryzyko
Nowe produkty/rynki	◆ Prace badawczo-rozwojowe, inwestycje zagraniczne	◆ Wysoce uznaniowe; ryczałtowe; duże ryzyko
Strategia	◆ Nabycie innego podmiotu	◆ Wysoce uznaniowe; ryczałtowe; duże ryzyko
Infrastruktura	◆ Budynki centrali firmy; wizerunek itp.	◆ Wybitnie uznaniowe; korzyści niematerialne

Nakłady inwestycyjne pokrywane są zwykle ze stałych źródeł finansowania, takich jak *kapitał własny* lub *zadłużenie długoterminowe*. W przypadku braku środków z tych źródeł istnieje niebezpieczeństwo, że odpływ środków pieniężnych spowoduje problemy z płynnością. W tym właśnie leży wytłumaczenie pozornie zagadkowego zjawiska gwałtownie rozwijających się przedsiębiorstw, które bankrutują z powodu nadmiernych nakładów inwestycyjnych. Patrz również *koszt kapitału*.

Nakłady inwestycyjne





Skąpo czy hojnie

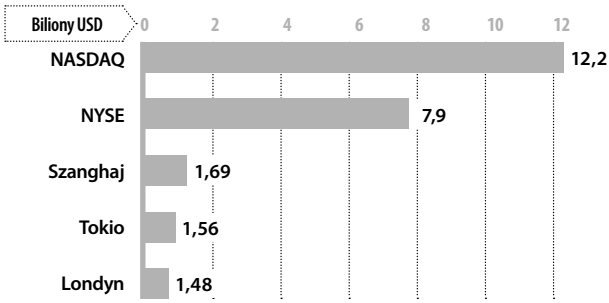
Tak bowiem jest: kto skąpo sieje, ten skąpo i zbiera,
kto zaś hojnie sieje, ten hojnie też zbierać będzie.

Drugi list do Koryntian, 9:6

Narosłe odsetki od obligacji • **Accrued Interest on Bonds** • Narastanie (z łac. 'wzrost') reprezentuje dochód/wydatek powstały/poniesiony wraz z upływem czasu, ale jeszcze niewypłacony w gotówce (więcej w *Kompendium terminów z zakresu rachunkowości po polsku i angielsku*). W przypadku obligacji narosłe i niezapłacone odsetki zwiększają rynkową wartość obligacji. Na przykład inwestor, kupując obligację korporacyjną wartości 1000 dolarów na miesiąc przed terminem wypłaty odsetek, dodaje 8,33 dolara (30 dni/360 x 10% x 1000 dolarów) do wartości bazowej obligacji. W USA obligacje mają zwykle wartość nominalną 1000 dolarów, a odsetki wypłacane są co pół roku. Roczna stopa dochodu jest wyliczana jako dwukrotność stopy 6-miesięcznej (bez uwzględnienia efektu procentu składanego); dla ułatwienia odsetki są wyliczane na podstawie: 12 x 30-dniowe miesiące (aczkolwiek w przypadku amerykańskich bonów skarbowych odsetki wylicza się bardziej precyzyjnie, przyjmując rok jako 365 dni). Na rynkach międzynarodowych odsetki są wypłacane rocznie i mogą uwzględniać niewielką kwotę kapitału (w Wielkiej Brytanii typowa obligacja ma wartość nominalną 100 funtów). Niektóre rynki obligacji włączają narosłe odsetki do ceny transakcyjnej, inne dodają je dopiero po transakcji. Pierwsza z metod znana jest jako „brudna cena", „cena plus narosłe odsetki" lub „pełna cena". Różni się ona od częściej podawanej „ceny czystej" lub „liniowej", przy której kwotowana cena dotyczy tylko kapitału, a odsetki muszą być dodawane oddzielnie.

NASDAQ • National Association of Securities Dealers Automated Quotation System • Skomputeryzowany system prowadzenia obrotów w USA na pozagiełdowym rynku papierów wartościowych. Przy ponad 3000 notowanych firm giełda obraca większą liczbą akcji dziennie niż jakikolwiek inny rynek w USA. NASDAQ jest zwykle kojarzony z szybko rozwijającymi się spółkami technologicznymi. Europejskim odpowiednikiem jest NASDAQ Europe (zwany dawniej EASDAQ).

NASDAQ
Największe giełdy na świecie według obrotów miesięcznych, maj 2009 roku



Źródło: The World's Largest Stock Exchanges, www.loansandcredit.com

Nastawienie na szybkie pieniądze (żargon) • **Fast-Money Mindset** (vernacular) • Mentalność opierająca się na ogromnym pragnieniu uzyskania szybkich rezultatów, prowadząca do podejmowania wysokiego ryzyka, przyjmowania naiwnych założeń i nieprzestrzegania *kompleksowej analizy*. Może się zdarzyć podczas hossy, kiedy zarabianie pieniędzy wydaje się łatwe i kiedy istnieje presja czasu ze strony sił konkurencyjnych.

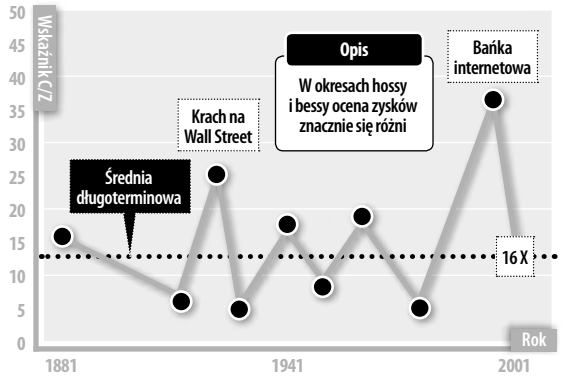
Żyj i się ucz

„Stałem się arogancki" – [przewodniczący prywatnego funduszu inwestycyjnego z Nowego Jorku] wspomina najboleśniejszy epizod ze swojej świetlanej kariery: jego firma, która napawała go dumą, nastawiła się na szybkie pieniądze, rzuciła się na gałęzie przemysłu, o których nie miała pojęcia, i z entuzjazmem oddała się w ramiona zadłużenia: te błędy przyniosły porażające straty jej inwestorom.

Education of a Dealmaker, „BusinessWeek", 17 września 2007, s. 48

Nastrój rynku • **Market Sentiment** • Ogólny nastrój na giełdzie określany jako *byczy* (optymistyczny) lub *niedźwiedzi* (pesymistyczny). O ile niektóre wahania nastrojów można przypisywać zmianie danych fundamentalnych w ramach cyklu koniunkturalnego, to częściowo sentyment rynku wynika z instynktu stadnego, jako że stany psychiczne są zaraźliwe. Emocjonalna konotacja sentymentu prowadzi do wniosku, że rynki nie są całkiem racjonalne i nie reagują z chłodną kalkulacją. Patrz *finanse behawioralne*.

Nastrój rynku
Uproszczona wersja:
S&P 500 w USA



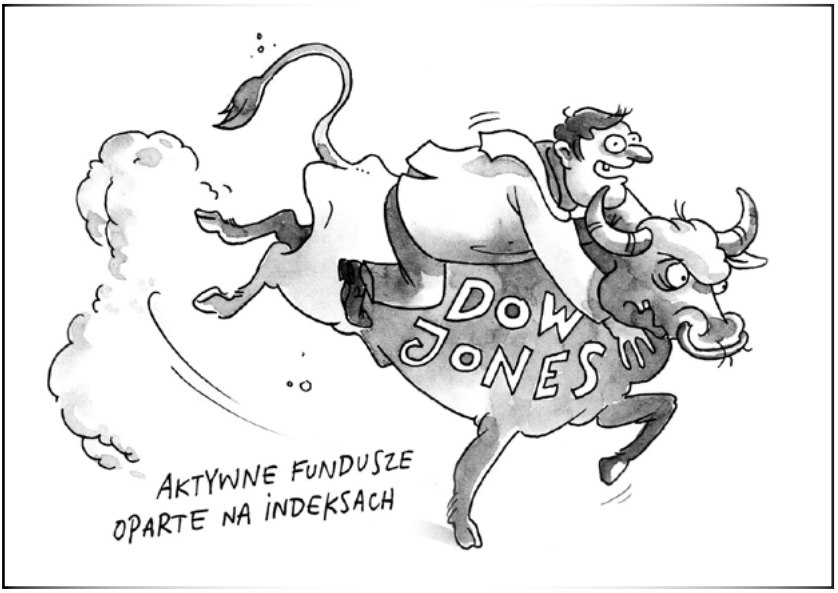
Źródło: T. Harford *The Undercover Economist*, s. 148 / Robert Shiller, Yale University

Mądrości Sir Johna Templetona

Hossa rodzi się w rozpaczy, rośnie wśród sceptycyzmu, dojrzewa w optymizmie i umiera w euforii.

„Newsweek", 20 lipca 2009, s. 22

Naśladowcy indeksów (slang) • **Index Huggers** (slang) • Zarządzający aktywami i portfelami, którzy tworzą bardzo zróżnicowane portfele inwestycyjne mające taki sam skład jak *fundusze indeksowe* (np. Index S&P 500) rynku giełdowego. Metodę tę stosuje się zamiast wybierania „zwycięzców" i unikania „przegranych" (patrz *inwestor alfa*). Może być kojarzona z brakiem odwagi i przekonania. Jednak z drugiej strony *hipoteza rynku efektywnego* wskazuje na to, że nie jest to zła strategia, zwłaszcza jeśli dzięki tej metodzie można zaoszczędzić na kosztach transakcji i *zarządzania aktywami*.



Natężenie aktywów (żargon) • **Asset Intensity** (vernacular) • Wskaźnik finansowy mierzący poziom aktywów koniecznych do podtrzymania sprzedaży. Niższa wartość wskaźnika oznacza, że przedsiębiorstwo może rozwijać się przy skromnym poziomie inwestycji.

Wskaźnik		
„Natężenie aktywów"	=	$\frac{\text{Aktywa}}{\text{Sprzedaż}}$

Jak widać z powyższego wzoru, wskaźnik ten jest odwrotnością wyliczania rotacji aktywów.

Nazwisko (istotny uczestnik branży ubezpieczeniowej) • **Name** (Lloyd's Insurance vernacular) • Osoba na londyńskim rynku ubezpieczeń *Lloyd's*, która posiada na tyle duży majątek, aby uzyskać status członka konsorcjum ubezpieczeniowego. Pierwotnie konsorcjum ubezpieczeniowe Lloyda współtworzyły takie właśnie zamożne jednostki, ale z czasem pałeczkę przejęły spółki, które były w stanie podjąć ryzyko zbyt duże dla większości „nazwisk". To żargonowe określenie wiąże się z tradycyjną identyfikacją gwaranta poprzez jego nazwisko rodowe.

Negocjacje typu „obie strony wygrywają” • **Win/win Negotiations** • Pogląd, że można osiągnąć porozumienie, dzięki któremu obie strony nie tylko odnoszą korzyści (tak jest, kiedy zawiera się jakąkolwiek transakcję, inaczej nie doszłoby do porozumienia), lecz również – co jest być może ważniejsze – obie strony czują się wygrane. Jest to przeciwieństwo opinii, że negocjacje są grą „zero do iluś”, w której występuje wyraźny zwycięzca i przegrany. Negocjacje, po których obie strony czują się wygrane, wymagają twórczej energii i empatii (rzadkie umiejętności). Jest to zbawienne, gdy liczy się utrzymanie stałych relacji.

Negocjator • **Macher** (żargon) • **Deal Maker** (vernacular) • Szeroko rozumiane określenie osoby zaangażowanej w realizację dużych umów handlowych lub transakcji w bankach inwestycyjnych. Budzi skojarzenia ze sprytem i z wyczuciem. Patrz także *zaklinacz deszczu*.

Wystarczy tupetu?

Dimon, **macher**, który prawie przez całą swoja karierę zawodową w branży finansowej nabył przenikliwości umysłu, bezczelności i tupetu – cech jakże przydatnych w tym świecie. A przecież tradycyjnie nie były to cechy wysoko cenione w komercyjnej i detalicznej bankowości.

Jamie Dimon, wiceprezydent Citigroup w Nowym Jorku przenosi się do Bank One w Chicago, cytat z *The Curse of the Superstar CEO* w „Harvard Business Review”, wrzesień 2002, s. 65

Neuer Markt • **Neuer Market** • Segment niemieckiego rynku giełdowego dla młodych, szybko rosnących spółek. Podobny do amerykańskiego NASDAQ. Inne podobne rynki to *Alternative Investment Market,* Nouveau Marche (Francja), japoński NASDAQ i New Connect (Warszawa). Całkowite załamanie sektora zaawansowanych technologii pod koniec 2001 roku doprowadziło do zamknięcia Neuer Markt w 2003 roku.

Nieakceptowalny warunek umowy (żargon) • **Deal Breaker** (vernacular) • Istotny aspekt transakcji, bez którego nie dojdzie do porozumienia stron. W większości transakcji handlowych nieakceptowalnym warunkiem umowy jest cena, której nie akceptuje albo kupujący, albo sprzedający.

Niedofinansowanie • **Debt Overhang (Market Imperfection)** • Skłonność menedżerów do unikania wykorzystywania całości długu dla finansowania inwestycji, wynikająca z obaw o zachowanie *kontynuacji działania*. Stwarza to sytuację, w której menedżer raczej doprowadzi do niedoinwestowania projektu niż zwiększenia długu, pomimo że nowy projekt daje szansę na wypracowanie korzyści nawet przy zwiększonym finansowaniu. Prawdopodobną przyczyną takiego działania jest konieczność nieprzekraczania maksymalnego poziomu długu bez względu na atrakcyjność nowego projektu. Zjawisko niedofinansowania jest potwierdzeniem *konfliktu w stosunkach agencyjnych* i jest jedną z przyczyn, dla których finansowanie projektu tworzy wartość, dopuszczając do realizacji projekty, które mogłyby się wydawać nieopłacalne.

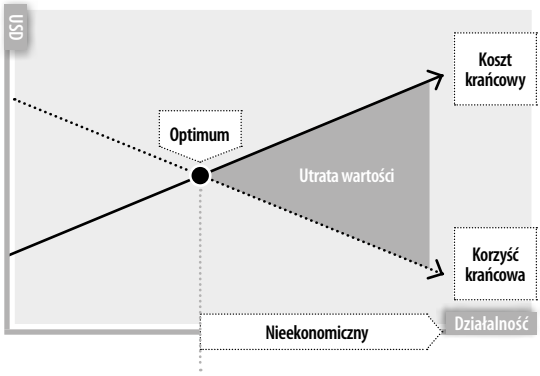
Nieekonomiczny • **Uneconomic** • Negatywne określenie finansowo bądź handlowo nieatrakcyjnej działalności, która nie jest opłacalna i nie jest korzystna ze zdroworozsądkowego, handlowego punktu widzenia.

Wstyd

W naszym słowniku wyrazów pejoratywnych jest kilka słów, które są tak ostateczne i niezbite jak **nieekonomiczny**. Jeśli jakaś działalność jest nieekonomiczna, jej prawo do istnienia jest nie tylko kwestionowane. Fundamentalnie się mu zaprzecza. Wszystko, co jest barierą wzrostu gospodarczego jest rzeczą wstydliwą i jeśli są osoby, które się trzymają takich rzeczy, są uważane za sabotażystów bądź głupców. Można nazwać coś niemoralnym, nużącym, degradującym człowieka, szkodliwym dla spokoju świata bądź dla dobra przyszłych pokoleń, dopóki jednak nie udowodnimy, że coś nie jest nieekonomiczne, nie zakwestionujemy prawa tego czegoś do istnienia, wzrostu i prosperowania. Religia ekonomii ma własny kod etyczny, a jego pierwsze przykazanie to „zachowywać się ekonomicznie" – w każdym wypadku, przy produkcji, sprzedaży i zakupie.

E.F. Schumacher *Small is Beautiful* (*Małe jest piękne*), rozdział 3

Co jest nieekonomiczne?



Nielegalne działania wewnątrz spółki • **Krecia robota** (żargon) • **Inside Job** (vernacular) • Każde oszustwo popełnione przez osobę zatrudnioną w firmie, zwłaszcza jeśli została obdarzona szczególnym zaufaniem, na przykład jako członek zarządu. Porównaj z *wykorzystaniem informacji niejawnych*.



Kto jeszcze?

Biorąc pod uwagę wyjątkową ochronę giełdy, krążą spekulacje, że kradzież, której dokonano, była **krecią robotą**; prawdopodobnie zaangażowani byli w to dealerzy próbujący oszukać ubezpieczycieli.

Krecia robota prawdopodobną przyczyną kradzieży kamieni szlachetnych o wartości 3 milionów dolarów w Antwerpii, „International Herald Tribune", 17 grudnia 1994

Nienaruszalne prawo do użytkowania • **Indefeasible Rights of Use** • Długoterminowe prawo użytkowania części przepustowości przewodów światłowodowych dalekiego zasięgu. Pod warunkiem realizacji opłat, ta forma praktycznie daje dzierżawiącemu własność wykorzystywanych zdolności przepustowych. Nakłady kapitałowe poniesione na uzyskanie nienaruszalnego prawa do użytkowania powinny być amortyzowane w okresie trwania umowy.

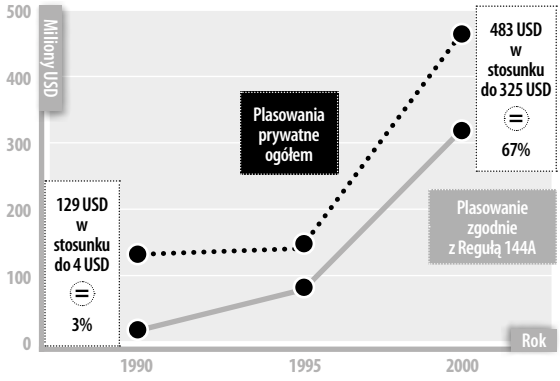
Nieopodatkowane papiery wartościowe • **Tax Exempt Securities** • Papiery dłużne emitowane przez administrację rządową (władze gminy, regionu, stanu), których odsetki, zgodnie z prawem podatkowym, są zwolnione z podatku dochodowego. Ten wyjątek od normalnej polityki ściągania podatków od dochodów finansowych ma na celu zachęcanie oszczędzających do inwestowania w słuszną sprawę, jaką jest finansowanie wydatków rządowych. Z powodu *arbitrażu* dochód przed opodatkowaniem z takich papierów wartościowych jest zwykle równy dochodowi po potrąceniu podatku w przypadku instrumentów podlegających opodatkowaniu.

Niepełny pakiet • **Odd Lot** • Liczba akcji mniejsza od normy lub minimum – zwykle od *pełnego pakietu* wynoszącego 100 akcji – dopuszczalna przez regulamin obrotów giełdowych. Obrót niepełnymi pakietami jest droższy ze względu na wyższe prowizje. Z powodu wymaganego minimum 100 akcji akcje często się dzieli tak, by zachowały przedział cenowy osiągalny (np. 25–50 dolarów za akcję) dla inwestorów detalicznych.

Nieregulowany rynek kapitałowy • **Unregulated Capital Market** • Większość *rynków kapitałowych* jest ściśle regulowana w celu chronienia inwestorów. Jednakże w przypadku dużych, doświadczonych *inwestorów instytucjonalnych* regulacje mogą być zawieszone, aby ułatwić *dostęp do kapitału* poprzez ograniczenie rygorystycznych wymogów dotyczących ujawniania danych oraz

sprawozdawczości. W ten sposób emisje niepubliczne są w zasadzie nieregulowane. W USA w przypadku inwestorów posiadających aktywa o wartości 100 milionów dolarów lub więcej SEC (Komisja Papierów Wartościowych i Giełd) dopuściła nawet *wtórny obrót* (zgodnie z Regułą 144). Patrz również *fundusz hedgingowy*.

Prywatne plasowanie: rynek wtórny
Dostępność projektów inwestycyjnych rocznie



Źródło: „Investment Dealers Digest", A. Saunders, M. Cornett *Financial Institutions Management*

Nieruchomość • Real Estate Property • Ziemia oraz fizyczna własność nieruchoma, na którą składają się modernizacje, otoczenie oraz budynki. Nieruchomość (ang. „real estate" od łacińskiego słowa „res/rei" = rzecz) często jest również określana w języku angielskim inaczej, jako „real property", „realty" bądź „immovable property". Jej trwałość kontrastuje z własnością osobistą (np. ruchomości oraz rzeczy, które tracą na wartości, takie jak maszyny, pojazdy, pieniądze). W gospodarkach wysoko rozwiniętych aktywa nieruchomości reprezentują jedne z największych jednostkowych zasobów bogactwa (dla niektórych gospodarstw ich dom jest majątkiem o najwyższej wartości, kredyt hipoteczny jest ich największym długiem). Ponieważ istnieje pojęcie „prawa nabycia własności przez zasiedzenie", wartość potencjalnej nieruchomości jest pełna, jeśli istnieje *infrastruktura* instytucjonalna, która zapewnia prawa własnościowe, w tym system rejestracji tytułu własności. Ekonomiści zwracają uwagę na fakt, iż brak skutecznych praw dotyczących nieruchomości może być poważną barierą rozwoju na rynkach wschodzących. *Finansowanie nieruchomości* jest atrakcyjne dla pożyczkodawców ze względu na bezpieczeństwo kredytów hipotecznych oraz dodatkowe zabezpieczenie. Ma to swoje wady i zalety. Spieniężona wartość własności może być źródłem kapitału biznesowego i wspomóc dobre samopoczucie konsumentów (patrz *efekt zamożności)*. Jednakże *bańki spekulacyjne* są często spowodowane nadmiernym pożyczaniem na „atrakcyjnych" rynkach nieruchomości, na których popyt jest czasami sztucznie wywoływany pożyczaniem. Patrz również *walory zabezpieczone hipoteką*.

Rada inwestycyjna

Kupuj **ziemię!** Jest to jedyna rzecz, której już nie produkują.

Will Rogers, amerykański humorysta

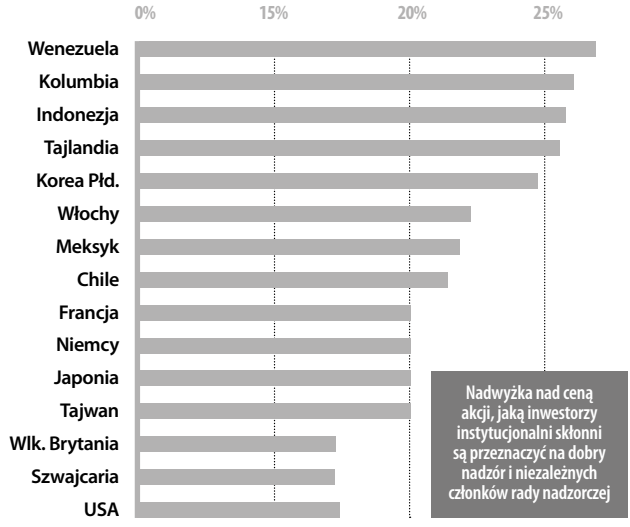
Nieskapitalizowane • **Unfunded** • Każde przyszłe zobowiązanie, na które nie odłożono środków. Zobowiązania obsługiwane będą w terminie, w którym przypada ich płatność, na zasadzie „pay as go". Termin ten jest często używany w odniesieniu do systemów emerytalnych. Ta część planu emerytalnego, która nie jest opłacona, stanowi wartość bieżącą netto przyszłych oczekiwanych wypłat pomniejszoną o wartość godziwą środków odłożonych w celu obsługi przyszłego zobowiązania. Zgodnie z międzynarodowymi zasadami rachunkowości kwota nieskapitalizowana ujmowana jest po stronie zobowiązań w bilansie podmiotu wypłacającego świadczenie emerytalne.

Niewypłacalność • **Bankructwo** • **Insolvency** • Sytuacja finansowa, która uniemożliwia realizację bieżących zobowiązań zgodnie z terminem płatności. Dlatego też niewypłacalność oznacza zarówno brak środków do realizacji płatności, jak i brak możliwości zaciągnięcia kolejnej pożyczki. Zgodnie z taką definicją niewypłacalność jest zależna od czasu. Spółka może mieć dodatnią wartość, a jednocześnie problemy z płatnościami, gdyż brak jej czasu na upłynnienie aktywów dla zdobycia gotówki na spłatę zobowiązań. W prawie upadłościowym niewypłacalność jest bardziej szczegółowo zdefiniowana, gdyż na jej podstawie wystawia się potwierdzenie upadłości, co uruchamia możliwość egzekwowania praw wierzycieli. Patrz także *wskaźniki wypłacalności*.



Niezależni (niezatrudnieni przez spółkę) członkowie rady nadzorczej • Independent/Outside Directors • Członkowie *rady nadzorczej* niemający żadnych powiązań komercyjnych ze spółką ani – w sytuacji idealnej – nieutrzymujący nawet osobistych kontaktów z *zarządem*. Powinni oni jednak posiadać akcje spółki w celu zapewnienia, że ich sytuacja jest taka sama jak reprezentowanych przez nich udziałowców. Dzięki bezstronności, niezależności członkowie rady lepiej reprezentują interesy *akcjonariuszy*, szczególnie w przypadkach rozbieżności interesów z interesami zarządu, czyli np. przy ustalaniu wynagrodzenia zarządu lub ocenie wyników zarządzania. Tradycyjnie niezależny członek rady nadzorczej to osoba na eksponowanym stanowisku, której pozycja jest na tyle silna, by nie iść na komercyjne kompromisy. Zazwyczaj jest to funkcja bardziej honorowa niż wykonawcza. Osoby ją pełniące rekrutowały się zwykle z szeregów emerytowanych biznesmenów, należących do kręgu dobrze ustosunkowanych kolegów ze świata biznesu. Zebrania rady były dla nich jedynie okazją do relaksu przy dobrym lunchu. Wynagrodzenie było skromne, ale również obowiązki ograniczały się do biernego zatwierdzania dokumentów. Posiadając niewielki zakres informacji i tylko kilka miejsc w radzie, niezależni członkowie czuli się jak dopieszczani goście – niezręcznie byłoby im urazić gospodarza. Jednak wraz ze wzrostem nacisku na poprawę standardów *ładu korporacyjnego* rośnie również znaczenie i wpływ niezależnych członków rad nadzorczych. Ich szeregi stale się powiększają (w roku 2000 w USA niezależni członkowie stanowili prawie 80% składu rad nadzorczych).

Niezależni członkowie rady nadzorczej



Źródło: „McKinsey Quarterly", 2000, nr 4, „The Economist"

Co ważniejsze, oczekuje się od nich skutecznego działania w zakresie egzekwowania *praw akcjonariuszy* – w razie potrzeby w drodze otwartego kwestionowania działalności zarządu i wyników zarządzania. Posiadając szerszy zakres odpowiedzialności, niezależni członkowie rad nadzorczych muszą otrzymywać wyższe wynagrodzenie i mieć większy udział finansowy w przedsiębiorstwach, które nadzorują. Patrz *rada nadzorcza (Niemcy)*.

Nigdy nie kupuj złych obligacji w dobrych czasach (powiedzenie maklera giełdowego) • **Never Buy Bad Bonds in Good Times** (stock broker adage) • Powiedzonko maklerów, w którym „zła obligacja" to obligacja z niską lub ryzykowną oceną wiarygodności, którą obraca się po odpowiednio niskiej cenie rynkowej. Jedyną zachętą może tu być *stopa rentowności*. Jednakże *zdolność do obsługi długu* w dobrych czasach nie w pełni sprawdza się w złych czasach, gdy warunki działania są mniej łagodne. Jeśli ujawni się rzeczywista wrażliwość na zmiany słabego dłużnika, *rating* jego długu może zostać obniżony, a wycena rynkowa straci. Inny aspekt tego powiedzenia dotyczy psychologii: w dobrych czasach jesteśmy skłonni dać się zaślepić optymizmowi. Jesteśmy mniej wrażliwi na występujące rzeczywiste ryzyka. Jak mówi *Bagehot*: „Ludzie są najbardziej naiwni, kiedy są szczęśliwi". Patrz także *bańka spekulacyjna*.

Notowanie • **Quotation** • Zadeklarowana cena rynkowa akcji w obrocie publicznym na *giełdzie papierów wartościowych*. Aby akcja była notowana, musi istnieć czynny rynek, na którym transakcje są finalizowane po natychmiast ujawnianej cenie. W przeciwnym razie cena akcji będzie funkcją niezależnie działających kupujących i sprzedawców dochodzących do porozumienia w negocjacjach prywatnych. Termin „uzyskać notowanie" odnosi się także do *wejścia na giełdę*. Patrz również *pierwotna (pierwsza) oferta publiczna*.

Notowany papier wartościowy • **Listed Security** • Papier wartościowy (z reguły *akcje*), którego cena notowana jest na *giełdzie papierów wartościowych*. Organy regulujące rynek giełdowy narzucają emitentom określone przepisy, które muszą być spełnione, aby akcje mogły być notowane na giełdzie. Wymogi te różnią się w zależności od giełdy, ale generalnie obejmują:

- zbywalność akcji,
- minimalny stopień *kapitalizacji rynkowej*,
- minimalny poziom *nominalnego kapitału*,
- minimalny poziom *rentowności*,
- minimalną liczbę *akcjonariuszy*,

- opublikowanie odpowiednio przygotowanego i zatwierdzonego *prospektu emisyjnego*,
- regularne podawanie do wiadomości publicznej *sprawozdań finansowych* z opinią *biegłego rewidenta*.

Aby móc spełnić wymienione wymogi i uzyskać dostęp do publicznych *rynków kapitałowych*, przedsiębiorstwo musi być odpowiedniej wielkości. Patrz *Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (USA)*.

Nowe dołączone przedsiębiorstwo (żargon prawniczy) • **Newco** (legal vernacular) • „Newco" w angielskim żargonie prawniczym to skrótowiec od „newly incorporated company". Prawnicy mówią tak o spółce zakładanej jako część zawieranej transakcji.

Nowe projekty w przedsiębiorstwie • **New Venture Units** • Projekty realizowane w ramach dużych firm, mające na celu powołanie nowych spółek. Głównym celem jest wykorzystanie nowych pomysłów powstałych w firmie w taki sposób, aby szybko przyniosły wymierne, komercyjne owoce. Inicjatywy, które odniosły sukces, zostają z zyskiem wydzielone i działają samodzielnie albo też otrzymują miejsce jako nowa dziedzina działalności firmy. Tym sposobem nowe projekty w przedsiębiorstwie nie pozwalają dużym spółkom, które odniosły sukces, zapaść w niebezpieczny letarg.

Nowojorskie giełdy towarowe • **New York-based Commodity Exchanges** • New York Board of Trade (NYBOT – Nowojorska Izba Handlowa) jest dużym rynkiem towarowym *transakcji futures*, na którym handluje się głównie produktami rolnymi, takimi jak cukier, kawa i sok pomarańczowy. New York Mercantile Exchanges (zwany Merc – Nowojorska Giełda Towarowa) to największy na świecie rynek energii i metali szlachetnych. Merc posiada dwa działy: NYMEX specjalizuje się w transakcjach futures i opcjach dotyczących energii, platyny i palladu, a COMEX w złocie, srebrze i miedzi.

NPV ► Wartość bieżąca netto.

O

O • **O** • Piąta litera symbolu akcji *NASDAQ* oznaczająca drugą klasę akcji uprzywilejowanych spółki.

Obcinanie dywidend (żargon) • **Dividend-lopping** (vernacular) • Ograniczanie wypłat dywidend, obcinanie części, kiedy firmy nie stać na to, aby utrzymać poprzedni poziom wypłat. Z jednej strony jest to dobre posunięcie, gdy brakuje gotówki (ponieważ akcjonariusze nie mają prawa otrzymywania stałej dywidendy), lecz z drugiej strony odbija się to negatywnie na cenie akcji, ponieważ sygnalizuje to ewentualne przyszłe kłopoty. Patrz również *polityka dywidend*.



Obligacja • **Bond** • Instrument *dłużny*, zwykle (lecz nie zawsze) o następujących cechach:

- długi termin zapadalności (zwykle od 5 do 15 lat),
- stałe oprocentowanie (chociaż zmienna stopa procentowa jest popularna, jeśli inwestorzy obawiają się inflacji),
- *warunki* umowne, w tym postanowienia dotyczące *naruszenia warunków umowy*,
- wykorzystywany przez dużych, szanowanych emitentów bez zabezpieczeń, choć słabsi pożyczkobiorcy mogą zapewnić poręczenie,
- posiadanie ratingu (*klasy inwestycyjnej* lub niższej),
- obrót na *rynku wtórnym*,
- ewentualnie *zamienny* na akcje.

Oprocentowanie obligacji jest zwykle funkcją ich okresu obowiązywania oraz ich ryzyka według ratingu. W przypadku instrumentów o stałym oprocentowaniu ich *stopa dochodu* w porównaniu z ich wartością w obrocie podlega z kolei zwrotom przeważającym na rynku (patrz *arbitraż cenowy*). Jako obietnice zapłaty bez zabezpieczenia większość obligacji wydawanych jest przez duże korporacje lub rządy (nazywane są obligacjami rządowymi, jeśli są wydawane przez państwo). Jest to przeciwieństwo zabezpieczonego kredytu (patrz hasło „Obligacje a kredyt" w *Kompendium terminów bankowych po polsku i angielsku*), z którego korzystają *małe i średnie przedsiębiorstwa*. Kupujący obligacje zachowują się bardziej jak inwestorzy obracający papierami wartościowymi niż pożyczkodawcy utrzymujący je do terminu zapadalności, choć w porównaniu z kapitałowymi papierami wartościowymi handel obligacjami jest znacznie mniejszy. Porównaj ze *stopą dochodu obligacji*, *immunizacją portfelem obligacji*, *inwestowaniem w obligacje*, *rynkiem obligacji (globalnym)*.

Powiedzenie angielskie

My word is my **bond**. (Słowo to dla mnie rzecz święta – dosłownie „obligacja").

Obligacja jankeska (żargon) • **Yankee Bond** (vernacular) • *Obligacja* emitowana na rynkach kapitałowych w USA przez zagranicznych pożyczkobiorców. Zazwyczaj są to Kanadyjczycy. Pojęcie zbliżone do *obligacji samurajskich*

oraz Bull Dog, obligacji emitowanych w Wielkiej Brytanii przez zagranicznych inwestorów.



Obligacja kapitałowa • **Capital Bond** • Głęboko podporządkowane zadłużenie długoterminowe zbliżone do *kapitału własnego* ze względu na *priorytet* realizacji nadawany większości innych zadłużeń. Takie obligacje hybrydowe przynoszą *premię za ryzyko*. Patrz również *obligacje wysokodochodowe*.

Obligacja komunalna • **Municipal Bond** • Długoterminowy instrument dłużny emitowany przez samorząd regionalny lub miejski, z którego przychody inwestowane są w lokalną infrastrukturę, np. drogi, szkoły, szpitale. Środki na przyszłą obsługę długu pochodzą z bazy podatkowej. W niektórych systemach podatkowych (np. w USA) odsetki z takich obligacji są zwolnione z podatku, by zachęcić do ich emitowania. Obligacje komunalne są młodszą wersją *bonów skarbowych* emitowanych przez rządy; są to bezpieczne papiery dłużne o niskiej stopie dochodu. W roku 2007 wartość wyemitowanych papierów dłużnych w obiegu na rynku w USA wynosiła ponad 2 biliony dolarów (źródło: „International Herald Tribune", 8 grudnia 2006, s. 16).

Obligacja komunalna płatna z przewidywanych dochodów • Anticipatory Revenue Bond • *Obligacja komunalna*, która ma zostać spłacona z przyszłych (a nie istniejących) przychodów wytworzonych przez pożyczkobiorcę. Pomimo możliwych początkowych niedoborów zdolności do obsługi zadłużenia można z pewną dozą pewności spodziewać się wzrostu sum ze zbieranych podatków, dotacji rządowych czy też sprzedaży publicznych aktywów. Obligacje komunalne płatne z przewidywanych dochodów zdają się mieć największy sens tam, gdzie miasto rozwija się szybko i potrzebuje inwestycji infrastrukturalnych, co z kolei zapewni dalszy rozwój.

Obligacja przychodowa • Income Bond • Instrument *kredytu długoterminowego*, w którym wypłata regularnych *odsetek* jest funkcją rocznej zyskowności. Kiedy zdarzy się, że przedsiębiorstwo ma zły rok, pożyczkodawcy uzgadniają, że odsetki od obligacji nie będą wypłacane. Kwota główna jednakże musi być spłacona w całości, zazwyczaj jako spłata jednorazowa w terminie zapadalności. Obligacje przychodowe, które działają na zasadzie „płać, na co cię stać", są czasem wykorzystywane w *restrukturyzacji*.

Obligacja skarbowa • Bon skarbowy • Treasury Bill • T-Bill • Treasury Bond • T-Bond • Dłużny papier wartościowy wyemitowany przez rząd. Bony skarbowe zostały wynalezione przez Waltera *Bagehota* w latach 70. XIX wieku w Anglii jako wygodna metoda pokrywania przez rząd (którego finansowa komórka nosiła miano Skarbu Państwa) „tymczasowego" zapotrzebowania na gotówkę (które obecnie ma już charakter stały). By stać się atrakcyjnymi na rynku pieniężnym, bony skarbowe przejęły cechy weksli ciągnionych, tzn. były krótkoterminowe (zwykle 3-miesięczne), emitowane z dyskontem oraz zbywalne. Przed wprowadzeniem bonów skarbowych rząd finansował swoje działania za pomocą bonów skarbu państwa, które były tak naprawdę obligacjami krótkoterminowymi, tzn. papierami wartościowymi z terminem zapadalności do 30 lat. Oba instrumenty uważane są za wolne od ryzyka związanego z naruszeniem warunków umowy (choćby z tego powodu, że rząd zawsze może dodrukować pieniędzy, by je obsłużyć). W przypadku obligacji skarbowych wahania wartości rynkowej kwoty głównej są odwrotnie proporcjonalne do zmian w rynkowych stopach procentowych.

Rząd finansuje się tak jak firma

Emisja bonów w różnych okresach, z różnymi datami zapadalności jest według nas korzystna dla rządu, umożliwiając mu tańsze pożyczki, jak również dogodna dla rynku, otwierając go na nowy rodzaj inwestycji krótkoterminowych. W ten sposób większa kwota długu może pozostawać w obiegu bez pomocy funduszy i bez narażania społeczeństwa na znaczące koszty.

Why Not Issue Exchequer Bills at Short Dates?,
„The Economist", 1876

Obligacja wieczysta • **Perpetuity** • **Perpetual** • *Obligacja*, która nigdy nie zwraca swojej *kwoty głównej*. Obiecuje jednak wieczystą wypłatę odsetek, co rekompensuje ten brak. Jedynie cieszące się zaufaniem rządy, jak np. rząd brytyjskiej Jej Królewskiej Mości, mogą sobie pozwolić na emisję takich obligacji. Wartością instrumentu rentowego jest dopływ pieniędzy z *annuitetu*, który trwa w nieskończoność. Patrz również *wieczyste obligacje państwowe* oraz *pierwszorzędne papiery wartościowe*.

$$\text{Wartość pieniężna} = \frac{\text{Odsetki od obligacji}}{\text{Rynkowa stopa procentowa}}$$

Obligacja zapadkowa (żargon) • **Drop-lock Security** (vernacular) • *Obligacja* o zmiennym oprocentowaniu, które zmienia się w oprocentowanie stałe po osiągnięciu przez zmienną stopę procentową określonego poziomu. Od tego momentu oprocentowanie zostaje „zamknięte" na określonym poziomie.

Obligacja zombie (slang) • **Zombie Bond** (slang) • Nawiązanie do wysoko spekulacyjnych obligacji, których emitent znajduje się gdzieś pomiędzy żyjącymi (czytaj: kontynuującymi działalność) a zmarłymi (czytaj: bankrutami). Tego rodzaju obligacja wynikająca z trudności finansowych będzie emitowana z dużym dyskontem i daje szanse na duży zysk, jeśli przedsiębiorstwu uda się przeprowadzić proces *uzdrowienia/sanacji*.



Obligacje CATS • **Certificates of Accrual on Treasury Securities** • **CATS** • Amerykańskie *obligacje skarbowe*, których *stopa procentowa* jest poniżej rynkowej, ale są umarzane po wartości nominalnej – wyższej od ceny emisyjnej. Tak więc posiadacz wymienia roczny dochód z inwestycji na jednorazowy zysk kapitałowy, a zamiana taka może przynieść korzyści w podatku dochodowym.

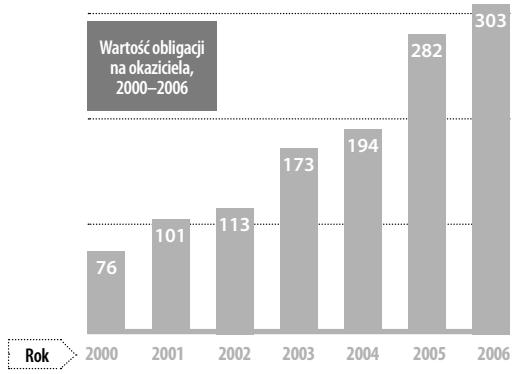
Obligacje katastrofalne • **Catastrophe Bonds** • **Cat Bonds** • Obligacje, których spłata wiąże się z ubezpieczonymi stratami przekraczającymi pewien ustalony wcześniej poziom (punkt krytyczny). Jeśli ten poziom zostanie przekroczony, obligacji nie trzeba spłacać. Osoba zobowiązana do spłaty otrzymuje wtedy ulgę na zadłużenie, która może załagodzić straty w innych obszarach. Obligacje katastrofalne są formą *reasekuracji* na rynku kapitałowym. Główny ubezpieczyciel zainwestowałby w nie, by uzyskać ulgę w razie roszczeń. Rynek ten powstał na początku lat 90. XX wieku. Do 2005 roku wyemitowano obligacje katastrofalne o wartości ponad 6 miliardów dolarów (źródło: „Financial Times", 1 września 2005, s. 25).

Obligacje komunalne zabezpieczone całością wpływów budżetowych • **General Obligation Bonds** • *Obligacje* komunalne bez formalnego zabezpieczenia, ale emitent – organ władzy – posiada wiarygodność kredytową oraz „prawo nakładania podatków", w przeciwieństwie do konkretnego strumienia przychodów z danego przedsięwzięcia. Obligacje ogólne emitowane są z przekonaniem, że władza komunalna będzie w stanie obsłużyć zadłużenie dzięki swojej „bazie podatkowej", czyli podatkowi od nieruchomości lub podlegającego opodatkowaniu dochodowi swoich podatników.

Obligacje LYON • **Liquid Yield Option Note** • **LYON** • Obligacje zerokuponowe zamienne z prawem wcześniejszego wykupu przez emitenta i przez inwestora. Obligacje LYON to syntetyczne produkty stworzone przez Merrill Lynch. Obligacja LYON zazwyczaj zapewnia posiadaczowi zysk. Taki zysk utrzymuje się dopóty, dopóki istnieje możliwość wcześniejszego wykupu przez emitenta po cenie wyższej od ceny emisyjnej.

Obligacje na okaziciela • **Unregistered Bonds** • Obligacje, których prawna własność nie jest odnotowana w księgach emitenta. Obligacje te nie podlegają obowiązkowemu ujawnieniu danych, jak w przypadku instrumentów dłużnych będących przedmiotem oferty publicznej, mogą więc być wyłącznie przedmiotem emisji prywatnej w obrocie prywatnym. Uznane firmy międzynarodowe są w stanie emitować takie obligacje, ponieważ inwestorzy instytucjonalni czują się często na tyle pewni, że pozwalają sobie na inwestycje bez korzyści wynikających z rejestracji. W zamian za ograniczoną płynność (są poza rynkiem publicznym) oraz nieprzejrzysty system cenowy (obrót nie jest kontrolowany za pomocą systemów sprawozdawczych) inwestorzy zyskują skromną (około 10%) premię za ryzyko. W USA rynek ten rozwija się bardzo szybko (patrz poniżej) wskutek wysokich kosztów przestrzegania przepisów narzuconych przez ustawę o odpowiedzialności korporacyjnej SOX (Sarbanes-Oxley). Na pozostałych rynkach obligacje na okaziciela kojarzone są z uchylaniem się od zobowiązań podatkowych, ponieważ tożsamość inwestorów jest nieznana.

Obligacje na okaziciela
miliardy USD długu



Źródło: Lehman Brothers Holding, „International Herald Tribune", 15 lutego 2007, s. 16

Ciemna strona

[**Obligacje na okaziciela**] są ciemną stroną rynku obligacji. Znajdują się poza zasięgiem „radaru" rynku.

Słowa inwestora instytucjonalnego w „International Herald Tribune", 15 lutego 2007, s. 16

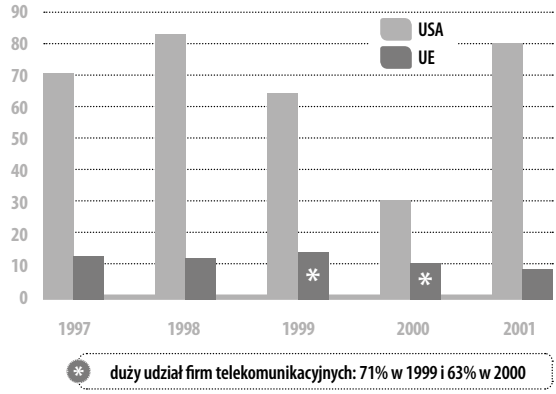
Obligacje samurajskie • **Samurai Bond** (nickname) • Obligacje denominowane w jenach emitowane w Japonii przez zagranicznego kredytobiorcę. Podobnie „obligacja typu szogun" jest obligacją denominowaną w innej walucie niż jeny, emitowaną w Japonii przez zagraniczną instytucję lub rząd. Patrz również *obligacja jankeska* i *buldogi*.

Obligacje spłacane w formie niepieniężnej • **Payment-in-Kind Bonds** • Obligacje dające pożyczkobiorcom możliwość spłaty zobowiązań poprzez emisję większej liczby papierów wartościowych. Przed kryzysem kredytowym w 2008 roku agresywni pożyczkodawcy czasem byli gotowi udzielać tak ryzykownych kredytów w zamian za większe zyski.

Obligacje śmieciowe (żargon) • **Junk Bonds** (vernacular) • Obligacje zasługujące na *ocenę ratingową* niższą niż *klasa inwestycyjna* (czyli poniżej standardu BAA według Moody's i BBB według Standard & Poor's). Bardziej pozytywne konotacje ma termin, który określa je jako obligacje wysokodochodowe. Wyższe niż standardowe ryzyko naruszenia warunków umowy, jakie niosą ze sobą obligacje śmieciowe (powiedzmy, że w przypadku 5–15% takich obligacji najprawdopodobniej warunki zostaną naruszone), daje im otwarcie *spekulacyjny* charakter. W związku z tym można je też nazwać obligacjami „klasy nieinwestycyjnej" lub „klasy spekulacyjnej". W porównaniu do Europy i Azji w USA istnieje najbardziej aktywny rynek obligacji śmieciowych. Dzięki temu amerykański rynek kapitałowy jest jeszcze mocniejszy i odporniejszy na ryzyko. Oprócz głębi rynku jednym z powodów przewagi USA są ich prawa upadłościowe, które bardziej sprzyjają prawom wierzyciela w razie niedotrzymania warunków. Obligacje śmieciowe niosą ze sobą dwa ryzyka: odsetki oraz niespłacenie kwoty głównej w terminie. Kto by chciał w nie inwestować? Inwestorzy tolerujący duże ryzyko, np. prywatne *fundusze emerytalne*, są w stanie zaakceptować również ryzyko związane z obligacjami śmieciowymi, jeśli tylko zostanie ono zrekompensowane odpowiednimi *stopami* dochodu (np. *premią za ryzyko* w wysokości powiedzmy 3–5% powyżej zwykłych obligacji) i możliwością osiągnięcia *zysków kapitałowych*.

Początkowo obligacje śmieciowe były emitowane przez tzw. *upadłe anioły* – najlepsze spółki, które straciły korzystną ocenę kredytową w związku z pogorszeniem się sytuacji na rynku. Finansowa innowacyjność obligacji śmieciowych, którą w dużej mierze zawdzięczają one Michaelowi *Milkenowi*, polegała na emisji papierów poniżej standardowej klasyfikacji kredytowej. Przed pojawieniem się obligacji śmieciowych słabi pożyczkobiorcy, bez dobrych notowań, nie mieli wstępu na *rynki kapitałowe*. Mogli jedynie zaciągnąć kredyt bankowy. Jednakże dla wielu taki kredyt był trudny lub niemożliwy do zdobycia. Działało przeciwko nim wiele czynników, na przykład ich wcześniejsze *wyniki finansowe*, wrodzony konserwatyzm bankowców, umiarkowane stopy oprocentowania (większość pożyczkodawców osiąga stan, w którym nie można iść na kompromis w zakresie standardów oceny kredytobiorcy w zamian za wysokie odsetki). Pożyczkobiorcy ci zasługiwali jednak na kredyt, pod warunkiem że byłby on poprawnie wyceniony. Obligacje śmieciowe pozwoliły zauważyć, że kredyt „gorszy" od standardowego mógł być środkiem nadającym się do obrotu, którego wartość zależała od przyszłych wyników. Z kolei obrót obligacjami śmieciowymi opierał się na aktualizacji *wyceny do wartości rynkowej* i wypełnił lukę w zakresie *optymalnej relacji ryzyka i dochodu*. Możliwości spekulacyjne, jakie dawały obligacje śmieciowe, przyciągnęły ogromny kapitał i zdawały się zwiastunem kapitalizmu finansowego. W 1998 roku roczna wartość emisji tych obligacji wynosiła aż 150 miliardów dolarów rocznie. Jednakże zaczęły pojawiać się nadwyżki i rynek przeszedł głęboką, choć – jak się okazało – przejściową zapaść. Obligacje śmieciowe mają tę zaletę, że są w stanie zapewnić kapitał ryzyka odpowiednim, niejednokrotnie silnym użytkownikom – nowym małym firmom i starym spółkom, które próbują przezwyciężyć problemy, a którym wcześniej odmawiano kredytu. Obligacje mogą się np. przydać do sfinansowania wyodrębnienia spółki zależnej przez sprzedaż aktywów w ramach restrukturyzacji przedsiębiorstwa. Zastępując pożyczki bankowe, obligacje śmieciowe również stają się częścią procesu *sekurytyzacji* oraz przepływu funduszy z pominięciem pośrednictwa bankowego. Ponieważ zezwalają one na wysoką *dźwignię finansową*, obligacje śmieciowe były popularne w przypadku wrogich *przejęć* oraz *wykupów menedżerskich*. To z kolei stworzyło nowe zapotrzebowanie – i przyczyniało się do wzrostu opłat – na usługi w zakresie doradztwa ze strony *banków inwestycyjnych* z Wall Street. Obligacje śmieciowe miały ogromny wpływ na gospodarkę amerykańską, odgrywając rolę katalizatorów procesu *restrukturyzacji przedsiębiorstw* w latach 80. W rezultacie wyniki działań spółek uległy znaczącej poprawie w latach 90., która nasiliła się do tego stopnia, że została nazwana nowym paradygmatem. Inaczej jest w przypadku kredytów zagrożonych, w których warunki już zostały naruszone.

Obligacje śmieciowe



Źródło: Thompson Financial oraz Standard & Poor's, „International Herald Tribune", 5 kwietnia 2002, s. 11



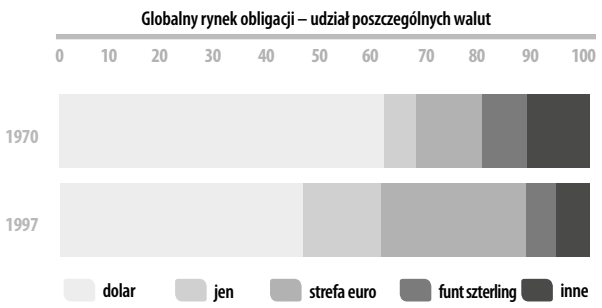
Obligacje typu „pick-up” (żargon) • **Pick-Up Bond** (vernacular) • Obligacje z możliwością wcześniejszego wykupu o wysokim oprocentowaniu, których termin wykupu przypada w najbliższej przyszłości. Wszelki spadek rynkowych stóp procentowych zwykle powoduje wcześniejszy wykup, ponieważ emitent obligacji skorzysta z tańszych stóp, refinansując droższe instrumenty dłużne. To z kolei oznacza, że posiadacz takiej obligacji prawdopodobnie otrzyma *premię* za wykup.

Obligacje walutowe • **Foreign Currency Bonds** • Obligacje denominowane w walucie zagranicznej w stosunku do miejsca działalności lub siedziby emitenta. Taka operacja stwarza znaczne trudności w porównaniu z emisją tego typu papieru wartościowego we własnej walucie. Po pierwsze, powstaje ekspozycja na ryzyko zmian kursowych, jeżeli zagraniczna waluta umocni się wobec waluty własnej. Po drugie, emitenci będą mniej rozpoznawalni jako „cudzoziemcy" na innych rynkach, więc będą musieli zapłacić premię za ryzyko. Jednakże w przypadku państw lub międzynarodowych koncernów istnieje wiele zachęt do zaciągania długu za granicą:

- Zagraniczna „twarda" waluta może być bardziej stabilna i przewidywalna.
- Dostęp do głębszych i tańszych zasobów kapitału do wykorzystania na bogatszych zagranicznych rynkach.
- Wpływy mogą być wykorzystane do przebicia się na zagraniczne rynki.
- Zabezpieczenia w postaci swapów na kursy walutowe pozwalają na konwersję na walutę kraju emitenta.
- Obligacje zagranicznego emitenta mogą być także wykorzystane do zabezpieczenia przed ryzykiem kursu walutowego.
- Zagraniczni inwestorzy dywersyfikują swoją bazę i szukają inwestorów poza swoim rynkiem krajowym.

Emitenci obligacji podlegają zwykle przepisom rynku, na którym emitują papiery, tak więc obligacje emitowane w Kanadzie przez firmę z Europy podlegają ustawodawstwu kanadyjskiemu. Często obligacje walutowe mają swoje popularnie używane nazwy (patrz tabela na s. 130).

Obligacje walutowe



Źródło: Salomon Smith Barney, „The Economist", 11 listopada 1999

Obligacje walutowe są świadectwem globalizacji na rynkach finansowych. Pod tym względem siły z rynków zagranicznych mogą mieć istotny wpływ na działalność na rynkach lokalnych. Na przykład obawa o obniżenie ratingu kredytowego

w związku z pogorszeniem stanu finansów danego kraju może wywołać podwyżkę kosztów obsługi zadłużenia i tym samym stać się siłą zewnętrzną wymuszającą dyscyplinę fiskalną państwa.

Obligacje walutowe i ich nazwy potoczne		
Nazwa potoczna	**Waluta**	**Emitent**
Eurodolar	Dolar USA	Jednostka nie z USA poza USA
Kangur	Dolar australijski	Jednostka nie z Australii w Australii
Maple/Liść klonowy	Dolar kanadyjski	Jednostka niekanadyjska w Kanadzie
Samuraj	Jen japoński	Jednostka niejapońska w Japonii
Obligacja jankeska	Dolar USA	Jednostka nie z USA w USA
Szibosai	Jen japoński	Emisja zamknięta w Japonii
Szogun	Waluta inna niż jen	Jednostka niejapońska w Japonii
Buldog	Funt szterling	Jednostka niebrytyjska w Londynie
Matrioszka	Rubel rosyjski	Jednostka nierosyjska w Rosji
Arirang	Won koreański	Jednostka niekoreańska w Korei
Kimczi	Won niekoreański	Jednostka niekoreańska w Korei
Formoza	Dolar tajwański	Jednostka nietajwańska na Tajwanie
Panda	Renminbi chiński	Jednostka niechińska w Chinach

Reinkarnacja mocy

Jeśli kiedykolwiek przejdę reinkarnację po śmierci, chciałbym wrócić jako **rynek obligacji**. Można zastraszyć wszystkich.

Przypisywane amerykańskiemu doradcy politycznemu i pisarzowi Jamesowi Carville'owi

Obligacje wojenne • **War Bonds** • Rządowe obligacje emitowane w czasie wojny w celu sfinansowania wydatków militarnych. Obligacje wojenne mają odwoływać się do patriotyzmu obywateli. Często towarzyszą im kampanie promocyjne oraz motywy wojenne. Na przykład podczas II wojny światowej Departament Skarbu USA zgromadził 185 miliardów dolarów w drodze emisji tego rodzaju *obligacji skarbowych*. Finansowanie działań wojennych za pomocą obligacji zamiast z podatków wiąże się z ciekawymi politycznymi konsekwencjami. Wojny finansowane papierami dłużnymi są łatwiejsze do zaakceptowania dla wyborców, ponieważ koszt finansowy nie odbija się bezpośrednio na stanie ich portfela.

Obligacje wysokodochodowe • Dług wysokodochodowy • High Yield Bonds/Debt • Obligacje, które nie mając ratingu kredytowego na poziomie inwestycyjnym, muszą oferować ich posiadaczom wyższe oprocentowanie, równoważące większe ryzyko. Przy przepływie funduszy z pominięciem pośrednictwa bankowego obligacje tego typu są coraz chętniej widziane na rynku długów, głównie dzięki temu, że rosnące zainteresowanie nimi przejawiają fundusze powiernicze. Chociaż stopa przeterminowania w portfelu przewyższa normę (np. 1–2%), to jednak, przy *optymalnej relacji ryzyka i dochodu*, rekompensatę stanowi wyższa dochodowość oraz możliwość windykacji zabezpieczeń. Termin „obligacje wysokodochodowe" używany jest obecnie zamiast dotychczasowej nazwy „obligacje śmieciowe", która nabrała negatywnego wydźwięku na skutek licznych skandali związanych z tego typu papierami w latach 80.



Obligacje z zabezpieczeniem powierniczym • Collateral Trust Bond • Obligacje zabezpieczone akcjami zwykłymi albo innymi *papierami wartościowymi*, które są zastawione przez kredytobiorcę jako zabezpieczenie kredytu.

Obligacje zamienne bez dna ► Papiery zamienne spirali śmierci.

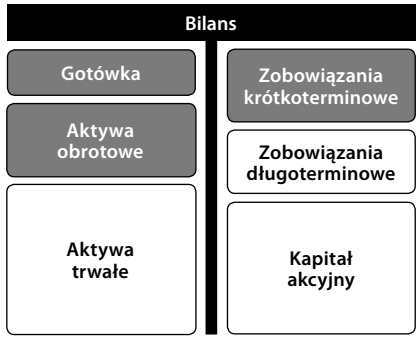
Obraz bilansu (żargon) • **Balance Sheet "Story"** (vernacular) • Wnioski, jakie można wyciągnąć na temat przedsiębiorstwa, analizując jego bilans. Dla banków, które udzielają kredytów stanowiących składnik bilansu, taka analiza jest podstawowym źródłem informacji na temat przedsiębiorstwa. Analitycy badający źródła kapitału zazwyczaj dokładniej badają rachunek zysków i strat (oraz zewnętrzne informacje finansowe dotyczące prognoz, rynku itp.). Informacje zawarte w bilansie bazują na koszcie historycznym, co powoduje ograniczenia. Należy pamiętać, że bilans jest fotografią kondycji finansowej aktualną tylko w danym momencie, dlatego trudno jest dostrzec w nim trendy i określić kondycję finansową. Jednakże wiele informacji można wyczytać z bilansu: wypłacalność (zadłużenie do kapitału własnego), płynność (zależności pomiędzy składnikami kapitału obrotowego), strukturę aktywów (ich stopień płynności i rotację), strukturę kapitału (źródła finansowania). W połączeniu z rachunkiem zysków i strat można obliczyć wskaźniki rotacji aktywów.

Tylko fotka

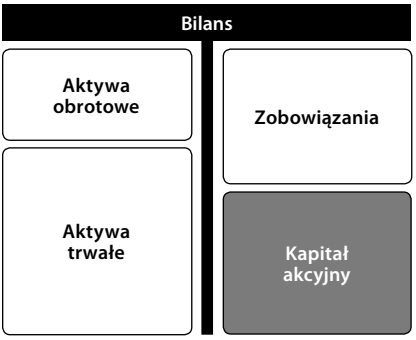
Nie tylko **bilans** powinien się liczyć dla banków. Bilans to nic więcej niż fotografia przedsiębiorstwa zrobiona na koniec roku. Pokazuje, jak wygląda ten bolid, kiedy startuje z rykiem silnika przed oczami tłumu. Ale jeśli zamierzasz wydać na niego pieniądze, lepiej przejedź się nim kilka okrążeń, sprawdź, jak wychodzi z poślizgu i wchodzi w zakręt na dwóch kołach.

George S. Moore, legendarny bankier amerykański,
cytat z *The Banker's Life*, 1986, s. 64

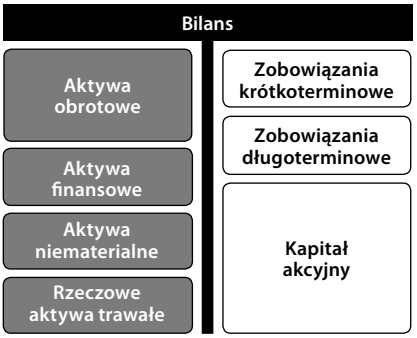
Treść bilansu: płynność



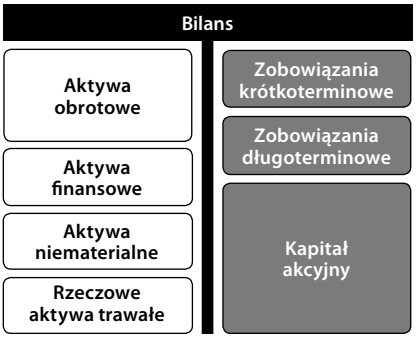
Treść bilansu: termin wymagalności



Treść bilansu: struktura aktywów



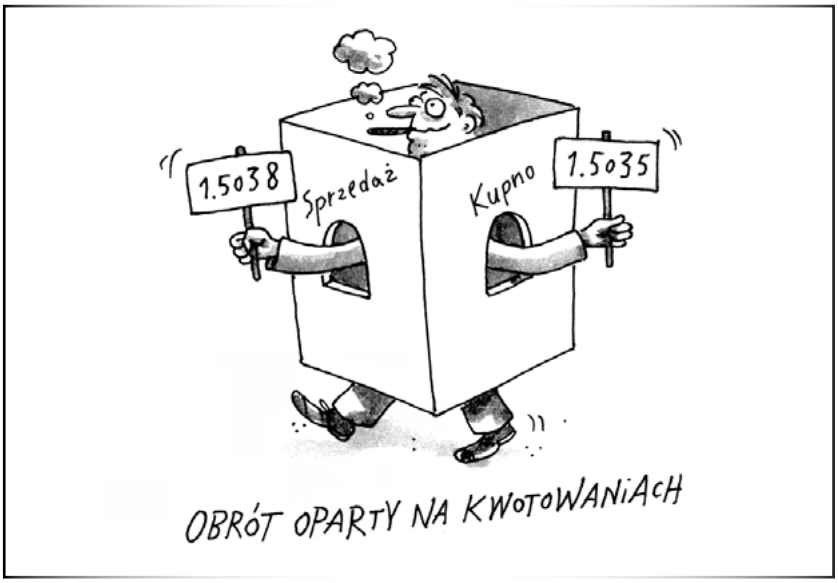
Treść bilansu: struktura pasywów



Obroty dzienne • **Intraday Trading** • Kupno i sprzedaż akcji w ciągu jednego dnia roboczego. Patrz *drobni spekulanci* i *zbieranie śmietanki.*

Obrót (giełdowy) oparty na zleceniach • **Order-driven Trading** • System obrotu papierami wartościowymi mogący odzwierciedlić rzeczywisty poziom popytu i podaży na rynku. Zlecenia kupna i sprzedaży papierów wartościowych są wprowadzane do centralnego systemu komputerowego. Inwestorów następnie automatycznie kojarzy się według wprowadzonej ceny i wolumenu. Jest to przeciwieństwo systemu *obrotu opartego na kwotowaniach*, w którym obrót zleceniami odbywa się po cenach ustalonych przez *maklera specjalistę*. Obrót oparty na zleceniach jest bardziej wydajny cenowo, choć gdy brak maklera specjalisty, ceny mogą być mniej pewne, a płynność mniejsza. Niektóre systemy obrotów są hybrydami systemów opartych na kwotowaniach i na zleceniach.

Obrót oparty na kwotowaniach • **Quote-driven Trading** • System obrotu papierami wartościowymi, w którym obrót zleceniami odbywa się po cenach ustalonych przez *maklera specjalistę* rynku, który zawsze jest gotowy obracać danymi akcjami. Jest to przeciwieństwo *obrotu opartego na zleceniach*, który zależy wyłącznie od popytu i podaży wśród kupujących i sprzedających na danym rynku. Korzyścią systemów opartych na kwotowaniach jest to, że zwiększają płynność rynku. Inwestorzy mogą być pewni, że da się przynajmniej handlować stosunkowo małymi ilościami akcji (duże pakiety to inna kwestia) po cenie określanej przez *maklera specjalistę*. Niektóre systemy obrotów są hybrydami systemów opartych na kwotowaniach i na zleceniach.



Obrót papierami wartościowymi • Handel giełdowy • Trading (Securities) • Kupno i sprzedaż papierów wartościowych w celu zapewnienia sobie zysku w wyniku wzrostu wartości waloru (zysk kapitałowy). Zysk może zostać zrealizowany poprzez transakcję lub może to być zysk księgowy w rachunkowości opartej na wycenie rynkowej. Handlu giełdowego nie należy mylić z „inwestowaniem", które zwykle polega na cierpliwym długoterminowym trzymaniu walorów. *Uczestnik rynku giełdowego* działa krótkoterminowo, przeprowadzając transakcje. Kiedy się myli, porzuca swoją pozycję, minimalizuje straty i wycofuje się. Ma jedynie nadzieje, że jego walory nie zostaną sprzedane po najniższych cenach na rynku. Gracz idzie do przodu, starając się nadrobić wszelkie straty, które poniósł, zmieniając pozycję. Jedną z podstawowych zalet handlu giełdowego jest fakt, że choć jest to „gra" na parkiecie, to wiąże się ona z respektowaniem opinii giełdy na temat wartości walorów. W tym znaczeniu rynek nigdy się nie myli: dana rzecz warta jest tyle, ile ktoś chce za nią zapłacić. Na rynku papierów wartościowych informacje przekazywane są szybko i szeroko. Nie ma więc złudzeń, którym ulegają inwestorzy lub kredytodawcy, gdy się „zakochują", czyli nie są w stanie dostrzegać błędów. Wadą handlu giełdowego są koszty sprzedaży/kupna, zwłaszcza jeśli dochodzi do zjawiska *zbierania śmietanki*, oraz pewne powierzchowne zaangażowanie, będące wynikiem nieustannej gotowości do sprzedaży. Patrz też *ryzyko rynkowe*, *hipoteza rynku efektywnego*, *arbitraż*, *system zleceń automatycznych*.

Ocena realizacji budżetu • Post-Audit (Capital Budget) • Retrospektywna ocena wyników projektu inwestycyjnego: czy sprawdziły się prognozy oraz wyjaśnienia ewentualnych istotnych różnic między przewidywaniami a rezultatami. Czy *przekroczono koszty* w dużym stopniu? Czy przepływy środków pieniężnych spełniły oczekiwania? Nakłady kapitałowe to koszty poniesione nieodwołalnie, co oznacza, że „czasu nie cofniesz", ale ocena realizacji budżetu może dostarczyć cennych informacji na przyszłość, skupiając się przykładowo na technikach prognozowania (eliminacja tendencyjnych założeń, przerostu formy, małych potknięć i naiwnego podejścia) lub na uważniejszym określeniu ryzyka (np. uwzględnienie *analizy wrażliwości*). Poza tym jeśli kadra zarządzająca wie, że ich przewidywania będą porównane z faktycznymi wynikami, stara się być bardziej sumienna jako prognostycy. Zapał wiążący się z oceną realizacji budżetu powinien być trzymany w ryzach. Rzadko który projekt realizowany jest w stu procentach zgodnie z planem. Pojawiają się czynniki zewnętrzne, których nie sposób było przewidzieć, i pomyłki nie do uniknięcia przy podejmowaniu ryzyka. Niemniej jednak dokładna, ale zrównoważona ocena realizacji budżetu może w dużym stopniu zdyscyplinować *proces budżetowania inwestycji*

poprzez zestawienie decyzji podejmowanych „jednym pociągnięciem pióra" z rzeczywistością ich efektów.

Ochrona kapitału (żargon) • **Preserve Capital** (vernacular) • Ochrona majątku przed każdym przyszłym uszczupleniem spowodowanym inflacją czy spadkiem wartości inwestycji, oznaczająca unikanie spekulacyjnego inwestowania. Taka ostrożność jest konieczna nawet kosztem przyszłego wynagrodzenia. Dlatego możemy powiedzieć: „Przed przejściem na emeryturę inwestorzy zamiast na poszukiwaniu zysku powinni skupić się na ochronie kapitału w celu zapewnienia sobie odpowiedniego poziomu życia". Ochrona kapitału jest również istotna w czasie trudnych warunków rynkowych (patrz poniżej).



Nie poddawaj się!

Znaleźliśmy się w okresie silnej destrukcji majątku finansowego. Jeżeli potrafisz **ochronić swój kapitał** w okresie destrukcji, to znaczy, że radzisz sobie bardzo dobrze.

Guru ds. inwestycji George Soros, cytat z artykułu
Here to Put Your Money Now w „Fortune", 28 kwietnia 2008, s. 31

Odbudowanie bilansu (żargon) • **Rebuilding the Balance Sheet** (vernacular) • Wszelkie działania zmierzające do przywrócenia mniej ryzykownego poziomu *dźwigni*, zwykle podejmowane po poniesieniu serii strat. Działania te mogą polegać albo na spłacie części *zadłużenia*, albo na podwyższeniu *kapitału*

własnego. Z kolei podwyższenie kapitału można uzyskać albo przez cierpliwe zwiększanie zysku zatrzymanego, albo (w razie naglącej potrzeby) przez emisję nowych akcji.



Odkrywanie ceny rynkowej (żargon) • **Price Discovery** (vernacular) • Ustalenie wartości godziwej danego dobra poprzez jego sprzedaż po zaproponowanej przez rynek cenie w celu określenia *wartości rynkowej*. Na aktywnym i płynnym rynku wartość godziwa będzie zbliżona do wartości rynkowej. Jeśli jednak mamy do czynienia z aktywami, które nie są notowane na rynku (np. „egzotyczne" instrumenty pochodne), i nie ma dla nich aktywnego rynku, wartość nominalną trzeba ustalać innymi środkami (wartość wyceny lub wartość bieżąca netto). Jeśli ustalona wartość godziwa jest jednocześnie rozsądna i uznana przez innych, będzie przeważnie potwierdzona szybką transakcją rynkową. Takie rozwiązanie staje się mniej prawdopodobne w przypadku rynku niepłynnego, szczególnie w czasach negatywnego nastawienia rynku. Taka sytuacja miała miejsce w roku 2007 w czasie kryzysu na rynku substandardowych kredytów hipotecznych, kiedy to wiele instrumentów CDO (*Collateralised Debt Obligations/papiery wartościowe zabezpieczone długiem*) można było sprzedać (jeśli w ogóle) po radykalnie obniżonych cenach, które odbiegały znacznie od wartości godziwej.

Bez paniki

Musimy podreperować system finansowy, co wiąże się z programem mogącym zapewnić więcej kapitału i maksymalną przejrzystość, jeśli idzie o wyceny. Jeżeli postawimy na odkrywanie ceny rynkowej, zasypując rynek aktywami, ich ceny będą jak na panicznej wyprzedaży, co może skończyć się lawiną bankructw.

Lawrence Summers, były sekretarz skarbu USA,
„Fortune" (wydanie europejskie), 18 lutego 2008, s. 29

Odsetki narastające (i swapy na zwłokę w spłacie kredytu) • **Coupon Step-Up (& Credit Default Swaps)** • Zwiększenie oprocentowania obligacji wywołane pewnym określonym wydarzeniem powodującym zwiększenie ryzyka kredytowania. Na przykład jeśli emitent został przejęty przez stosunkowo słabego kupującego, przez co ocena wiarygodności kredytowej obligacji spadła poniżej *klasy inwestycyjnej*, zapis o odsetkach narastających może pozwolić posiadaczom obligacji na uzyskanie wyższego oprocentowania. Większy zwrot z inwestycji ma zachęcać inwestorów do zachowania obligacji zamiast tradycyjnej *opcji sprzedaży* za pełną i natychmiastową spłatę. Odsetki narastające mogą być atrakcyjne dla inwestujących w obligacje, którzy zakupili zabezpieczenie kredytowe poprzez *swap na zwłokę*. W przypadku spłaty obligacji powiązany z nią instrument pochodny chroniący jej spłatę w przyszłości traci swoją wartość. Inwestorzy wolą raczej zatrzymać obligację, zarobić więcej na oprocentowaniu i zachować ochronę kwoty głównej obligacji przez istniejący swap na zwłokę.

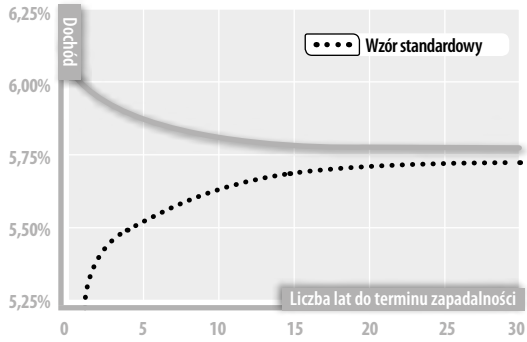
Odwrócona krzywa dochodowości • **Inverted Yield Curve** • Nietypowa *struktura czasowa stóp procentowych* na rynku pieniężnym, kiedy krótkoterminowe (np. do 2 lat) stopy procentowe są wyższe od długoterminowych (np. powyżej 10 lat) stóp procentowych. Jest to sytuacja odwrotna do klasycznej *krzywej dochodowości*, gdzie długoterminowe stopy procentowe są zazwyczaj wyższe, co odzwierciedla wyższe ryzyko przy dłuższym horyzoncie czasowym. Ponieważ istnieją określone powody, dla których klasyczne krzywe dochodowości są pozytywne (np. preferencja płynności i kompensacja ryzyka), można również wyjaśnić odwrócone krzywe. Główne przyczyny odwróconych krzywych dochodowości to:

- Oczekiwania – jeśli oczekiwane są spadki stóp procentowych, to krótkoterminowe stopy procentowe mogą być wyższe, ponieważ inwestorzy będą trzymać się krótkiej strony rynku (gdyż nie chcą być uwiązani niskimi długoterminowymi stopami procentowymi);

- Polityka pieniężna państwa – polityka pieniężna może interweniować na rynku pieniężnym, aby osiągnąć zamierzone cele. Z reguły celem tym jest schłodzenie zagrożonej przegrzaniem gospodarki poprzez podniesienie krótkoterminowych stóp procentowych;
- Teoria segmentacji rynku – więksi inwestorzy są ograniczeni do określonego segmentu rynku pieniężnego. Tacy gracze na rynku nie przejdą do innego segmentu nawet w obliczu zapowiadanych zmian stóp procentowych. Tak więc długoterminowi inwestorzy, jak np. fundusze emerytalne, zostają na dłuższy okres i podnoszą wartość takich inwestycji, co z kolei sprowadza ich dochodowość poniżej poziomu krótkookresowych stóp procentowych.

Na podstawie polityki pieniężnej opisanej powyżej odwrócona krzywa dochodowości często jest postrzegana jako zwiastun recesji w cyklu gospodarczym. W wyniku polityki pieniężnej banku centralnego wzrosną stopy procentowe, aby w ten sposób zahamować przegrzaną gospodarkę. Jednakże gdy tylko gospodarka na dłuższą metę wróci do normy, stopy procentowe spadną. To, czy odwrócona krzywa dochodowości rzeczywiście jest zwiastunem recesji, jest dyskusyjne. Alan Greenspan nazwał to „poronionym pomysłem" (źródło: „International Herald Tribune", 10 listopada 2006, s. 14). Mimo wszystko można stwierdzić zauważalny, historyczny związek występowania odwróconej krzywej dochodowości przed recesjami.

Odwrócona krzywa dochodowości



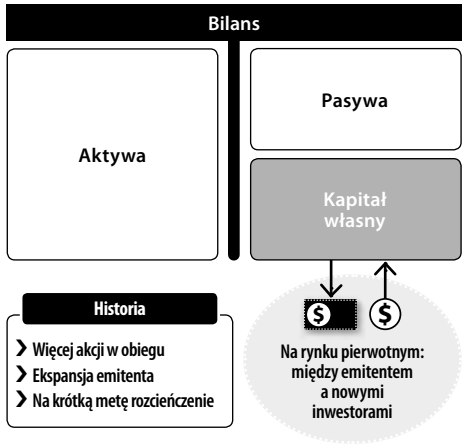
Odwrócona luka w dochodach • **Reverse Yield Gap** • Niższa *stopa dochodu z dywidendy* dla akcji o stosunkowo dużym ryzyku w porównaniu do stopy dochodu z papierów dłużnych o stosunkowo małym ryzyku. Przy założeniu *optymalnej relacji ryzyka i dochodu* (która sugeruje, że wyższe ryzyko zostaje nagrodzone wyższymi zyskami) luka musi wynikać z oczekiwań akcjonariusza

co do długoterminowych *zysków* z akcji. Inwestorzy posiadający akcje przypuszczalnie zadowolą się skromnymi dywidendami w zamian za wzrost wartości akcji, który będzie rezultatem wypłaty niskich dywidend, a w związku z tym wysokiej stopy reinwestycji.

Odwrócony split • **Reverse Split** • Wymiana wielu akcji na jedną, by podnieść cenę za akcję (łączna kapitalizacja rynku pozostaje bez zmian). Działania takie podejmuje się celem uniknięcia negatywnych skojarzeń, jakie budzą niskie ceny akcji (patrz *akcje groszowe*). Patrz również *przymusowy odkup akcji*.

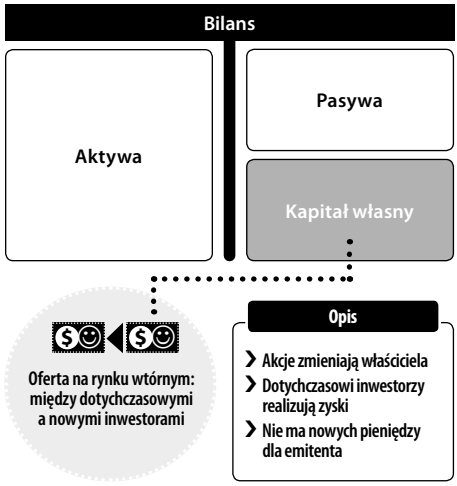
Oferta na rynku pierwotnym • **Primary Offering** • Zbieranie nowego kapitału w drodze oferty sprzedaży większej liczby akcji zwykłych poprzez *wprowadzenie na giełdę* na rynkach publicznych lub *emisję niepubliczną*. W przeciwieństwie do *oferty na rynku wtórnym* oferta na rynku pierwotnym daje firmie zastrzyk finansowy, który można przeznaczyć na jej ekspansję.

Oferta na rynku pierwotnym



Oferta na rynku wtórnym • **Secondary Offering** • Formalna oferta ze strony obecnych akcjonariuszy sprzedaży ich akcji zwykłych innym inwestorom poprzez *wprowadzenie na giełdę* na rynkach publicznych lub *emisję niepubliczną*. W przeciwieństwie do *oferty na rynku pierwotnym* oferta na rynku wtórnym nie ma wpływu na wielkość kapitału przedsiębiorstwa. Dochodzi natomiast do zmiany właścicieli kapitału. Z oferty na rynku wtórnym często korzystają inwestorzy pierwotni – np. przedsiębiorstwa lub inwestorzy z kapitałem wysokiego ryzyka – w celu „podliczenia utargu" (czyli zrealizowania niewykorzystanych zysków z papierów wartościowych) z działalności, którą sami rozwijali.

Oferta na rynku wtórnym



Oferta przetargowa • **Tender Offer (Securities)** • Oferty przetargowe były po raz pierwszy sporządzane przez rządy sprzedające swoje papiery wartościowe. Na rynku podawano orientacyjną cenę sprzedaży. Potencjalni nabywcy odpowiadali, określając ilość, jakiej oczekiwaliby za podaną cenę (zgodnie z wcześniejszą umową ich oferta, w przeciwieństwie do ceny sprzedającego, była wiążąca). Co działo się, gdy popyt był niewystarczający (tj. cena była za wysoka)? Jako że oferta uwarunkowana była koniecznością sprzedaży całkowitej, można ją było wycofać. Wówczas można było zaoferować nową, niższą cenę. W ten sposób następowało sprawdzanie rynku, a cena rozliczeniowa ustalona zostałaby metodą prób i błędów. W podobny sposób firmy mogą korzystać z ofert przetargowych do spłaty długu pozostającego w obrocie na *rynku wtórnym*. W sytuacji wzrostu stóp procentowych od momentu emisji wartość rynkowa długu o stałym oprocentowaniu spadnie. Stanowi to okazję do uzyskania korzyści, gdy możliwe jest umorzenie wyższej kwoty nominalnej długu. Jest to manewr wart przeprowadzenia, jeśli przedsiębiorstwo ma wolne środki pieniężne, jeśli bowiem musi je pożyczyć na wyższy procent, korzyść zostanie zniwelowana przez wyższe koszty odsetkowe w przyszłości. Oferty kupna są także stosowane w programach skupu akcji. Źródłosłów: francuskie słowo „tendre" = 'oferować'.

Oferta w przetargu publicznym • **Public Tender Offer** • Ofera zakupu akcji adresowana do wszystkich, w przeciwieństwie do emisji niepublicznej adresowanej do wybranej grupy inwestorów instytucjonalnych. Zgodnie z prawem

oferta w przetargu publicznym wymaga przedstawienia prospektu oraz rejestracji akcji w organach regulacyjnych dla papierów wartościowych. Wymaga również zaproponowania tej samej ceny wszystkim posiadaczom, niezależnie od tego, czy posiadają *pakiety kontrolne*.

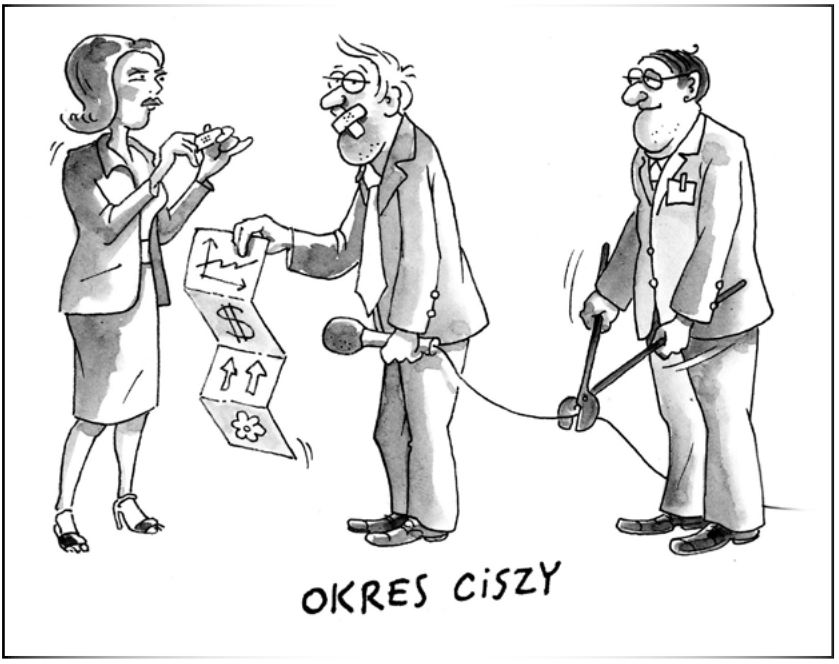
Oferta wrogiego przejęcia • **Hostile Take-over Bid** • **Contested Bid** • Oferta kupna akcji spółki przez inną spółkę, której sprzeciwia się zarząd przejmowanej spółki. Opór taki może być spowodowany chęcią podbicia ceny oferty (korzystna taktyka dla akcjonariuszy spółki – obiektu przejęcia) lub obawami o osobiste interesy aktualnego kierownictwa (patrz *konflikt w stosunkach agencyjnych*). Opór może zostać wyrażony w kampanii promocyjnej mającej przekonać akcjonariuszy, że perspektywy na przyszłość (być może po odpowiedniej restrukturyzacji) będą jaśniejsze, jeśli spółka ta zachowa niezależność. Kolejną formą przeciwstawienia się konkretnej ofercie jest przyciągnięcie alternatywnego nabywcy odgrywającego rolę *białego rycerza* (czyli bohaterskiego obrońcy). Mniej akceptowalną taktyką jest stosowanie *trujących pigułek* mających zniszczyć atrakcyjność spółki dla składających ofertę, co ostatecznie przynosi szkodę interesom akcjonariuszy. *Trujące pigułki* są obecnie zakazane lub odradzane w najbardziej postępowych systemach inwestorskich. Patrz również *najeźdźca korporacyjny*.

Okólnik ofertowy • **Offering Circular** • Termin używany w Europie na określenie *prospektu emisyjnego*.



Okres ciszy (żargon) • **Quiet Period** (vernacular) • Ustalony okres – zazwyczaj od 60 do 90 dni, w zależności od regulatora – przed sprzedażą papierów

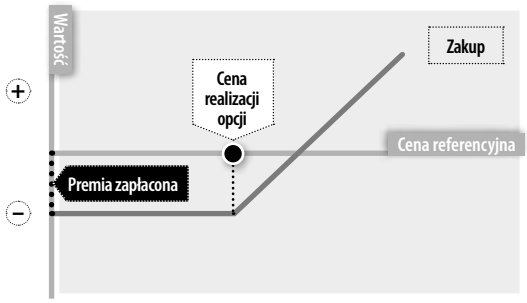
wartościowych, w którym obowiązuje zakaz podawania jakichkolwiek nowych informacji do wiadomości publicznej. Chodzi o to, aby dać potencjalnym kupcom szanse na przyswojenie wszystkich istotnych informacji potrzebnych do oceny akcji. To z kolei zachęca do właściwego przedstawienia informacji w *prospekcie emisyjnym*. Jeśli ujawnienie nowych istotnych faktów jest konieczne, musi się to odbyć za pomocą skorygowanego prospektu emisyjnego, a sprzedaż papierów wartościowych powinna być odroczona. Okres ciszy narzucany jest emitentom oraz ubezpieczycielom.



Opcja • **Option** • Prawo zakupu (opcja kupna) lub sprzedaży (opcja sprzedaży) określonego towaru, waluty lub papierów wartościowych po z góry ustalonej cenie (cena realizacji opcji) w określonym czasie. Jeżeli posiadacz korzysta z prawa opcji, może osiągnąć zysk kapitałowy, jeśli wartość waloru jest dla niego korzystna (tzn. dla opcji kupna cena rynkowa > cena wykonania; dla opcji sprzedaży cena rynkowa < cena wykonania). O opcjach mówi się również, że są *w cenie* (tzn. że mają wartość wewnętrzną) lub *poza ceną* (tzn. że mają ujemną wartość wewnętrzną). Po upływie określonego terminu opcje tracą ważność. Opcjami obraca się na rynkach i są one wykorzystywane jako *instrumenty zabezpieczające* lub *spekulacyjne*. Opcje będące w obrocie publicznym dzieli się na „amerykańskie" i „europejskie". Opcja amerykańska może być wykorzystana w dowolnym momencie przed upływem terminu jej ważności (tzn.

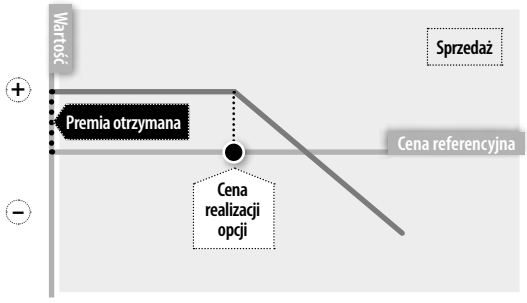
w nieokreślonym czasie). Opcja europejska może być realizowana wyłącznie w terminie jej wygaśnięcia lub w zbliżonym czasie (tzn. w określonym czasie). Opcje znane były na rynku od dawna, ale wykorzystywano je raczej jako instrument spekulacyjny. Model wyceny opcji Blacka-Shollesa zrewolucjonizował rynek opcji, umożliwiając wycenę wartości opcji w miarę wiarygodny sposób. Patrz także *warranty*, *opcje menedżerskie dla zarządu*, *rozcieńczenie*, *metoda kalkulacji rozwodnionych zysków na jedną akcję*.

Opcja kupna



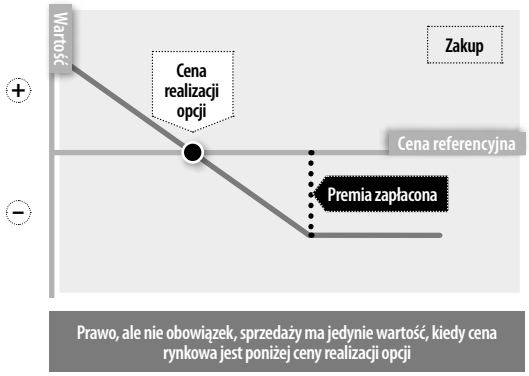
Prawo, ale nie obowiązek, zakupu ma jedynie wartość, kiedy cena rynkowa jest powyżej ceny realizacji opcji

Opcja kupna

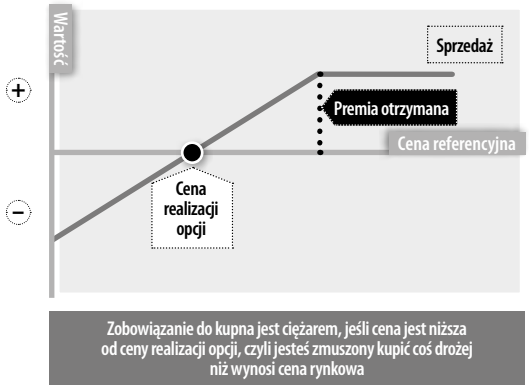


Zobowiązanie do sprzedaży jest ciężarem, jeśli cena jest wyższa od ceny realizacji opcji, czyli jesteś zmuszony sprzedać coś poniżej ceny rynkowej

Opcja sprzedaży



Opcja sprzedaży



Opcja amerykańska • **American (Style) Option** • Opcja, którą można zrealizować w każdej chwili między datą zakupu a datą wygaśnięcia. Większość opcji w USA to opcje tego właśnie typu. Jest ona przeciwieństwem opcji europejskiej, którą można zrealizować wyłącznie w dniu wygaśnięcia. Ta elastyczność czasu realizacji tworzy dla opcji amerykańskiej premię cenową.

Opcja kupna • **Call Option** • Prawo umowne, z jakiego można korzystać według uznania właściciela, które nakazuje drugiej stronie sprzedaż aktywów po określonej cenie i w określonym terminie. Opcje, którymi można handlować, są stosowane jako mechanizm zabezpieczający albo narzędzie *spekulacji*. Na przykład inwestor mógł nabyć opcję kupna, która pozwala na zakup akcji po określonej cenie; jeżeli ceny rynkowe wzrosną, będzie on mógł uzyskać dochód z nadwyżki powyżej sumy ceny rozliczenia i premii. Jednak w przypadku spadku ceny

rynkowej opcja kupna będzie bezwartościowa, a premię dzięki udanej spekulacji otrzyma wystawca. Przeciwieństwem opcji kupna jest *opcja sprzedaży*.

Opcja na indeks giełdowy • **Equity Index Option** • *Instrument pochodny*, którego wartość powiązana jest ze zmianami *indeksu giełdowego*. Może on służyć do spekulacji na zmienności rynku kapitałowego lub do *zabezpieczenia* pozycji inwestycyjnej w obracanych akcjach.

Opcja podwójna • **Siodło** (slang) • **Straddle** (slang) • Połączenie pary opcji tak, że łącznie nie tracą na wartości, gdy ceny akcji na rynku zwyżkują lub spadają. Opcja podwójna jest dochodowa, jeśli tworzące ją opcje wygasają jako pozbawione wartości i można zatrzymać premię.

Opcja sprzedaży • **Put Option** • Prawo umowne, z jakiego można korzystać według uznania jego właściciela, nakazujące drugiej stronie kupno składnika majątkowego po określonej cenie i w określonym terminie. Opcje mogą być wykorzystywane jako mechanizm zabezpieczający lub jako narzędzie spekulacji. Jeśli ceny rynkowe spadną, właściciel opcji sprzedaży zyska dzięki wcześniejszemu ustaleniu ceny. Jeżeli natomiast ceny wzrosną, opcji sprzedaży nie będzie można zastosować. Stroną zyskującą będzie wystawca, który zarobi premię dzięki udanej spekulacji. Przeciwieństwem opcji sprzedaży jest *opcja kupna*.

Opcja sprzedaży akcji w przypadku katastrofy • **Catastrophe Equity Put Option** • **CATEPUT** • Kontrakt na instrument pochodny dający ubezpieczonemu prawo sprzedaży nowych akcji po ustalonej cenie wymienionemu inwestorowi, który jest zobowiązany nabyć je w przypadku wystąpienia określonej katastrofy. CATEPUT jest przykładem konwergencji działalności bankowej i ubezpieczeniowej.

Opcje antydatowane • **Backdated Stock Options** • Ustalenie ceny bazowej opcji, która od razu *jest w cenie*, przynosząc posiadaczom natychmiastowy, gwarantowany zysk. Jest to sprzeczne z normalną praktyką, gdzie cena realizacji jest ustalona dużo powyżej cen rynkowych, by zachęcić kierownictwo do lepszych wyników i późniejszego podziału zysków osiągniętych w ten sposób. Właściwym przeznaczeniem opcji pracowniczych jest stworzenie zachęty do osiągania wyników oraz *zbieżności celów* kierownictwa z tworzeniem majątku spółki. Dobry *ład korporacyjny* zagwarantuje, że kierownictwo naprawdę zapracuje na wszelkie premie oparte na modelu *obie strony wygrywają*. Jak dochodzi do nadużyć przy tym właściwie rozsądnym planie? Zwykle istnieje już tradycyjny plan opcji. Beneficjenci zmieniają wtedy nagle statystyki, by się wzbogacić, z nadzieją że oszustwo nie wyjdzie na jaw. W większości systemów prawnych opcje antydatowane

nie są uważane za więcej niż wyrafinowane oszustwo. Choć zdarza się to stosunkowo rzadko, do kilku wypadków antydatowanych opcji doszło w kilku firmach w przedsiębiorczej Dolinie Krzemowej w USA, dopóki nie ukróciły tego władze.

Niedobry znak

Firma stwierdziła, że ta praktyka [**antydatowania**] wynikała z „powszechnego rozumienia, że opcje można przyznawać z dowolną datą". Tak oczywiście nie jest. Wielu dziwi się, w jaki sposób jeden z prezesów – dyplomowany księgowy ze stopniem MBA Uniwersytetu Harvarda, do którego należała ostateczna decyzja o przyznawaniu opcji – mógł pomylić się w czymś tak prostym. A jeśli kierownictwo błędnie przyznawało opcje, do jakich innych nieprawidłowości w księgach firmy mogło dojść?

Artykuł o antydatowanych opcjach w firmie Research in Motion, cytowany w „Canadian Business", 9 kwietnia 2007, s. 34

Opcje egzotyczne (slang) • **Exotics** (slang) • Nietypowe, rzadkie i wymyślne instrumenty finansowe. Przeznaczone są zwykle do stosowania w sytuacjach szczególnych; ograniczają je tylko wyobraźnia i potrzeby użytkowników. Na dojrzałych rynkach uwaga przesuwa się raczej w kierunku przydatności opcji do rozwiązywania problemów, przejrzystości i dostosowania niż ku celowej złożoności.



Opcje menedżerskie dla zarządu • **Executive Stock Options** • System wynagradzania *zarządu* polegający na oferowaniu jego członkom *opcji* na kupno *akcji* spółki po korzystnej cenie. Opcje stanowią próbę rozwiązania *konfliktu w stosunkach agencyjnych* – zarządzający przedsiębiorstwem są lepiej umotywowani do ochrony interesów akcjonariuszy, jeżeli sami posiadają materialny udział w przedsiębiorstwie. Mówi się też, że stanowią one niejako darmowy (aczkolwiek pozornie) sposób wynagradzania zarządu – zamiast bezpośrednio obciążać listę płac, beneficjenci realizują *zysk kapitałowy* na *rynku giełdowym*. Opcje sprzyjają także budowaniu lojalności wobec firmy, a przynajmniej zmniejszeniu rotacji kadr, jeżeli ustalony jest pewien minimalny okres, po którym możliwa będzie ich realizacja. Z drugiej jednak strony wiąże się z nimi szereg kosztów. Przede wszystkim opcje powodują *rozcieńczenie* akcji. Według „The Financial Times" z 21 sierpnia 1999 w USA ponad 10% wyemitowanego kapitału akcyjnego przedsiębiorstw przeznacza się na opcje dla zarządów, co w istotny sposób pomniejsza majątek akcjonariuszy. Dodatkowo fakt, że przy zwyżkującym rynku posiadaczom opcji trafia się – niezależnie od dokonań w zakresie zarządzania – łatwy zarobek, może budzić społeczną zawiść i może mieć skutek demoblilizujący („Skoro tak dobrze stoimy, nie ma potrzeby bardziej się wysilać"). Należy dodać, że ze względu na skomplikowany i niejawny charakter opcji trudno jest ściśle określić ich koszt. Przede wszystkim większość standardów rachunkowości wymaga ich ujawniania jedynie w trudnych do zrozumienia punktach informacji dodatkowej. Rzadko zdarza się, aby przedsiębiorstwo podejmowało próbę oszacowania kosztu opcji i odliczenia go od *zysku* netto, co byłoby nieodzowne dla określenia jakości zysku. Był duży opór, szczególnie w USA, by podejmować próby oszacownia kosztu opcji i odliczenia go od zysku netto, z obawy że w ten sposób zniechęci się i obniży etykę pracy, szczególnie w nowo powstających firmach. Jednakże do 2005 roku koszty opcji zostały włączone w model sprawozdawczości finansowej większości systemów. Patrz *Kompendium terminów z zakresu rachunkowości po polsku i angielsku*: *opcje na akcje*, *rozliczanie w rachunkowości*.

Opcje na akcje (debata) • **Stock Options, Debate About** • *Opcje* menedżerskie są powszechną formą wynagrodzenia w formie akcji i stały się najbardziej kontrowersyjnym tematem na rynku. Opcje są atrakcyjne głównie z dwóch powodów. Dla małych spółek nowicjuszy są sposobem do zmotywowania cenionych pracowników przy braku możliwości należytego wynagradzania ich gotówką. Z drugiej strony dużym spółkom z profesjonalnym zarządem opcje pozwalają złagodzić problemy związane ze *zbieżnością celów*, ponieważ dają możliwość udziału finansowego w prowadzonej firmie. W ten sposób zarządy zaczynają bardziej zwracać uwagę na rosnący nacisk na *tworzenie wartości*

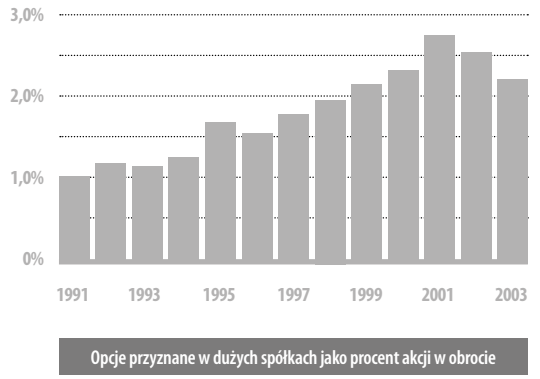
dla akcjonariuszy. Czasami opcje giełdowe mają wiele wspólnego z wartościami społecznymi (przynajmniej w USA). Według ducha przedsiębiorczości ludzie, którzy stworzyli majątek, powinni mieć w nim udział. Jeśli akcjonariusze również na tym korzystają, powstaje klasyczna sytuacja, w której *obie strony wygrywają*. W USA opcje menedżerskie stały się bardzo popularne pod koniec lat 90. XX wieku. Weźmy na przykład chociażby jedną (za to bardzo znaną) firmę: Microsoft. Bank Goldman Sachs ocenił, że między 1993 a 2003 rokiem zostały zrealizowane opcje Microsoft o łącznej wartości 50 miliardów dolarów. Rok 2000 był rekordowy, kiedy to mieszkańcy Kalifornii zapłacili podatek od zysków kapitałowych (niższy od podatku od *dywidend*) od dochodów z opcji menedżerskich, które łącznie wynosiły 85 miliardów dolarów (źródło: „Maclean's Magazine", 28 lipca 2003, s. 35). Jednakże ponieważ był to klasyczny przypadek „co za dużo, to niezdrowo", wiele osób miało zastrzeżenia co do opcji menedżerskich. Może się bowiem wydawać, że opcje menedżerskie zaostrzają takie niepożądane zjawiska jak:

- nadmierny nacisk na wyniki krótkoterminowe, ponieważ perspektywa zarządzających spółką jest krótsza od czasu trwania firmy,
- pokusa nadużyć w rachunkowości firmy w zakresie zarządzania dochodami w celu stworzenia sztucznych zysków,
- postawa kapitalizmu spekulacyjnego, czyli podejmowanie zbyt dużego ryzyka kosztem akcjonariuszy,
- niedbałe zarządzanie majątkiem firmy, ponieważ menedżerowie dostają ogromne wynagrodzenia, na które tak naprawdę nie „zasłużyli",
- niedostatecznie niezależny nadzór działalności z powodu słabego nadzoru rady nadzorczej,
- huśtawka wahań w deficycie rządowym (z powodu różnic w kwocie podatków płaconych od realizacji opcji).

Jednym ze sposobów zmierzenia się z tymi problemami jest po prostu lepsza ocena ich skutków. Na początku lat 90. działająca w USA *Rada ds. Standardów Rachunkowości Finansowej* doradzała, aby uwzględnić opcje menedżerskie w kosztach na rachunku zysków i strat. W odpowiedzi Kongres Stanów Zjednoczonych, będący pod wpływem lobbingu firm technologicznych gorączkowo szukających sposobów, by zmotywować swoich pracowników, zagroził, że zabierze Radzie prawo do ustanawiania standardów. Zwykle nie powinno się mieszać polityki do spraw rachunkowości. Trzy wydarzenia sprawiły, że opcje menedżerskie stały się tematem debaty publicznej. Astronomiczne sumy zapłacone czołowym dyrektorom (np. Dick Grasso z NYSE dostał 140 miliardów dolarów; Michael Eisner z Disney dostał 120 miliardów dolarów) wstrząsnęły rynkiem kapitałowym (zaczęto zadawać

pytanie: „Jakim cudem ktoś może być tyle wart?!"). Następnie miały miejsce upadki firm Enron i Worldcom oraz inne głośne skandale księgowe powiązywane, nawet jeśli niebezpośrednio, z powyżej wymienionymi nadużyciami. W końcu nadszedł krach na giełdzie, który przekłuł bańkę technologiczną w 2002 roku, co spowodowało gniew oraz utratę pieniędzy wielu akcjonariuszy. Zaczęto kwestionować podstawy „systemu", przez który ponieśli takie straty. W rezultacie powstał trend dążący do miarkowania hojności oraz ujawnienia skutków opcji menedżerskich. Patrz również *opcje menedżerskie dla zarządu*.

Opcje giełdowe



Źródło: Pearl Meyer & Partners, „International Herald Tribune", 2 kwietnia 2004, s. 11

Złudzenie

Każdy może się łudzić, że **opcje menedżerskie** są za darmo. Jest to całkiem zrozumiałe, zważywszy że były rozdawane dyrektorom i pracownikom jak confetti. Amerykańscy dyrektorzy mogli w ten sposób cieszyć się przewrotnym faktem, że ten niewidoczny koszt przynosił widoczną korzyść na rachunku zysków i strat, ponieważ był odliczany od dochodu. Niektórzy szacują, że w 2000 roku podczas szczytu na rynku ponad 90% odkupowanych akcji (przez spółki notowane na giełdzie) powędrowało do rąk menedżerów i pracowników. Także teraz na bilansach tych przedsiębiorstw odbija się stosowanie intensywnego lewarowania. Przypadki Worldcomu czy Enronu to jedynie patologiczne skrajności. Wszyscy coś kombinowali. A tam, gdzie nadal korzysta się z opcji giełdowych, wciąż knują.

John Plender, „Financial Times", 2003

Opcje tęczowe • Opcje koszykowe • Rainbow Options • Basket Options • *Opcje* z ekspozycją na więcej niż jeden czynnik niepewności. Opcje tęczowe to zwykle opcje kupna lub sprzedaży najlepszych albo najgorszych dwóch lub więcej aktywów, a także opcje, które przynoszą najlepszy lub najgorszy zysk z dwóch lub więcej aktywów. Aby opcja się zwróciła, wszystkie z aktywów muszą podążać w zamierzonym kierunku. Opcje tęczowe służą np. do wyceny złóż zasobów naturalnych, które narażone są na dwa czynniki niepewności – cenę i wielkość zasobu. Pojęcie „tęczowe" pochodzi od widma barw światła.

Opinia niezależnego audytora • Review of Prospectus, Auditor's • Zgodnie z zasadami większości giełd audytorzy muszą sprawdzić oraz wydawać pozytywną opinię do sprawozdania finansowego. Tak zwana weryfikacja na gorąco jest przeprowadzana przed emisją w prospekcie emisyjnym, weryfikacja na zimno – w następnej kolejności.

Opłata po umorzeniu jednostek • Back-End Load • System prowizji od sprzedaży z datą płatności w chwili sprzedaży inwestycji, np. funduszu powierniczego lub annuitetu. Nazywany jest również „odroczoną opłatą od sprzedaży". Ma zniechęcać do przedwczesnego wycofywania się i procederu *zbierania śmietanki*: im dłużej posiadacz zachowuje inwestycję, tym niższy procent opłaty. Jest ona przeciwieństwem *opłaty przy zakupie jednostek*.

Opłata przy zakupie jednostek • Front-End Load • Opłata przy zakupie inwestycji detalicznej, np. funduszu powierniczego lub annuitetu. Pokrywa ona koszty administracyjne, opłaty transakcyjne oraz prowizje od sprzedaży. Prowizję wyrażoną procentowo niezwłocznie odlicza się od zainwestowanej kwoty i wpłaca dystrybutorowi. Przeciwieństwo *opłaty po umorzeniu jednostek*.

Opłata z tytułu zerwania umowy • Opłata z tytułu wycofania się z oferty • Break-Up Fee • Transaction Cancellation Fee • Opłata, która musi zostać poniesiona przez stronę rezygnującą z umowy. Na przykład zainteresowany składa ofertę zakupu nieruchomości. Dla zablokowania transakcji sprzedający może zostać poproszony o wycofanie oferty z rynku (w oczekiwaniu na lepszą ofertę). Z powodu upływu czasu pomiędzy złożeniem oferty przez kupującego a realizacją transakcji sprzedający zażąda zabezpieczenia na wypadek, gdyby kupujący wycofał się. Zabezpieczenie to może mieć formę przedpłaty (zadatku), która w razie rezygnacji kupującego przepadnie. Jeżeli sprzedający wycofa ofertę, może być zobligowany do zwrotu przedpłaty powiększonej o umowną karę. Umowa tego typu jest w całości zależna od ustaleń pomiędzy stroną kupującą a sprzedającą.

Opóźnienie przekazania informacji do publicznej wiadomości • Delayed Reporting (Stock Market Trade Disclosure) • Większość regulacji giełdowych wymaga publicznego ujawniania sprzedaży lub zakupu każdego dużego pakietu akcji (powiedzmy ponad 10% *akcji w obrocie*), by zapewnić przejrzystość warunków rynkowych. Aby uniknąć załamania cen rynkowych po takiej sprzedaży, właściciele dużej liczby akcji zwykle pozbywają się *pakietów*, sprzedając je bankowi inwestycyjnemu, który z kolei stopniowo będzie wprowadzał je na rynek. Giełdy zwykle pozwalają na tymczasowe opóźnianie ujawniania tego rodzaju „nawisu", by chronić tożsamość osób zmuszonych do sprzedaży akcji. Ma to zapobiec niepożądanemu załamaniu ceny akcji w wyniku przejściowego nadmiaru podaży. Określając czas trwania opóźnienia, regulamin giełdy stara się równoważyć kwestie przejrzystości i płynności.

Optymalizacja gotówkowa • Cash Optimisation • Próba znalezienia równowagi pomiędzy korzyściami (transakcja, potrzeby zapobiegania itp.) płynącymi z utrzymania zapasu gotówki a kosztami (zazwyczaj *koszty utraconych korzyści*) braku spożytkowania gotówki w bardziej zyskowny sposób. Jeden z popularnych modeli traktuje gotówkę jak *zapas*. Gotówka otrzymana jest wykorzystana do zakupu płynnych papierów wartościowych, natomiast wydatki gotówki pochodzą z upłynnienia „pakietów" papierów wartościowych. Pakiety są wyliczane według wzoru na *ekonomiczną wielkość zamówienia*:

EWZ (model Baumola)	
Wielkość transakcji =	$\sqrt{\frac{2TC}{H}}$
Średnie saldo =	$\frac{\text{Wielkość transakcji}}{2}$
Gdzie	C = zapotrzebowanie na gotówkę w danym okresie
	T = koszt pojedynczej transakcji upłynnienia papierów wartościowych
	H = koszt utraconych korzyści (stopa procentowa w okresie)

Kolejną wersją optymalnego salda gotówki jest model Millera-Orra. Saldo gotówki może rosnąć do wysokości górnego limitu; kiedy go przekroczy, nadwyżka jest automatycznie inwestowana w papiery wartościowe krótkoterminowe. Jeśli saldo gotówki spada poniżej dolnego limitu, zainwestowana gotówka jest upłynniana. Limity są ustalane według uznania zarządu oraz wzorów uwzględniających koszty utrzymania gotówki, koszty transakcji i wariancję przepływu gotówki.

Optymalna dźwignia • Optimal Leverage • Kwota długu, która pozwoli na zminimalizowanie całościowego *średniego ważonego kosztu kapitału*. Zbyt mały dług pozbawi akcjonariuszy korzyści z taniego kapitału obcego po opodatkowaniu, który może zwiększyć stopę zwrotu dla udziałowców (chociaż dzieje się to kosztem większej zmienności stopy zwrotu z działalności gospodarczej). Zbyt wielki dług obciąży kredytobiorcę stałymi kosztami, które mogą w efekcie doprowadzić do niewywiązania się ze zobowiązań i niewypłacalności w razie zmniejszonych przepływów gotówkowych. Znalezienie odpowiedniej równowagi mieści się w ramach decyzji dotyczących struktury kapitałowej i wymaga rozważenia takich czynników, jak *optymalna relacja ryzyka i dochodu*, dźwignia występująca u konkurencji, percepcja rynku (patrz poniżej), a także stosunek właściciela do ryzyka (w przypadku firm prywatnych).

Mniej, czyli „bardziej" optymalnie

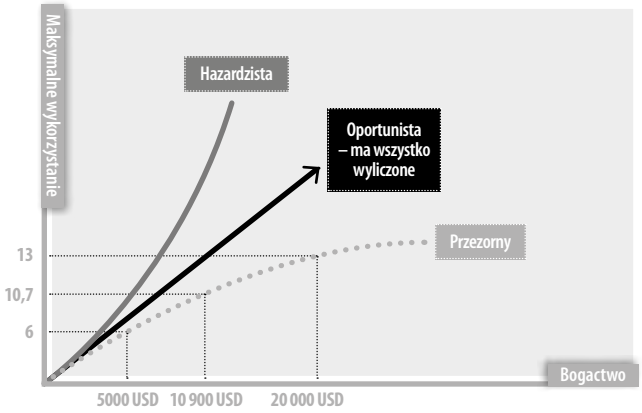
Problemy z kredytami oraz sceptyczna postawa wobec zysków spółki wyniknęły po części ze skandali z rachunkowością i stoją na drodze firm, które chcą uzyskać dostęp do rynków kapitałowych i kredytów bankowych. Banki mogą sobie pozwolić na sporą różnicę między oprocentowaniem lokat a oprocentowaniem kredytów. Zwiększone premie są po części odzwierciedleniem niepewności co do informacji finansowych przedstawionych przez kredytobiorców. W związku z tym banki inaczej teraz definiują „**optymalną dźwignię**", sprawiając, że wiele instytucji finansowych nie czuje się zbyt pewnie w stosunku do wyższych poziomów dźwigni.

Fragment artykułu *As Many Lenders Trim Activity…*
opublikowanego na GE Lending Views

Optymalna relacja ryzyka i dochodu • Risk-Reward Trade-off • Podstawowa koncepcja z dziedziny finansów opisująca preferencje lub poziom tolerancji ryzyka finansowego, tj. możliwości zaakceptowania straty ekonomicznej w zamian za uzyskanie finansowych korzyści, będących kompensatą za podjęcie ryzyka. Możliwość zmniejszenia niepowodzenia i jednocześnie uzyskanie dużych dochodów wykluczają się wzajemnie wskutek konkurencji. Nie można osiągnąć naraz dwóch rzeczy: neutralizacji ryzyka i zwiększonego dochodu. Trzeba je równoważyć albo wypośrodkować pomiędzy nimi, tak aby zaspokoić swoje indywidualne preferencje, skłonności, ograniczenia czy obsesje. Bycie „obojętnym na ryzyko" oznacza akceptację każdego poziomu ryzyka, jeśli jest ono odpowiednio wynagradzane.

Jest kwestią sporną, czy bankowcy są „obojętni na ryzyko". Podejmują oni ryzyko, jeśli jest ono opłacalne, lecz tylko do pewnego poziomu, tj. dopóki akcjonariusze banku są w stanie gwarantować brak ryzyka dla depozytariuszy, czyli zdolność kapitału banku do absorbowania strat. Przy równoważeniu ryzyka i dochodu złudne jest przekonanie, że da się je przeprowadzić precyzyjnie. Korzyści mogą być wyraźnie określone, natomiast poziom ryzyka jest najczęściej nieokreślony. „Oblicze niepewności jest pokorne, nie aroganckie" (Lowenstein). Co najważniejsze, gdy nie ma inwestycji na efektywnym rynku, możliwe jest poniesienie ryzyka, które niekoniecznie zostanie zrekompensowane większymi zyskami.

Optymalna relacja ryzyka i dochodu



Źródło: BIS 78th Annual Report, 2008

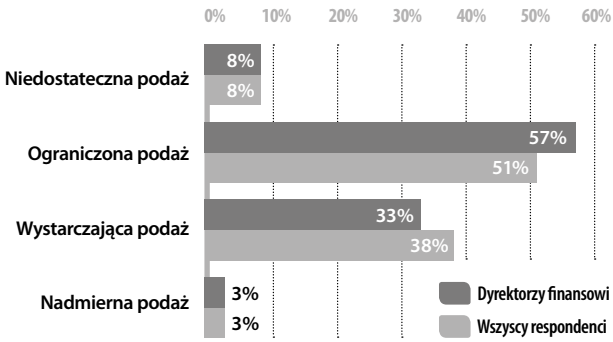
Ateista

Całą kompleksową analizę przeprowadzają, mając na myśli jeden efekt – zmniejszenie minusów. Inwestor chce wygrać, przechytrzając innych, a nie dzięki większej odwadze. „Nienawidzimy ryzyka, naprawdę – mówi. – To powiedzenie, że zysk jest **w jakiś sposób proporcjonalny do ryzyka**, zostało wymyślone przez kogoś z Wall Street, kto zawarł bardzo ryzykowną transakcję. Znaczy ono, że gdzieś tam w górze istnieje Bóg, który mówi: »Wie Pan, zaryzykował Pan wiele, oto Pana nagroda«. O ile się orientujemy, taki mechanizm nie istnieje".

Wilbur Ross, odnoszący wielkie sukcesy inwestor w branży części samochodowych, cytat z *Dispatches* w „Fortune" (wydanie europejskie), 11 grudnia 2006, s. 33–34

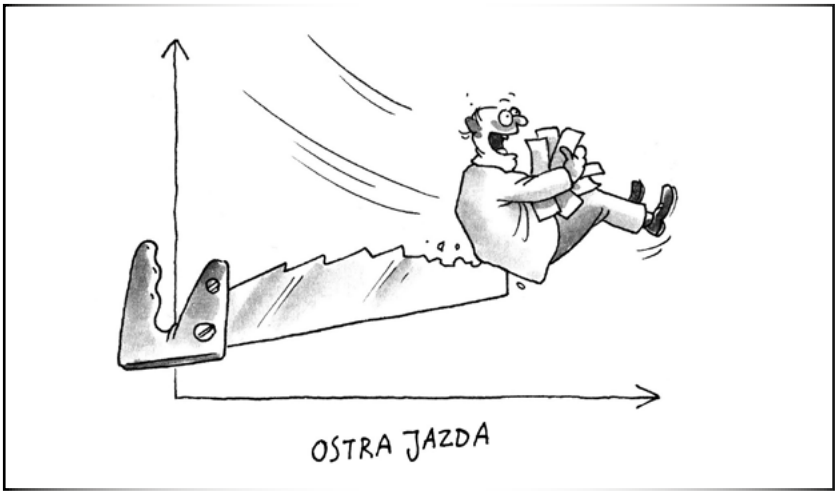
Organizacja FEI • **Financial Executives International** • **FEI** • Grupa specjalnego interesu i wsparcia działająca w Ameryce Północnej, złożona z ludzi pełniących funkcje związane z zarządzaniem finansami (np. *dyrektorzy finansowi*, skarbnicy, kontrolerzy). Została założona w Nowym Jorku w 1931 roku jako The Controllers Institute of America (Amerykański Instytut Kontrolerów). Jej celem było zwiększenie znaczenia zawodowej roli menedżerów finansowych. Kolejnym zadaniem było lobbowanie w sprawach polityki finansowej. Obecnie FEI koncentruje się na rozwoju zawodowym swoich 15 000 członków poprzez rozwijanie sieci kontaktów bezpośrednich, usługi planowania rozwoju kariery, konferencje, publikacje, specjalne raporty i badania.

Organizacja FEI
Wiele osób – w tym dyrektorzy finansowi – mówi, że jest za mało osób z uzdolnieniami finansowymi



Źródło: *The Finance Talent Challenge*, „The Deloitte Review", www.deloitte.com

Ostra jazda (slang) • **Sharp Dealing** (slang) • Agresywne zabieganie o krótkoterminowe *zyski*, trzymając się litery, ale nie ducha stosunków handlowych. Ci, którzy angażują się w „ostrą jazdę", być może są szanowani, ale z pewnością starannie obserwowani i rzadko darzeni zaufaniem.



Oszukani przez wybór losowy • **Fooled by Randomness** • Idiom angielski używany do opisania sytuacji, gdy ktoś widzi możliwość tylko losowego wyboru. Pogląd ten jest przypisywany pisarzowi Nassimowi Talebowi (patrz także *czarny łabędź*). Napisał on książkę pod tym samym tytułem w 2001 roku, która wywarła duże wrażenie. Jeśli wystarczająco wiele osób robi prognozy, kilka z nich nieuchronnie osiągnie imponujące wyniki po prostu przez przypadek. Nie oznacza to jednak, że były one szczególnie bystre lub że będą osiągać lepsze od innych wyniki w przyszłości. Raczej miały tylko łut szczęścia, osiągając sukces kilka razy z rzędu, który robi wrażenie umiejętności. W rzeczywistości jest to złudny przejaw szczęścia, który może łatwo się nie powtórzyć.

Oszust • **Con Man** • Naciągacz, którego modus operandi polega na przedstawianiu kłamstwa jako prawdy. Wiąże się to zwykle z wyłudzaniem pieniędzy od łatwowiernych lub chciwych ludzi dzięki zdobyciu ich zaufania (nazwa pochodzi od angielskiego słowa „confidence", oznaczającego zaufanie).

Otwarte pozycje • **Open Interest** • Liczba kontraktów w obrocie na rynku transakcji *futures*, które nie zostały zrealizowane, wyprzedane lub pozostawione do wygaśnięcia. Łączny poziom otwartych pozycji na rynku wskazuje na popularność kontraktu oraz płynność danego rynku.

Otwarty fundusz inwestycyjny • **Open-end(ed) Investment Fund** • Fundusz inwestycyjny inwestujący w zróżnicowany portfel papierów wartościowych, rozbudowujący go lub zmniejszający o tyle, o ile inwestorzy są gotowi pozostawić swoje pieniądze w funduszu. Jeśli udaje się pozyskać większą liczbę

inwestorów, fundusz będzie się rozwijał, rozbudowując swój portfel. Jeśli inwestorzy będą chcieli odzyskać pieniądze, fundusz zlikwiduje inwestycje, wykupi udziały i zredukuje swój rozmiar. Wartość udziałów/jednostek funduszu oblicza się według *wartości aktywów netto* danych inwestycji. Fundusz taki jest przeciwieństwem *zamkniętego funduszu inwestycyjnego*, który nigdy nie musi wykupywać swoich akcji. Fundusze otwarte są atrakcyjne dla inwestorów, którzy nie chcą się narażać na ryzyko rynkowe związane z obrotem papierami wartościowymi. Jednakże jeśli duża liczba inwestorów zechce umorzyć jednostki i wycofać pieniądze z funduszu, uruchomi to wyprzedaż aktywów i w efekcie spowoduje obniżkę cen w funduszu. Najbardziej popularnym rodzajem funduszu otwartego jest *fundusz powierniczy*.

Outsourcing • **Outsourcing** • Wykorzystanie podmiotów zewnętrznych do działań w ramach przedsiębiorstwa. Taka definicja mogłaby równie dobrze opisywać relacje biznesowe z jakimkolwiek dostawcą usług, jednak w przypadku outsourcingu dochodzą jeszcze takie aspekty jak wykorzystanie zasobów (zazwyczaj komputerów), metod operacyjnych i personelu firmy zewnętrznej. Dostawca usług podlega ustaleniom umowy. Klasyczne przykłady outsourcingu to przetwarzanie danych czy telefoniczne centrum obsługi klienta (*call center*). A zaczęło się od dostarczania usług administracyjnych (tzw. robota papierkowa). Jednak wraz z rozwojem technologii outsourcing zaczął obejmować różne istotne obszary działalności firmy, ale zawsze z pominięciem działalności głównej. Jest to dzisiaj trend silnie obecny na rynku i jako taki podlega wpływowi wielu czynników, np. rozwoju IT (możliwość wykonywania zadań poza siedzibą firmy), globalizacji (możliwość zatrudnienia tanich, choć wykwalifikowanych pracowników) oraz celom strategicznym przedsiębiorstw (konieczność skupienia się na działalności podstawowej). Innym ważnym atutem outsourcingu jest specjalizacja: dostawcy usług dzięki *korzyściom skali* i krzywej uczenia się wykonują swoje specjalistyczne zadanie dużo lepiej niż pracownicy przedsiębiorstwa próbujący zrobić to samo bez odpowiedniego przygotowania i doświadczenia.

Cytat

Jeśli jest coś, czego nie zrobimy ani lepiej, ani bardziej skutecznie, ani taniej niż konkurencja, dlaczego w ogóle to robić? Trzeba raczej **wynająć kogoś**, kto zrobi to lepiej niż my.

Henry Ford, 1923

Owoce i garnitury (slang brytyjski) • **Fruits and Suits** (British slang) • Humorystyczne określenie osób uczestniczących w *pierwszej ofercie publicznej* w czasie gorączkowych dni internetowej bańki spekulacyjnej w Wielkiej Brytanii. „Owoce" to techniczni eksperci będący internetowymi wizjonerami. Zwyczajnie odziani i bez finansowego doświadczenia byli postrzegani jako bohema i dlatego wydawali się dziwakami w oczach facetów macho z City. „Garnitury" to osoby przypominające księgowych, odziane w garnitury z Savill Row (ulica krawiecka w Londynie) i drogie krawaty, mówiące o liczbach i nadające poczucie uczciwości całemu przedsięwzięciu. Połączenie wizji i praktycznego podejścia miało być atrakcyjne dla inwestorów, przynajmniej do momentu kiedy pękła bańka w 2001 roku.



P

P • **P** • Symbol stosowany w tabelach transakcji giełdowych prasy finansowej, mający jedno z poniższych znaczeń:

- symbol giełdowy używany przez NASDAQ oznaczający, że jest to pierwsza klasa *akcji uprzywilejowanych* spółki,
- użyty w kolumnie dywidend oznacza dywidendę początkową: np. 0,50 p,
- użyty w tabeli funduszy powierniczych oznacza, że naliczany jest koszt dystrybucji.

Pakiet kontrolny • **Control Block** • Liczba *akcji* umożliwiająca sprawowanie kontroli nad działalnością jednostki gospodarczej. Do sprawowania absolutnej kontroli, pozwalającej na przegłosowanie jednomyślnej opozycji, konieczny jest pakiet co najmniej 50% akcji. Niemniej jednak jeżeli akcje są rozproszone między wielu *akcjonariuszy*, efektywną kontrolę można osiągnąć przy znacznie mniejszym pakiecie (20–30%), wybierając przedstawicieli do rady nadzorczej. Ze względu na uprawnienia, jakie daje pakiet kontrolny, zwykle przy jego nabyciu płaci się *premię za kontrolę*. W każdym wypadku posiadania pakietu kontrolnego standardy rachunkowości wymagają dokonywania konsolidacji sprawozdań finansowych.

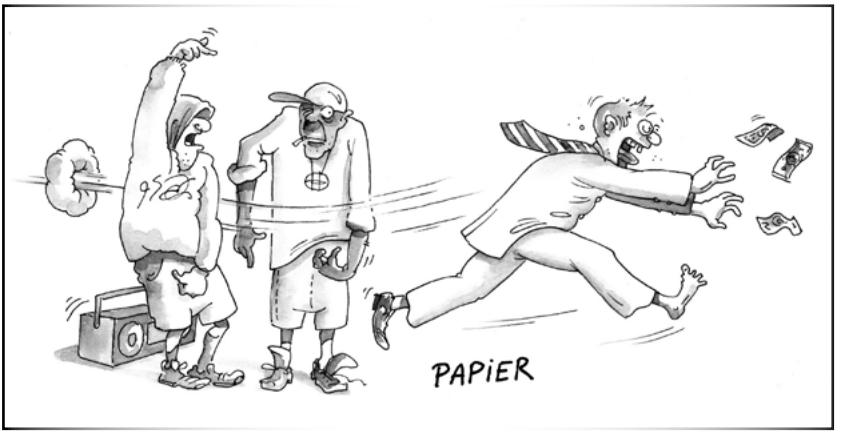
Paniczna wyprzedaż (slang) • **Fire Sale Prices** (slang) • Niezwykle niskie ceny aktywów lub inwestycji. Tak jakby magazyn właśnie się palił i towary były sprzedawane w panice.



Państwowe fundusze inwestycyjne • **Sovereign Wealth Funds** • Inwestycje w papiery wartościowe, w tym akcje podmiotów zagranicznych, prowadzone przez agencje rządowe. Zazwyczaj zgromadzone rezerwy dewizowe lokowane były w płynne, bezpieczne i krótkoterminowe instrumenty rynku pieniężnego, np. bony skarbowe. Wynikało to z faktu, że rezerwy są z natury tymczasowe, jako część równowagi kursu wymiany walut. Jednak w niektórych krajach zaobserwowano wzrost nadwyżek, zarówno w zakresie wartości, jak i czasu trwania, w wyniku trwałego ich nagromadzenia. W dążeniu do uzyskania wyższych zwrotów wiele krajów skorzystało z inwestycji w akcje, często w charakterze inwestora strategicznego. Od 2007 roku fundusze posiadają około 2 bilionów dolarów w aktywach alokowanych w około 40 funduszach. Zgodnie z szacunkami całkowite aktywa państwowych funduszy inwestycyjnych przekroczą 13 bilionów dolarów w ciągu 10 lat (patrz „The Economist"). Państwowe fundusze inwestycyjne kojarzone są często z działaniami ratującymi przedsiębiorstwo przed upadkiem, ponieważ okazyjne ceny są dla nich korzystne lub w przyszłości będzie można oczekiwać rewanżu za tę przysługę. Pod koniec 2007 roku pomoc finansowa tych funduszy inwestycyjnych dla największych światowych banków obejmowała m.in. wsparcie Abu Zabi dla amerykańskiego Citigroup, Arabii Saudyjskiej i Singapuru dla szwajcarskiego UBS i chińskiego funduszu dla amerykańskiego banku Morgan Stanley i funduszu

hedgingowego Blackstone Group. Zazwyczaj przyciągnięcie długoterminowego kapitału inwestycyjnego jest „wotum zaufania" dla gospodarki, w szczególności jeśli kapitał ten przychodzi gospodarce na ratunek. Jednak bogate kraje Zachodu i Japonia obawiają się, że znajdujące się w rękach rządów państwowe fundusze inwestycyjne z Chin, Rosji i Bliskiego Wschodu mogą być wykorzystane do celów politycznych, być może w złych zamiarach. W październiku 2007 roku liderzy państw grupy G7 spotkali się z szefami ośmiu tego typu funduszy inwestycyjnych i uzgodnili dobrowolny kodeks dobrych praktyk.

Papier (żargon) • **Paper** (vernacular) • Nieformalne nawiązanie do dowolnego papieru wartościowego, aczkolwiek zazwyczaj instrumenty *rynku pieniężnego* (np. *bony skarbowe*, *papiery dłużne*). Można powiedzieć, że „oni inwestują tylko w papiery klasy inwestycyjnej". Określenie „papier" nawiązuje do tradycyjnej roli materialnych dokumentów potwierdzających istnienie papierów wartościowych (w przeciwieństwie do *dematerializacji*). Inne powszechne zastosowania słowa „papier" w wyrażeniach finansowych to np. „pogoń za papierem" („the paper chase" – żargon hiphopowy opisujący gorączkowy pościg za pieniędzmi) oraz „niewarte papieru, na którym jest napisane", czyli negatywna ocena czegoś o bardzo niskiej wartości. Patrz też *banknoty* w *Kompendium terminów bankowych po polsku i angielsku*.



Papiery długoterminowe (żargon) • **Longs** (vernacular) • Papiery dłużne o względnie długim *okresie wykupu*. W Wielkiej Brytanii termin ten odnosi się do rządowych papierów wartościowych z terminem wykupu ponad 15 lat. W USA wszystkie papiery z terminem dłuższym niż 10 lat mogą być określane jako długoterminowe, ale najczęściej chodzi jednak o 30-letnie *obligacje skarbowe*.

Papiery dłużne (żargon) • **Notes** (vernacular) • Odniesienie do wszelkich zobowiązań dłużnych, ale najczęściej używa się go do opisania rządowego *bonu skarbowego*. Możemy więc powiedzieć: „Zyski [wynoszą] 2,5% dla papieru 2-letniego i 3,90% dla papieru 10-letniego" (źródło: „The Wall Street Journal", wydanie europejskie, 19 maja 2008, s. 23). Źródłosłów angielski: skrót od „promissory note" = 'skrypt dłużny' (patrz *Kompendium terminów bankowych po polsku i angielsku*).

Papiery wartościowe • **Securities** • Ogólne pojęcie dla grupy instrumentów finansowych obejmującej akcje, obligacje, warranty, prawa itp. Uznaje się, że instrumenty pochodne nie są traktowane jako papiery wartościowe, chociaż mogą mieć podobne cechy. To samo słowo angielskie „security" jest rzeczownikiem zbiorowym używanym do opisu zabezpieczenia, które stanowi poręczenie pomagające chronić perspektywę spłaty kredytu. Więcej na ten temat patrz *Kompendium terminów bankowych po polsku i angielsku*.

Papiery wartościowe (instrumenty finansowe) hybrydowe • **Hybrid Security/Capital Instruments** • *Papiery wartościowe* lub instrumenty dłużne, które łączą cechy charakterystyczne *długu* i *udziału*. Oto kilka najpowszechniejszych przykładów hybrydowych papierów wartościowych:

- *akcje uprzywilejowane* z klauzulą obowiązkowego wykupu,
- *obligacje*/bony *zamienne* (papiery dłużne, które mogą zostać zamienione na akcje),
- *dług antresolowy*, który w zależności od okoliczności może zostać zamieniony na akcje,
- papiery dłużne indeksowane do instrumentu kapitałowego.

Hybrydowe papiery wartościowe są narzędziem kreatywnej *inżynierii finansowej*, mającym przynieść inwestorom i emitentom „to, co oba światy mają najlepszego". Na przykład w przypadku obligacji zamiennej inwestor może chcieć wykorzystać dobrą stronę kontraktu futures pożyczkodawcy, a jednocześnie w międzyczasie mieć większą pewność, jaką daje instrument dłużny. Przy dokładnej klasyfikacji powyższych instrumentów pojawia się problem nadrzędności treści ekonomicznej wobec formy prawnej. Przykładowo, akcje uprzywilejowane są teoretycznie składnikiem „kapitału własnego" – mogą jednak zachowywać się bardziej jak papiery dłużne niż kapitał własny. Na przykład jeżeli: (a) muszą zostać w określonym terminie wykupione, (b) ich posiadacze mogą tymczasem zrealizować opcję sprzedaży za gotówkę lub (c) jeżeli wypłata *dywidend* jest obowiązkowa (stają się podobne do wypłaty *odsetek*). Stąd

właściwe sklasyfikowanie hybrydowych papierów wartościowych wymaga odwołania się do subiektywnej oceny, choć standardy rachunkowości dostarczają pewnych wskazówek w kwestii klasyfikacji. Źródłosłów angielski: z łacińskiego „hybrida" = 'potomstwo', w XVII wieku ewoluowało i zostało spopularyzowane przez Darwina w XIX wieku.

Papiery wartościowe (w obrocie, notowane, łatwo zbywalne) • Securities (Traded/Listed/Marketable) • Świadectwa depozytowe (a w przypadku obrotu *zdematerializowanego* – zapisy komputerowe) potwierdzające prawo własności do aktywów finansowych, takich jak akcje, obligacje, warranty (prawa do objęcia akcji spółki w przyszłości według z góry ustalonej ceny) lub inne prawa będące przedmiotem obrotu giełdowego. Najpopularniejszymi papierami wartościowymi są rządowe papiery dłużne (*bony skarbowe* i *obligacje skarbowe*), *obligacje* emitowane przez spółki oraz *akcje* odzwierciedlające udział w *kapitale* dużych spółek publicznych notowanych na giełdach w Nowym Jorku, Londynie, Tokio, we Frankfurcie i w innych centrach finansowych. Wartość papierów wartościowych na giełdzie wyznaczana jest przez siły popytu i podaży. Ponieważ podaż w krótkim okresie jest stała (tj. równa liczbie akcji danej emisji), cenę kształtuje głównie wielkość popytu. W przypadku papierów wartościowych o stałej stopie dochodu wielkość popytu waha się w zależności od aktualnych stóp procentowych oraz jakości kredytu. Mechanizmy popytu na akcje spółek są bardziej złożone, w związku z czym popyt ten podlega większej zmienności. Jest on przede wszystkim uzależniony od prognoz przyszłej rentowności emitenta (co określa się jako czynnik „fundamentalny") oraz od ogólnej sytuacji na rynku (określanej jako czynnik „techniczny"). Kolejnym branym pod uwagę czynnikiem jest stopa zwrotu z inwestycji w akcje w porównaniu do stóp procentowych (ceny akcji zwykle spadają wraz ze wzrostem stóp procentowych). W przypadku papierów wartościowych będących w obrocie na tzw. rynkach głębokich (czyli o dużej płynności) zawsze istnieje możliwość ich upłynnienia w drodze sprzedaży po cenie bieżącej.

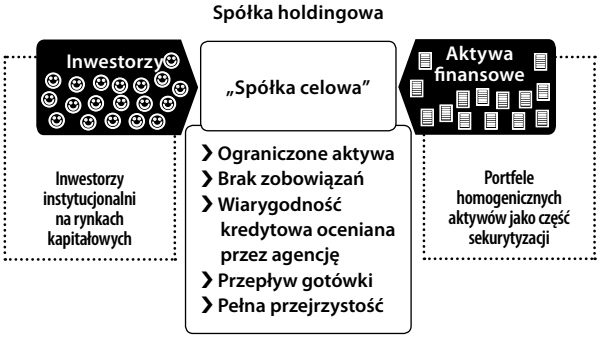
Papiery wartościowe poza obrotem giełdowym • Unlisted Securities • *Akcje* przedsiębiorstw, które, zgodnie z przepisami, mogą być notowane na głównym rynku giełdowym, ale mogą być przedmiotem obrotu na rynku pozagiełdowym (w Wielkiej Brytanii jest to *rynek alternatywny*, *Giełda AIM*). Choć płynność tego rynku i zainteresowanie nim inwestorów są mniejsze (głównie ze względu na gorszą ochronę inwestorów), również wymagania, jakie muszą spełniać papiery wartościowe będące na nim w obrocie, są mniej rygorystyczne. Oznacza to, że mniejsze spółki mogą sobie pozwolić na wcześniejsze wejście na rynek publiczny, które zapewni im dobry grunt, by później

zostać emitentami *notowanych papierów wartościowych*. Patrz również *spółki o małej kapitalizacji*. Porównaj z *notowanymi papierami wartościowymi* i *obrotem pozagiełdowym*.

Papiery wartościowe utrzymywane do terminu zapadalności • Held-to-Maturity Securities • Klasyfikacja dłużnych *papierów wartościowych* należących do długoterminowych aktywów, których posiadacz nie zamierza sprzedawać. Będzie raczej czekał na zrealizowanie ich w terminie zapadalności. Zasady rachunkowości zezwalały na wykazywanie takich papierów wartościowych po ich koszcie historycznym niezależnie od ich *wartości rynkowej*. Ponieważ w miarę zbliżania się terminu zapadalności wartośc rynkowa zbiega się z kosztem, wartości rynkowe występujące w międzyczasie – do daty zapadalności – nie były uważane za istotne dla aktywów, które i tak miały nie być sprzedawane. Takie podejście księgowe jest zupełnie inne niż do papierów znajdujących się w obrocie (wycenianych na zasadach rynkowych, kiedy zmiany są uwzględniane w sprawozdaniach finansowych) oraz papierów wartościowych przeznaczonych do sprzedaży (które w sprawozdawczości ujawniane są według wartości godziwej). Szczegóły dotyczące rachunkowości papierów wartościowych – patrz *Kompendium terminów z zakresu rachunkowości po polsku i angielsku*.

Papiery wartościowe zabezpieczone aktywami • Asset-Backed Securities • ABS • *Papiery wartościowe* emitowane w wyniku procesu *sekurytyzacji*. Papiery wartościowe zabezpieczone aktywami emitowane są przez spółki celowe (ang. SPV – Special Purpose Vehicles), które tworzone są wyłącznie po to, by umieścić w nich określone *aktywa finansowe*. Jako że firmy te nie zaciągają kredytów, udziałowcy dysponują wyłącznym prawem do ich aktywów, które w rezultacie odgrywają rolę zabezpieczenia majątkowego chroniącego wartość walorów. To z kolei sprawia, że papiery wartościowe zabezpieczone aktywem można zaklasyfikować jako inwestycje *rynku kapitałowego* o umiarkowanym poziomie *ryzyka*. Spółka celowa niemająca żadnych konwencjonalnych aktywów typowych dla firmy kontynuującej działalność może posiadać np. należności z tytułu kredytów konsumpcyjnych czy kart kredytowych. Często spotykanymi podgrupami papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami są *papiery wartościowe z zabezpieczeniem hipotecznym* i *papiery wartościowe oparte na długu*. Należy pamiętać, że do stworzenia papieru wartościowego zabezpieczonego aktywem nadają się właściwie wszystkie rodzaje aktywów finansowych posiadające *przejrzysty* strumień gotówki i ocenę ratingową.

Papiery wartościowe zabezpieczone aktywami



Na wielu rynkach papiery wartościowe zabezpieczone aktywami zostały zamrożone podczas *kryzysu kredytowego* w latach 2007–2008. Działania restrukturyzacyjne zwykle zamieniały niepłynne zobowiązania krótkoterminowe na długoterminowe papiery dłużne z nadzieją na pojawienie się rynku wtórnego w miarę poprawy warunków na rynku.

Papiery zamienne spirali śmierci • Obligacje bez dna • Obligacje toksyczne • Death Spiral • Floorless Convertibles • Toxic Convertibles • *Obligacje* lub *akcje uprzywilejowane* zamienne na ustaloną w pieniądzu liczbę *akcji zwykłych*, po cenie akcji, która najczęściej występuje na rynku. Jest to przeciwieństwo do bardziej typowych zasad, gdy konwersja dotyczy określonej liczby akcji. Zatem jeśli cena akcji zwykłych spadła (tego typu emitenci są podatni na spadki cen), obligacje zamienne spirali śmierci istotnie *rozcieńczą* istniejący akcjonariat. Ponadto obligacje zamienne spirali śmierci mogą kusić spekulantów (z reguły *fundusze zabezpieczające*) do *krótkiej sprzedaży* akcji zwykłych (jeśli ceny akcji spadają, spekulanci zyskują, pokrywając swoją krótką pozycję zamienionymi akcjami; jeśli ceny akcji wzrastają, zyskują, sprzedając zamienione akcje). Zatem warunki dla obligacji typu spirala śmierci są na tyle uciążliwe, że tylko najbardziej zdesperowane przedsiębiorstwo decydowałoby się na taką emisję. Jednakże mogą one być bardzo potrzebnym – aczkolwiek bardzo drogim – źródłem pieniądza dla przedsiębiorstw, które w innym razie upadłyby bez natychmiastowego zastrzyku nowego kapitału.



Papugowanie • **Switching** • Zawieranie transakcji zaraz po dużych transakcjach klienta, które napędzają rynek, i zapewnianie sobie w ten sposób małych, ale względnie bezpiecznych zysków. Patrz też *ustawianie się*.

Paradoks inwestowania w infrastrukturę • **Paradox of Infrastructure Investment** • Wyjątek od zasady optymalnej relacji ryzyka i dochodu. Tradycyjnie w finansowaniu projektów zagranicznych stosowano wyższe docelowe zwroty z inwestycji jako rekompensatę ponoszenia wyższego ryzyka kraju oraz ryzyka politycznego. Jest to klasyczny sposób pozwalający zaakceptować ryzyko. Okazuje się jednak, że tego rodzaju podejście może w efekcie doprowadzić do wzrostu ryzyka kraju, szczególnie gdy pojawia się silny sprzeciw społeczny wobec bardzo wysokich zysków. Zdarza się to wówczas, gdy w grę wchodzą projekty finansowane ze środków publicznych, np. infrastrukturalnych. Tak było w przypadku projektów energetycznych koncernu Enron w Dabhol (Indie) oraz Calpine w Kalifornii. Urzędnicy rządowi kręcili głowami, dowiadując się o ogromnych zyskach, chociaż to właśnie perspektywa tych zysków była główną zachętą do zainwestowania. W takich wypadkach lepiej jest poszukać innych sposobów konstruowania finansowania (np. podział ryzyka albo udział

międzynarodowych agencji finansowych), niż planować pokaźne zyski jako rekompensatę podjętego ryzyka.

Parakapitał (żargon) • **Quasi-equity** (vernacular) • Instrumenty finansowe, które można uważać za kapitał akcyjny lub instrumenty dłużne, w zależności od punktu widzenia obserwatora. Na przykład obligacja wieczysta (przynosząca tylko odsetki) ma pewne cechy kapitału akcyjnego (np. kwoty głównej nie zwraca się w przypadku realizacji wszystkich warunków) lub kapitał akcyjny (np. akcje uprzywilejowane podlegające wykupowi na życzenie posiadacza) mogą być faktycznie instrumentem dłużnym, ale w innej formie. Parakapitał często jest efektem *inżynierii finansowej*, by ukryć efekt dźwigni. Aby ustalić rodzaj kapitału, konieczna jest uważna lektura szczegółowych informacji dodatkowych do sprawozdania finansowego. Patrz również *złożone papiery dłużne*.

Paryska giełda towarowa MATIF • **MATIF** • **Marché à Terme International de France** • Giełda *kontraktów terminowych* we Francji, założona w 1996 roku, będąca własnością *Euronext*, międzynarodowej europejskiej firmy, która posiada kilka giełd.

Pełnomocnik • **Nominee** • Osoba wyznaczona do reprezentowania innej strony. Na przykład *makler giełdowy* może być pełnomocnikiem posiadającym akcje na swoje nazwisko w imieniu klienta. Może to służyć ukryciu tożsamości klienta, ale najczęściej pełnomocnika wyznacza się dla zwykłej wygody i ułatwienia obrotu papierami wartościowymi. Patrz również *instrumenty na okaziciela*.

Pełny pakiet • **Round Lot** • Minimalna liczba akcji – zwykle 100 – dopuszczana do obrotu przez giełdę papierów wartościowych. W przypadku obligacji może to być 1000 dolarów. Przeciwieństwo *niepełnego pakietu*, liczby mniejszej od minimalnej.

Pętla kredytowa • **Debt Bondage** • Sytuacja, w której osoby nigdy nie wychodzą z zadłużenia, ponieważ odsetki czy też (w przypadku osób uzależnionych od zakupów w „sklepie przyzakładowym") wartość zobowiązań narasta szybciej niż zdolność spłaty. Zgodnie z efektem kapitalizacji podstawa kredytowa rośnie zawsze, kiedy część oprocentowania nie zostaje spłacona. Podczas gdy uzależnienie kredytowe występuje stosunkowo rzadko w cywilizowanych społeczeństwach (zawsze można ratować się ucieczką, ogłaszając bankructwo), jego odpowiednik może pojawić się wtedy, kiedy konsumenci popełniają błędy podczas zarządzania własnymi finansami.

Niewolnik na kontrakcie

Według zakręconej, szalonej logiki globalnej ekonomii pracy ona jest winna pieniądze właśnie z powodu faktu posiadania pracy. I jest uzależniona od swojej pracy dlatego, że posiada zadłużenie. Kiedyś nazywano to pracą **niewolniczą**. Dzisiaj w niektórych częściach globu to standardowa praktyka zatrudniania pracowników.

Artykuł *No Way Out* w „Fortune", 20 stycznia 2003, s. 72

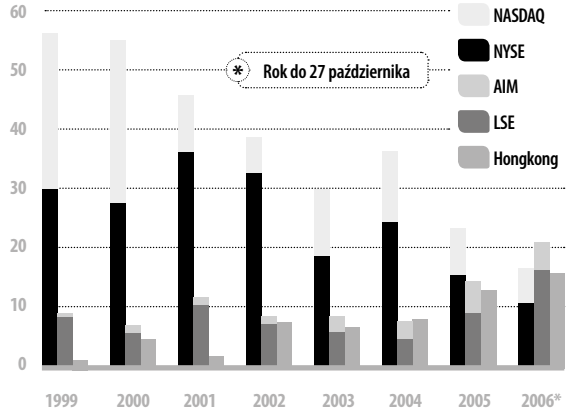
Pierwotna (pierwsza) oferta publiczna • Initial Public Offer • IPO • Akcje po raz pierwszy w obrocie na rynkach kapitałowych. W zamian za zastrzyk gotówki przedsiębiorstwo emituje nowe akcje własne. Pierwotna oferta publiczna, także zwana upublicznieniem, jest swojego rodzaju osiągnięciem finansowej dojrzałości. Nie tylko przedsiębiorstwo staje się większe z racji rozmieszczenia znaczniejszego kapitału, ale, co być może jest nawet istotniejsze, z cienia własności prywatnej przechodzi w pełne światło sceny publicznej. To z kolei będzie miało wpływ na przejrzystość (dostosowanie się do zasad notowania na giełdzie), będzie wywierało większą presję na zarząd w celu tworzenia wartości dla akcjonariuszy (ponieważ marne wyniki spowodują, że ceny akcji spadną) oraz podniesie wiarygodność wśród pracowników, klientów i publiczności. Pomimo takich korzyści pierwsza oferta publiczna jest nie lada wyzwaniem. Inwestorzy nie mogą przewidzieć postępowania emitenta – jest on nieznany. Będą musieli być przekonywani za pomocą rewelacyjnego bilansu. Zarówno emitent, jak i inwestor nie będą mieli pewności co do wartości przedsiębiorstwa, dopóki akcje faktycznie nie wejdą do obrotu. Konieczne mogą stać się duże dyskonta i rozcieńczenie. Również organy nadzorujące oraz giełdy będą nalegały na kompleksowe analizy ekonomiczno-finansowe i prospekty emisyjne. To wszystko przyczynia się do wysokich kosztów emisji, które najlepiej usprawiedliwić perspektywą rozwoju oraz/lub zapotrzebowaniem dotychczasowych właścicieli na środki pieniężne. Patrz też *rynek alternatywny*.

Pierwotna oferta publiczna



Pierwotna oferta publiczna (IPO)

Udział % w światowych wpływach z IPO



Źródło: Thomson Financial, „The Economist”, 23 listopada 2006

Pierwotna oferta publiczna „in blanco” • Blank Cheque/Check IPO • Emisja przez *firmę „wydmuszkę”* akcji poprzez *pierwotną ofertę publiczną* z myślą o wykorzystaniu nieokreślonej jeszcze przyszłej możliwości. Inwestorzy muszą być całkowicie pewni zdolności emitenta do rozważnego zainwestowania pozyskanych środków. Choć tego rodzaju pierwotna oferta publiczna jest bardzo nietypowa, ma na celu zebranie funduszy na okazje pojawiające się na rynku. Oferty „in blanco” znane są od dłuższego czasu. Pewien prospekt swe-

go czasu oferował akcje „spółki w celu prowadzenia przedsięwzięcia wielce korzystnego, ale nieznanego nikomu". Źródło: www.crimes-of-persuasion.com.

Pierwszorzędne papiery wartościowe (używane w Wielkiej Brytanii) • **Gilt Security** (British usage) • Brytyjskie *obligacje* państwowe o złoconych brzegach (angielska nazwa pochodzi od złoconych brzegów cennego lub oficjalnego dokumentu) o niewątpliwej wiarygodności kredytowej. Patrz też *obligacja skarbowa*.

Pierwszy, pierwotny • **Principal** • W języku finansowym ma dwa znaczenia. W przypadku pożyczki mówimy o kwocie głównej lub o kapitale, od którego naliczane będą odsetki. W innym kontekście słowo „principal" będzie miało znaczenie zbliżone do etymologicznie pokrewnego polskiego słowa 'pryncypał', określającego zwierzchnią rolę właściciela wobec podwładnego. I tak wynajęci menedżerowie to 'agenci' (patrz *konflikt w stosunkach agencyjnych*), działający w imieniu akcjonariuszy, którzy są „pryncypałami" w tym sensie, że to ich kapitał wchodzi w grę. Źródłosłów: z łacińskiego „principalis" = 'pierwszy, pierwotny'.

Plasowanie • **Placement** (USA) • **Placing** (UK) • Sprzedaż *papierów wartościowych* wybranej grupie inwestorów, którzy wcześniej wyrazili zgodę na ich zakup. Może być zrealizowana albo za pośrednictwem emitenta, albo jego banku inwestycyjnego. Emisja z prawem poboru jest swego rodzaju „publicznym plasowaniem" dla istniejących udziałowców. Plasowanie w ramach emisji zamkniętej, niepublicznej jest skierowane do jednego nabywcy, zazwyczaj *inwestora instytucjonalnego*. Plasowanie eliminuje konieczność, koszty i element niepewności związany z gwarancją rozprowadzenia nowej emisji papierów wartościowych. Pozwala także firmie zidentyfikować jej przyszłych udziałowców. Jednakże ze względu na wcześniej zgłoszoną chęć nabycia i procedurę składania ofert na konkurencyjnym rynku walory mogą nie osiągnąć najwyższej ceny.

Płacić • **Pay** • Dawać komuś pieniądze w zamian za produkt lub usługę. Po angielsku istnieje kilka powiązanych terminów. „Pay-day" oznacza dzień wypłaty. „Pay-roll" odnosi się do listy osób, którym należy się zapłata. Po polsku – lista płac. Termin „pay-off" ma dwa znaczenia: jedno oznacza odebranie wygranej, drugie, groźniejsze, zapłacenie łapówki, jak w zdaniu: „Zapłacili urzędnikowi łapówkę, żeby dostać licencję". Wyrażenie „pay-up" oznacza, że nadszedł czas wyrównania rachunków i spłaty zobowiązań po okresie wymigiwania się. Źródłosłów angielskiego pojęcia: z łacińskiego „pax" = 'pokój', „pacare" = 'czynić pokój'; z francuskiego: „paiement" = 'płacić'; oznacza po angielsku uspokajanie kredytodawcy.

Ukojenie

Kelner stał przy stoliku.
„Czego pan sobie życzy?"
„Chcę zapłacić" – powiedział Jasza.
Jego słowa wydawały się dwuznaczne, jakby chciał powiedzieć: zapłacić za moje zakłamane życie.

Izaak Singer *Sztukmistrz z Lublina*

Płatność na poczet • On Account Payments • Płatność na poczet *długu*, która tylko częściowo reguluje zobowiązanie. Przy kredycie kupieckim w trwających stosunkach handlowych dłużnicy spłacają najpierw najstarsze długi, zwykle dopasowane wielkością do kwoty faktury.

Płatność na rachunek • Payment on Account • Wpływ gotówki regulujący istniejący kredyt handlowy na otwartym rachunku. Płatność taka wiąże się zazwyczaj z konkretnymi, najdłużej oczekującymi fakturami. Zmniejszy ona w pewnym stopniu kwotę odnawialnego kredytu, ale nie zlikwiduje go w całości. Płatności na rachunek „odświeżają" należności do zapłaty i pozwalają dłużnikowi na przedłużenie kredytu. Tego rodzaju płatności można dokonać również w związku z produktami lub usługami, które nie zostały jeszcze dostarczone. W takim wypadku kwalifikuje się ona jako przedpłata. Patrz także *należności*.

Płatność przy następnej dostawie • Load-to-Load (Payment Terms) • Typ płatności na warunkach kredytu niezabezpieczonego, zgodnie z którym nabywca płaci za ostatnią dostawę w momencie otrzymania kolejnej. W ten sposób ryzyko sprzedającego ogranicza się do maksymalnie dwóch zaległych faktur (jedna za ostatnią dostawę, druga za kolejną), a nabywca dostaje dodatkowy kredyt na napędzenie cyklu obrotowego. Porównaj z *płatnością przy odbiorze*.

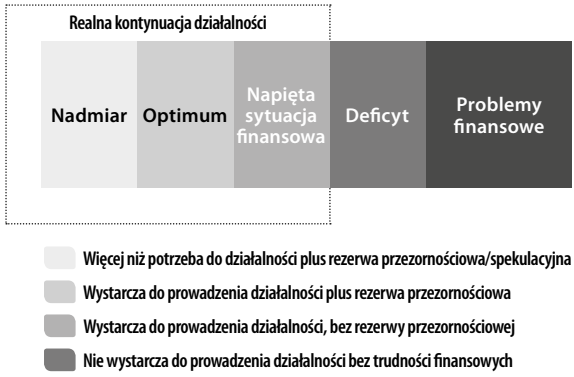
Płynność przedsiębiorstwa • Liquidity (Corporate) • Łatwo dostępne zasoby gotówki, którymi można uregulować zobowiązania płatnicze wtedy, gdy stają się one wymagalne. Ponieważ posiadanie wolnych środków pieniężnych jest nieproduktywne (w porównaniu z zainwestowaniem ich w przynoszące zyski aktywa), musi być ono uwarunkowane kombinacją następujących czynników:

- czynniki operacyjne: umożliwienie wywiązywania się z bieżących płatności przedsiębiorstwa, a tym samym zapewnienia kontynuacji działalności,

- czynniki przezornościowe: zabezpieczenie się przed niespodziewanymi żądaniami zapłaty,
- czynniki oportunistyczne: gotowość do wykorzystania atrakcyjnych okazji nabycia nowych składników aktywów.

Płynność należy oceniać w kontekście istniejących sald środków pieniężnych i przyszłego zapotrzebowania na środki pieniężne. Przykładowo, przedsiębiorstwo utrzymujące bardzo skromne saldo gotówkowe może sprawnie funkcjonować, jeżeli posiada stałe i pewne wpływy środków pieniężnych lub jeżeli spłata jego zadłużenia jest odpowiednio rozłożona. Płynność przedsiębiorstwa zmniejszają klienci zalegający z zapłatą należności, zakupy *aktywów trwałych* oraz spłaty zadłużenia. Z kolei dogodny kredyt kupiecki, sprzedaż aktywów oraz kredyty bankowe zwiększają płynność. Podobnie jak w przypadku *dźwigni*, płynność wiąże się z podejmowaniem decyzji gospodarczych (patrz *zarządzanie finansami*). Ogólnie rzecz biorąc, żadne przynoszące zyski przedsiębiorstwo nie powinno mieć problemów z płynnością – chyba że znajduje się w okresie dynamicznego rozwoju (przegrzanie). Niemniej jednak wiele przedsiębiorstw dochodowych mających predyspozycje do istnienia i działania zbankrutowało właśnie z powodu błędnej oceny płynności.

Stany płynności (przedsiębiorstwa)



Płytki rynek • **Narrow Market** • Rynek charakteryzujący się względnie małą podażą. Tego typu rynki silniej reagują na wahania poziomu popytu i wyróżniają się pokaźną zmiennością cen.

Pod prąd • **Contrarian** • Podejście inwestycyjne, w którym celowo postępuje się wbrew konwencjonalnie uznanej mądrości rynku czy też panującemu na nim instynktowi stadnemu. Robi się to albo z powodu braku wiary w mądrość

rynku („oni wszyscy nie mają racji"), albo ponieważ rynek wynagradza niezależność poglądów, kiedy się sprawdzają („odważni biorą łupy"). Patrz też *sum*.

Im gorzej, tym lepiej

Jednomyślność jest zasadniczo zła. Jeśli podążasz za trendem, jego koniec odbija się zawsze na tobie. Dlatego kupuję spółki, które nie są wyjątkowo atrakcyjne i nie cieszą się specjalnymi względami. Nawet lepiej, jeśli cała branża nie cieszy się uznaniem.

Taktyka pod prąd „jednego z najbardziej przebiegłych inwestorów na Ziemi", cytat z *Carl Icahn: Shareholders Love Him; CEOs Loathe Him* (*Carl Icahn: kochany przez udziałowców, znienawidzony przez prezesów*), fragment opublikowany w „Fortune" (wydanie europejskie), 11 lipca 2007, s. 68

Pod stołem (slang) • **Under the Table** (slang) • Określenie używane w stosunku do transakcji niejawnych (w odróżnieniu od transakcji, w których „karty wykładane są na stół"). Interesy załatwiane „pod stołem" kojarzą się zwłaszcza z działalnością nielegalną, jak np. dawanie *łapówek* przez dział zaopatrzenia albo przekupstwo.

Podatek odroczony, podejście analityczne • **Deferred Taxes, Analytical Status** • *Zobowiązanie* (rezerwa – w polskim bilansie) *z tytułu odroczonego podatku dochodowego* firmy dla celów analizy finansowej może być traktowane w strukturze pasywów albo jako dług, albo jako kapitał własny. Traktowanie go jako dług jest zgodne z podejściem księgowym, gdyż wyraża zabezpieczenie przyszłych wydatków z tytułu podatku. Traktowanie go jako kapitał własny wynika z faktu, że nie wiąże się z nim żadne realne bieżące zobowiązanie (gdyby było to realne zobowiązanie podatkowe, w bilansie musiałoby być zaliczone do zobowiązań bieżących), dodatkowo biorąc pod uwagę fakt, że dzięki reinwestycjom w amortyzowane aktywa w kolejnych okresach również będzie występował podatek odroczony w pasywach. Argument pośredni sugeruje, aby traktować zobowiązanie z tytułu podatku odroczonego jako kapitał obcy o zerowej stopie oprocentowania, który należy poddać dyskontowaniu dla odzwierciedlenia spadku wartości pieniądza w czasie. W zależności od warunków (np. pewność co do przyszłego wzrostu firmy) analityk może dokonać korekty w sprawozdaniach dla celów podejmowania decyzji.

Podejmowanie decyzji finansowych • **Financial Decision Making** • Podejmując działania finansowe takie jak udzielanie kredytu, inwestowanie,

sprzedaż lub likwidacja, kierujemy się różnymi względami. Podejmowanie decyzji finansowych można umieścić w kontekście wszelkiego rodzaju myślenia praktycznego nastawionego na działanie. Rozumując w ten sposób, możemy zidentyfikować cztery wyraźne etapy myślenia:

Racjonalne decyzje finansowe *			
Etap		**Opis**	**Niektóre narzędzia**
⇓	Ocena sytuacyjna	◆ Pomiar i ocena poprzednich dokonań i obecnego stanu; zadanie pytania „co się dzieje?"	*Analiza finansowa, kompleksowa analiza*
	Analiza problemu	◆ Rozpoznanie problemów (lub możliwości); zadanie pytania „co przebiega źle?" lub „jak możemy zyskać?"	*Poziom odniesienia*
	Analiza decyzji	◆ Wybranie spośród wielu wariantów redukcji problemu lub maksymalizacji szans	*Optymalne relacje ryzyka i dochodu*
	Analiza potencjalnego problemu	◆ Rozważenie przyszłych perspektyw i bronienie decyzji; zadanie pytania „czy jest ona bezpieczna?"	*Ryzyka, mechanizmy zabezpieczające, prognozy, analiza wrażliwości*

* W oparciu o model „racjonalnego menedżera" Kepnera-Tregoe

Geniusze

[Firmy] potrzebują księgowych, którzy nie tylko zajmowaliby się rachunkowością firm, ale – co ważniejsze – zapewniali spółce wartość dodaną, biorąc udział w **procesie decyzyjnym**. [Jednakże] Polska przegapiła okazję zagwarantowania, by zawód biegłego rewidenta był klasycznym polem szkoleniowym dla dyrektorów finansowych, tak jak to ma miejsce na Zachodzie… W przeszłości polscy księgowi stosowali ściśle uregulowane rozwiązania w stylu niemieckim, które nie wymagały kreatywności. Podejście to w dużej części się utrzymuje i z kolei kształtuje mentalność głównego księgowego, który po chwili przestaje się kłócić ze swoim personelem z działu księgowości i przyjmuje rzekomą mądrość jakiegoś profesora, który opublikował standardowy plan kont. Osoba, która z jednej strony umie przekonać księgowych o właściwości swojego rozwiązania, a z drugiej uzyskać od nich dane, które mogą być wartościowe dla firmy w procesie planowania, jest geniuszem.

Andrzej Kinast *What To Do When It Comes To Role Play* (*Co zrobić, gdy dochodzi do odegrania ról*), „Warsaw Business Journal", 9–15 grudnia 2002, s. 13

Jak każde dobre myślenie, podejmowanie decyzji finansowych powinno być świadomie zdyscyplinowane i uporządkowane. Na przykład istnieje logiczne następstwo od oceny sytuacyjnej (jakie są fakty?) przez analizę problemu (co przebiega źle? czyli że istnieje luka między tym, co jest, a tym, co powinno być) po analizę decyzji (jakie mamy możliwości wyboru, żeby rozwiązać problem?) i wreszcie analizę potencjalnego problemu (czy to się uda?).

Podły koniec ulicy (slang) • **Shabby Side of the Street** (slang) • Nieetyczne i źle zarządzane firmy świadczące usługi finansowe. Starają się unikać nadzoru prawnego, a ze względu na skromny rozmiar są mniej narażone na ryzyko utraty reputacji. Często muszą nadrabiać problemy operacyjne nieetycznymi działaniami.

Elastyczni

Zamieszkują na **podłym końcu ulicy**. Zawsze były firmy, które wypełzały spomiędzy płyt chodnikowych, i zawsze będą. W miejscach, gdzie łatwo się dostać i zarobić dolara, znajdziesz firmy z elastycznym podejściem do etyki.

Obserwacja na temat Gruntal Financial, upadłej firmy z Wall Street, zacytowana w artykule *The Shabby Side of the Street*, „Fortune", 3 marca 2003, s. 69

Podnosić, zwiększać (dosłownie: wspinać się po rampie) (żargon) • **Ramp Up** (vernacular) • Istotnie podnosić poziom działalności biznesowej takiej jak produkcja czy sprzedaż, najczęściej poprzez podjęcie jakichś zdecydowanych działań, jak np. wprowadzenie nowego produktu na rynek, rozpoczęcie kampanii reklamowej czy zainwestowanie w nowy projekt. Zwrot może się również odnosić do sztucznego manipulowania ceną akcji. Wspinanie się po pochyłej rampie wymaga wysiłku, ale jednocześnie przenosi nas na wyższy poziom.

Do góry

Podczas gdy konkurenci odłożyli własne projekty na później, [firma] **zwiększyła** produkcję, rozpoczęła eksport swoich towarów i zapewniła sobie silną pozycję [w regionie], kiedy kryzys się skończył.

Darrell Rigby *Moving Upward in a Downtown,* „Harvard Business Review", czerwiec 2001, s. 100

Podskok zdechłego kota (slang) • **Dead Cat Bounce** (slang) • Chwilowy skok ceny waloru, którego wartość wcześniej drastycznie spadła. Przed kolejnym spadkiem niektórzy inwestorzy (patrz *sum)* wykupują walor w nadziei, że najgorsze już minęło. Niestety biedne zwierzę jest martwe i nigdy się już nie podniesie.



Podstawowa działalność firmy • **Core Business** • Zasadnicza, podstawowa działalność, nadrzędna wobec innych rodzajów zdywersyfikowanej aktywności i usług. Określenie, na czym ma polegać istota działalności firmy, wiąże się z ustaleniem, co przyniesie największe korzyści w warunkach konkurencji (stąd pojęcie „podstawowej specjalizacji"), a zatem ma największe szanse na awans do miana dziedziny strategicznej. Stwierdzając, co jest najważniejsze, z pozostałych rodzajów działalności firma może się wycofać, zlecić je podwykonawcom lub realizować w ramach strategicznego porozumienia z innym partnerem. Natomiast w niesprzyjających okolicznościach podstawową działalnością przedsiębiorstwa jest to, co pozostaje po redukcji personelu czy restrukturyzacji. Istota działalności firmy może się zmieniać wraz z upływem czasu. W odniesieniu do podstawowej działalności banku, to jest pośrednictwa finansowego – czyli gromadzenia niskooprocentowanych depozytów i udostępniania ich w formie

kredytów podmiotom gospodarczym – istnieje duża konkurencja ze strony innych instytucji finansowych, *rynków kapitałowych*, a nawet koncernów przemysłowych (np. producentów wyposażenia).

Koncentracja

W okresie kryzysu typowa dywersyfikacja (rozumiana jako nowa działalność bez większych szans na zdobycie pozycji lidera na danym rynku) to gorsze niż brak wartości. Powoduje rozwodnienie średniego udziału firmy w rynku i przez to sprawia, że jest ona bardziej wrażliwa na zmiany. Za to sensownym działaniem jest koncentracja, stworzenie balastu poprzez wzmocnienie **działalności podstawowej**. Skuteczni szefowie na czasy kryzysu unikają dywersyfikacji i koncentrują jak najwięcej zasobów na działaniach w zasadniczym obszarze działalności, by wygrać z konkurencją.

Darrell Rigby *Moving Upward in a Downturn,*
„Harvard Business Review", czerwiec 2002, s. 101

Podstawy, elementarz finansów (slang) • **Finance 101** (slang) • Potoczny zwrot określający podstawowe, elementarne wprowadzenie dowolnego przedmiotu: księgowości, biznesu itp. Określenie wywodzi się od systemu oznaczania kursów stosowanego przez większość amerykańskich i brytyjskich uniwersytetów („1" – pierwszy przedmiot, „100" pierwszy rok studiów). Zwrot często używany w obraźliwym lub drwiącym kontekście.

Elementarz

To były **podstawy finansów**. Firmy musiały monitorować przepływy gotówkowe, żeby wiedzieć, kiedy występują niedobory, aby w ten sposób ustalić, kiedy będą w stanie płacić rachunki. Z tego samego powodu ludzie kontrolowali książeczki czekowe! Gdyby firma Enron nie wiedziała, ile ma pieniędzy, nie wiedziałaby, ile środków może pobrać z kredytów odnawialnych!

Kurt Eichenwald *Conspiracy of Fools* (*Spisek głupców*), 2005, s. 560

Podwójne notowanie • **Dual-Listing** • **Cross-Listing** • Notowanie akcji spółek na więcej niż jednej giełdzie. Choć jest to bardziej kosztowne pod względem

kosztów zgodności (z przepisami) i opłat giełdowych, spółki mogą skorzystać na dostępie do szerszej bazy kapitałowej, większej płynności akcji dzięki staraniom mającym na celu wykorzystanie możliwości arbitrażu między rynkami oraz z korzyści komercyjnych bardziej eksponowanej pozycji, wynikającej z posiadania akcji w obrocie na rynku, na którym spółka prowadzi działalność. Na przykład spółka może posiadać dużą spółkę zależną w innym kraju i uznać, że notowanie jej akcji w innym kraju mogłoby być korzystne. W miarę coraz większej efektywności i integracji rynków światowych korzyści netto podwójnego notowania będą się zmniejszać. Wtedy powstaje zachęta do *wyrejestrowania*.

Podział (żargon) • **Splits** (vernacular) • Podział zwrotu z inwestycji na dochód i zyski kapitałowe. Dochód preferowany jest przez inwestorów w niższych widełkach podatkowych, którzy potrzebują regularnych przepływów pieniężnych na utrzymanie, np. na emeryturze. Zyski kapitałowe preferowane są przez podatników z wysokiego progu, np. dobrze wynagradzanych profesjonalistów, którzy wolą przesunąć w czasie zwrot i płacić podatek od mniejszej podstawy. W Wielkiej Brytanii trusty inwestycyjne stosujące ten podział stanowiły popularny detaliczny produkt inwestycyjny, który zyskał złą sławę po niepowodzeniu kilku funduszy powierniczych w latach 2001–2002 z powodu słabości rynków i lewarowania.

Podział akcji • **Split** • **Share Splits** • **Stock Splits** • Zwiększenie liczby *akcji* w obrocie przez podzielenie każdej z nich na walory o mniejszej wartości. Choć operacja taka nie ma wpływu na *wartość księgową*, może spowodować wzrost *kapitalizacji rynkowej*, ponieważ akcje (typowo kupowane w *pełnych pakietach* po 100) stają się bardziej dostępne dla drobnych inwestorów. Podział akcji wykorzystuje się w kształtowaniu relacji z akcjonariuszami. Akcje drogie sugerują, że przeznaczone są dla bogatych inwestorów. Efekt podziału akcji jest analogiczny do efektu *emisji akcji gratisowych.*

Pogodowa transakcja futures • **Weather Future** • *Instrument pochodny*, którego wartość określana jest przez temperatury panujące w określonych miejscach. Jeden z popularnych wariantów transakcji emitowany przez *Chicago Mercantile Exchange* (amerykańską giełdę towarową z siedzibą w Chicago) jest związany z temperaturami w 29 miastach świata. W 2005 roku wprowadzono do obrotu tego rodzaju instrumenty pochodne o wartości 36 miliardów dolarów (patrz „Time", 24 grudnia 2007, s. 58). Inwestujący w pogodowe transakcje futures to zazwyczaj spółki, które mogą zyskać lub stracić na zmianie pogody, np. producenci energii, firmy ubezpieczeniowe, turystyczne. Tego rodzaju transakcja stanowi dla nich instrument hedgingowy. Takie transakcje, ze względu na

zmienność cen, często przyciągają spekulantów (z różnych przyczyn). Przy coraz bardziej zmiennych warunkach atmosferycznych spowodowanych globalnym ociepleniem pogodowe kontrakty futures są coraz bardziej przydatne i zyskują na popularności. Patrz też *inwestycja ekologiczna*.

Pokrycie terminowe • **Forward Cover** • Zakup na rynku gotówkowym różnicy między tym, co należy dostarczyć zgodnie z kontraktem terminowym, a wielkością aktywów, którą jest się w stanie dostarczyć. Na przykład jeśli producent rolny zajął krótką pozycję (czyli zgodził się sprzedać) 100 000 jednostek towaru w październiku w kontrakcie terminowym, ale jego plony pozwalają na dostarczenie 60 000 jednostek, musiałby dokupić 40 000, by zrealizować swoje zobowiązanie typu futures. Pokrycie terminowe jest konieczne w przypadku rozbieżności między wolumenem kontraktów terminowych a fizyczną możliwością ich realizacji.

Polisa zarządu • **Directors' and Officers' Policy** • **D&O Policy** • Polisa ubezpieczeniowa chroniąca członków rad nadzorczych i menedżerów wysokiego szczebla przed pozwami o niedopełnienie obowiązków. Ostatnio rośnie liczba *pozwów zbiorowych akcjonariuszy*, dodatkowo niektóre sądy wydają opinie, pociągając do indywidualnej odpowiedzialności za błędne decyzje menedżerów najwyższego szczebla. Przyczynia się to do rosnącej popularności polis zarządu, co jest szczególnie widoczne w USA. Polisa zarządu ma swoje konsekwencje w realizacji *ładu korporacyjnego*. Bez niej trudno byłoby zatrudnić wysokiej klasy menedżerów. Należy jednak pamiętać o pokusie nadużycia przez menedżera, który czuje się chroniony przed odpowiedzialnością za swoje błędy, szczególnie gdy dopuszcza się oszustwa (zwykle polisa nie chroni przed skutkami popełnionych oszustw).

Nie wszyscy płacą

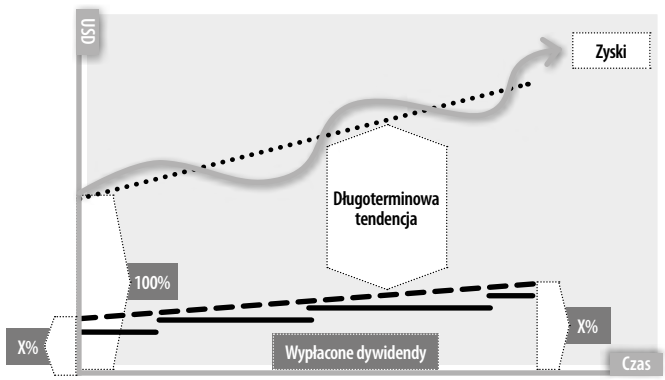
Przyjemnie jest chodzić na zebrania rady nadzorczej, przyjemnie jest inkasować czeki. Miło jest być traktowanym po królewsku. Wiąże się to jednak z odpowiedzialnością i jeśli nie będziesz poczuwał się do tej odpowiedzialności, udziałowcy będą chcieli cię z tego **rozliczyć**.

Adwokat reprezentujący akcjonariuszy w procesie cywilnym przeciwko członkom rady nadzorczej, cytowany w BBC World, *The Fall of Conrad Black*, 13 marca 2007

Polityka dywidend • **Dividend Policy** • Ogólna strategia przedsiębiorstwa co do dystrybucji rocznego zysku poprzez *dywidendy*. Oczywiście trzeba najpierw wziąć pod uwagę dostępność środków oraz możliwość wypłaty dywidend za pomocą zaciągania kredytu itp., aczkolwiek zachowując granice uznaniowości, można wyróżnić kilka rodzajów polityki dywidend:

Polityka dywidend	
Polityka	**Opis**
Stabilna	◆ Zapewnić, aby kwota dywidendy była stała i aby rosła
Stała	◆ Wypłacać stałą część (*wskaźnik wypłaty dywidendy*) z rocznego zysku
Rezydualna	◆ Wypłacać wszystko, co pozostało po dokonaniu atrakcyjnej inwestycji
Interesu klienta	◆ Dostosować się do potrzeb finansowych akcjonariuszy: przepływy finansowe w stosunku do zysków kapitałowych
Nieistotna	◆ Wypłata dywidend jest nieistotna w stosunku do ceny akcji (źródło: Modigliani & Miller)
Stylu życia	◆ Wypłata zgodnie z potrzebami stylu życia właściciela (dotyczy małych przedsiębiorstw)
Sygnalizująca	◆ Wykorzystać zmiany dywidend do *zasygnalizowania* rynkowi perspektyw przedsiębiorstwa

Polityka dywidend: stabilny wzrost



W zakresie dywidend menedżerowie finansowi muszą wziąć dwie rzeczy pod uwagę. Po pierwsze: jaki będzie ich wpływ na ceny akcji? I po drugie: jaki będzie ich efekt odnośnie do przyszłych kosztów finansowania? Im wyższa wypłata, tym niższe będą zgromadzone fundusze własne na nowe projekty. Jeśli projekty są obiecujące, przedsiębiorstwo prawdopodobnie będzie musiało coraz częściej uciekać się do finansowania zewnętrznego i tym sposobem narazić się na wyższe *koszty emisji*.

Większość przedsiębiorstw decyduje się na kompromisową strategię stabilności. Różne proporcje zysku są przeznaczane na dywindendy, lecz w ilościach na tyle niewielkich, że w trakcie cyklu gospodarczego może być utrzymana stała dywidenda, która stopniowo wzrasta wraz ze zrównoważonym wzrostem.

Polityka skarbowa (w przedsiębiorstwie) • **Treasury Policy (Corporate)** • Wytyczne przestrzegane w codziennym zarządzaniu krótkoterminowymi źródłami środków pieniężnych i kredytu. Polityka skarbowa ma największy wpływ na księgowość odnoszącą się do *kapitału obrotowego*, z wyjątkiem zapasów (które podlegają uwarunkowaniom rynkowym i produkcyjnym). Główne zadania polityki skarbowej skupiają się na następujących dziedzinach:

Polityka skarbowa	
Dziedzina	**Wybrane zagadnienia**
Środki pieniężne	◆ Salda minimalne ◆ Posiadane waluty ◆ Wykorzystanie papierów wartościowych przeznaczonych do obrotu
Kredyt	◆ Kryteria udzielania kredytów ◆ Oferowane rabaty za wcześniejszą spłatę ◆ Polityka ściągania należności (stopień rygorystyczności)
Finansowanie krótkoterminowe	◆ Oparcie w kredytach bankowych ◆ Wykorzystanie kredytu kupieckiego ◆ Dostępność spontanicznych źródeł kredytowania
Instytucje finansowe	◆ Bank obsługujący przedsiębiorstwo ◆ Zróżnicowanie relacji z bankami ◆ Rezerwowe linie kredytowe
Dywidendy	◆ Programy odkupu akcji ◆ Wskaźnik wypłaty dywidendy ◆ Częstotliwość wypłat

Polityka skarbowa powinna być dostosowana do ogólnej sytuacji strategicznej przedsiębiorstwa. Przykładowo, przedsiębiorstwo działające na rynku o wysokim stopniu cykliczności potrzebuje interwencyjnego zapasu środków pieniężnych na wypadek spadku koniunktury. Polityka skarbowa jest zazwyczaj jednym z tematów omawianych w *sprawozdaniu zarządu* w *raporcie rocznym*. Użytkowników sprawozdania finansowego interesuje, jak przedsiębiorstwo zarządza swoją *płynnością*, ponieważ od tego zależy wypłacalność. Patrz również *dyrektor finansowy*.

Polowanie na okazje (żargon) • **Bargain Hunting** (vernacular) • Poszukiwanie atrakcyjnych akcji, które wydają się tanie z punktu widzenia ich wartości wewnętrznej (rzeczywistej), np. z powodu niskiego wskaźnika *cena/zysk*, w obliczu korzystnych perspektyw. Założenie, że istnieją okazje, obala *hipotezę*

rynku efektywnego, która zakłada, że ceny akcji odzwierciedlają wszystkie istotne informacje, przez co trudno jest upatrzyć okazje. Wyjątkiem jest „rynek niedźwiedzia" – okres bessy, kiedy to nastrój na rynku jest na tyle negatywny, że może być ślepy na rzeczywistą wartość spółki.

Tanie jak barszcz

Akcjami o najniższym wskaźniku w zeszłym tygodniu obracano na poziome 1 x zysk znormalizowany. Oczywiście słowo „normalne" nie jest **zbyt użyteczne** w tym wypadku – ale musisz mi uwierzyć, że są tanie jak barszcz. Wszystko jest śmiesznie tanie. Lecz nikt nie wierzy w Z we wskaźniku C/Z. Tak naprawdę to nikt już w ogóle nie wierzy w akcje, nikt nie daje kredytów, nikt nie chce brać kredytów (z wyjątkiem będących w beznadziejnej sytuacji akcji małych spółek wydobywczych ropy i gazu, i oprócz obligacji skarbowych – następna wielka bańka spekulacyjna). Ludzie trzymają swoje fundusze pod poduszką. Dla rynku to klasyczne dno.

Frances Horodelski, licencjonowany analityk finansowy, dziennikarz finansowy dla BNN w Toronto komentuje niebezpieczny stan rynków w mailu do autora niniejszego kompendium, listopad 2008



Porozumienie spod platana • **Buttonwood Agreement (financial trivia)** • Porozumienie podpisane w 1792 roku w pobliżu platana na *Wall Street*, które doprowadziło do założenia *Nowojorskiej Giełdy Papierów Wartościowych*. Jest to również tytuł stałej kolumny poświęconej finansom w tygodniku „The Economist".

Porównanie okresowe cena/zysk • **Trailing P/E** • Wskaźnik cena/zysk, który porównuje bieżącą cenę akcji do zysku na jedną akcję w ostatnich czterech kwartałach. Alternatywą jest zastosowanie wskaźnika C/Z wyprzedzającego, który wykorzystuje prognozowane zyski na jedną akcję. Wariant porównania okresowego jest być może mniej istotny dla inwestorów zorientowanych na przyszłość, lecz bardziej pewny (jako że zyski wymagać będą audytu, a w każdym razie przynajmniej nie będą narażone na błąd w przypadku nieaudytowanych danych kwartalnych). Zazwyczaj podawany jest wskaźnik porównania okresowego, chyba że spółka odnotowuje znaczne zmiany zysków kwartalnych.

Porównywalność sprawozdań finansowych • **Common Sized Financial Statements** • Metoda analizy trendu i porównania wyników spółek na podstawie treści *sprawozdań finansowych* poprzez zamianę wartości bezwzględnych na procentowe. Porównywalność może dotyczyć spółek (analiza horyzontalna) lub obejmować porównanie w czasie (analiza wertykalna):

Porównywalność					
Pozioma			Pionowa		
Przykład	Spółka A	Spółka B	Miara	Okres 1	Okres 2
Aktywa obrotowe	50%	40%	Sprzedaż	100%	100%
Aktywa trwałe	50%	60%	Zysk brutto	30%	35%
Aktywa ogółem	100%	100%	Zysk netto	5%	7%

Porównywalność jest przydatna w ocenie wyników w stosunku do innych spółek (bez względu na ich wielkość) oraz w śledzeniu zmiany pozycji danej spółki w czasie.

Portfel • **Portfolio** • Dowolna grupa różnego typu papierów dłużnych lub *papierów wartościowych*, należących do jednego posiadacza, których łączna wartość wykazywana jest jako składnik *aktywów. Portfel rynkowy* obejmuje cały zakres ryzykownych aktywów. Z uwagi na różne korelacje między zyskami wahania w ramach portfela zwykle kompensują się i w ten sposób w sumie eliminują większość

ryzyka poszczególnych inwestycji. Jednakże ryzyka wewnętrznego (rezydualnego) – zwanego *ryzykiem systematycznym* – nie można wyeliminować poprzez dywersyfikację portfela. Słowo pochodzi od przenośnej teczki na dokumenty (dosłownie „przenośne karty"). Patrz również *nowoczesna teoria portfelowa*.

Portfel inwestycyjny • **Investment Portfolio** • Każdy zestaw aktywów zgromadzonych w celu osiągnięcia dochodu, który z czasem gromadzi się i tworzy majątek. Jest to raczej szerokie pojęcie, pod którym kryje się wiele wariantów. Portfel inwestycyjny może zawierać aktywa finansowe, nieruchomości lub antyki. Może też się składać z pieniędzy odłożonych w funduszu emerytalnym lub z amatorskich spekulacji na rynku drobnych spekulantów. Portfel inwestycyjny powinien posiadać przynajmniej dwie kluczowe cechy. Po pierwsze, musi być co najmniej nadzieja, że z czasem przyniesie majątek. Po drugie, powinien być zróżnicowany. Mogą to być różne klasy aktywów – akcje, obligacje, instrumenty rynku pieniężnego itd. – lub zróżnicowanie wewnątrz klas aktywów – akcje w firmie A, B, C itd. W najbardziej powszechnym znaczeniu pod pojęciem „portfel inwestycyjny" rozumie się aktywa finansowe w obrocie, które trzymane są cierpliwie, długoterminowo, w przeciwieństwie do krótkoterminowego obrotu.

Portfel inwestycyjny
Średnia rzeczywista stopa zwrotu w % (USA)

Dekada	Akcje	Obligacje	Środki pieniężne
1941–1950	3,6	6,4	1,6
1951–1960	7,5	-3,1	-5,1
1961–1970	13,8	-0,4	-0,2
1971–1980	5,3	-1,5	1,3
1981–1990	7,9	8,8	3,9
1991–2000	14,1	7,1	1,9

Źródło: „The Economist", 5 maja 2001

Portfel rynkowy (portfel) • **Market Portfolio** • Hipotetyczny portfel wszystkich ryzykownych aktywów (krajowych i międzynarodowych akcji, obligacji, opcji, towarów, nieruchomości itp.), które są ważone według wartości ich aktywów. Taki portfel jest w pełni zdywersyfikowany. Wszelkie ryzyka charakterystyczne dla poszczególnych aktywów zostają wyeliminowane i pozostaje tylko *ryzyko systemowe* dotyczące całego portfela. Pojęcie portfela rynkowego odgrywa ważną rolę w *teorii portfela*. Patrz *linia rynku kapitałowego* oraz *model wyceny aktywów kapitałowych (model równowagi rynku kapitałowego) a rachunkowość*.

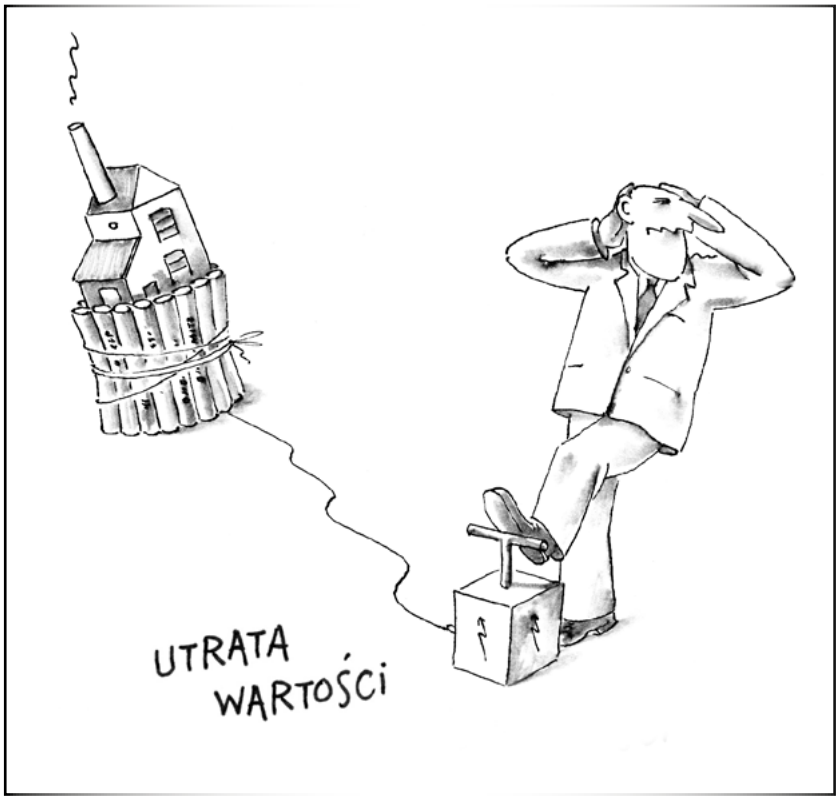
Postanowienie o wycofaniu (żargon) • **Claw Back** (vernacular) • Mechanizm finansowy mający na celu odebranie czegoś w przypadku zmiany okoliczności. Na przykład umowa kredytowa może zawierać postanowienie o zwiększeniu spłat w przypadku przepływów pieniężnych wyższych niż oczekiwane. Mogą też być dodatkowe korzyści przez pewien okres czasu, które muszą być jednak zwrócone w razie niedotrzymania minimalnego okresu umownego. Termin ten może również oznaczać wycofanie się z cen po podwyżce cen na rynku.

Postępowanie arbitrażowe (USA) • **Securities Arbitration** (USA) • Mechanizm rozstrzygania sporów w sprawach dotyczących papierów wartościowych. Większość firm emitujących papiery wartościowe w USA spisuje z klientami umowę stanowiącą, że wszelkie spory i reklamacje będą rozstrzygane w drodze postępowania arbitrażowego regulowanego przez Amerykańskie Stowarzyszenie Maklerów Giełdowych (National Association of Securities Dealers, NASD). Postępowanie to zastępuje dłuższe i droższe postępowanie sądowe, aczkolwiek klienci mogą skorzystać z tej ostatecznej drogi prawnej.

Potrzask, zapaść (slang) • **Crunch** (slang) • Moment, od którego już dłużej nie można ignorować rzeczywistości finansowej. Presja rynków konkurencyjnych często zaskakuje graczy. Możemy powiedzieć: „Chiński import sprawił, że udziały rynkowe firm znalazły się w stanie zapaści". Innym wariantem jest „zapaść kredytowa", kiedy dostępność kredytów jest ograniczona z powodu zaniepokojenia kredytodawców w związku z warunkami ekonomicznymi.



Powiększanie wartości, utrata wartości • Value Creation/Destruction • Wszelkie strategie lub działania w sposób radykalny zmieniające *wartość przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy*. Generowanie zysków zwiększa wartość netto dla akcjonariuszy i tym samym tworzy wartość, a termin ten oznacza większy, gwałtowny wzrost wartości, który zazwyczaj znajduje odzwierciedlenie w cenie akcji. Na przykład inwestycje w projekty o wysokiej bieżącej wartości netto mają korzystny wpływ na akcje. Co więcej, przemyślany i innowacyjny model biznesowy, wsparty np. nową technologią, może znacznie podnieść ich wartość. Z drugiej strony, długo utrzymujące się straty redukują *wartość netto* przedsiębiorstwa. Podobny rezultat może mieć nieprzemyślana alokacja aktywów, skutkująca nagłą utratą ich wartości. Tworzenie wartości jest celem fuzji przedsiębiorstw. Jeżeli cel ten nie zostanie osiągnięty, a przedsiębiorstwa muszą się znowu podzielić, często dochodzi do pomniejszenia ich wartości.



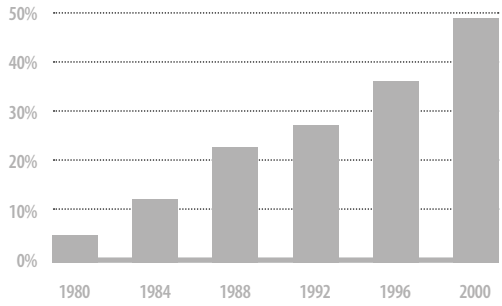
Powszechny akcjonariat (oddziaływanie) • Widespread Share Ownership (Impact of) • Sytuacja, w której własność akcji w kapitale przedsiębiorstw rozproszona jest między znaczną część populacji. Tradycyjnie

większość gospodarstw domowych nie posiadała akcji w sposób bezpośredni, lecz za pośrednictwem instytucji finansowych – takich jak banki inwestycyjne, firmy ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne. Ponieważ przetrzymanie wahań cenowych wymaga dobrego rozeznania w rynku i elastyczności finansowej, jedynie najbogatsi lub najbardziej odporni na ryzyko indywidualni inwestorzy mogli sobie pozwolić na inwestowanie osobistych oszczędności w akcje. Reszta z nas woli inwestować swoje ciężko zarobione pieniądze w bezpieczniejsze i mniej złożone instrumenty – jak depozyty bankowe, inwestycje rynku pieniężnego, obligacje czy nieruchomości. Jednak w miarę upływu czasu, wraz z większą wiedzą na temat finansów, lepszym dostępem do informacji (szczególnie przez internet) i pojawieniem się funduszy inwestycyjnych o nieograniczonym potencjale emisyjnym, coraz większa część społeczeństwa zaczęła samodzielnie inwestować na giełdzie. Tendencja ta stała się szczególnie widoczna w latach 90. XX wieku. Przykładowo, do roku 2000 kapitalizacja rynkowa w skali światowej osiągnęła ponad 100% światowego PNB, z nawiązką podwajając analogiczną kapitalizację za rok 1990. Trend ten zaznacza się najbardziej w krajach rozwiniętych, o wysokiej wartości PNB na osobę, gdzie liczba gospodarstw domowych będących bezpośrednimi posiadaczami akcji kształtuje się od wynoszącej 50% górnej granicy (USA) do granicy dolnej na poziomie 10% (Japonia). Fakt coraz większego upowszechnienia posiadania akcji ma daleko idące konsekwencje:

Kiedy każdy posiada kilka akcji...	
Zakres oddziaływania	**Konsekwencje**
Dystrybucja dochodów	◆ Bardziej równomierne rozłożenie majątku w społeczeństwie
Nastawienie pracowników	◆ Większa zbieżność interesów pracowników z interesami pracodawców
Przekonania polityczne	◆ Większe poparcie dla swobody gospodarczej i polityki zorientowanej na rynek
Wydajność	◆ Naciski akcjonariuszy wymuszające efektywność zarządzania
Rozwój przedsiębiorczości	◆ Dostęp do kapitału na rozpoczęcie i rozwój działalności; mniejsza zależność od banków
Prawa akcjonariuszy	◆ Większa potrzeba ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych
Przejrzystość	◆ Konieczność szerokiego i otwartego ujawniania informacji na potrzeby nieprofesjonalnych inwestorów
Warunki ekonomiczne	◆ Efekt bogacenia się kształtuje konsumpcję, zarówno w sposób pozytywny, jak i negatywny

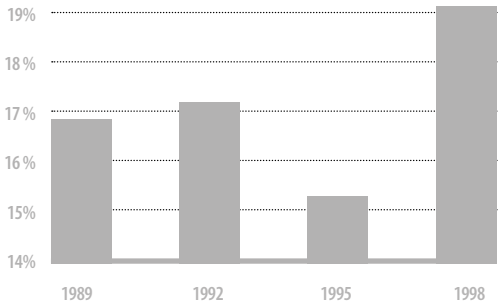
Rozproszenie akcjonariatu ma szanse mieć szczególnie głęboki wpływ na *sprawozdawczość finansową.* Kwestie, które kiedyś dotyczyły wyłącznie Wall Street – jak *wysoka jakość zysku* czy ryzyko audytu – staną się przedmiotem zainteresowania również nieprofesjonalnych inwestorów. Społeczeństwo zacznie zwracać baczniejszą uwagę na zagadnienia, które dawniej interesowały jedynie sektor finansowy.

Powszechny akcjonariat
% gospodarstw domowych w USA posiadających jednostki funduszy powierniczych



Źródło: „The Economist", 28 października 2000

Powszechny akcjonariat
% gospodarstw domowych w USA posiadających akcje

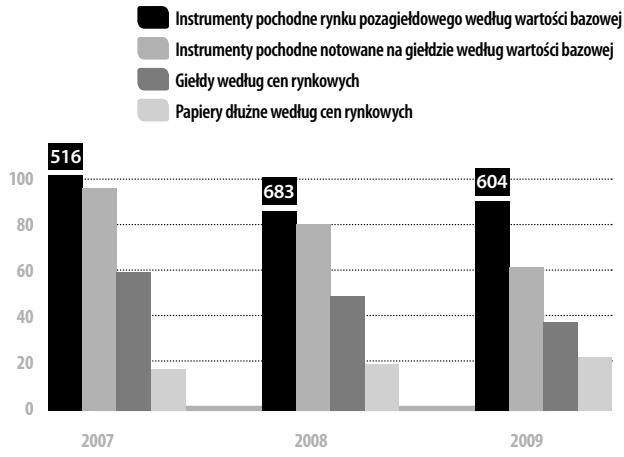


Źródło: „The Economist", 28 października 2000

Poza ceną • Out of the Money • Sytuacja, w której cena danego papieru wartościowego jest niekorzystna dla kupującego lub sprzedającego opcję, w zależności czy jest to opcja sprzedaży, czy kupna. Na przykład opcja kupna (czyli prawo zakupu) akcji po cenie 50 dolarów jest „poza ceną", jeśli akcje są w obrocie po cenie niższej niż 50 dolarów, ponieważ nie ma wartości wewnętrznej przy realizacji (inwestor kupiłby akcje taniej, kupując je na rynku). Z kolei gdyby chodziło o opcję sprzedaży (czyli prawo sprzedaży) po 50 dolarów, byłoby to „w cenie", ponieważ posiadacz mógłby zarobić na różnicy między ceną bazową a wartością rynkową papieru wartościowego. Patrz *w cenie (i poza ceną).*

Pozagiełdowy rynek papierów wartościowych • **Over-The-Counter Market** • **OTC Market** • Prywatny obrót *papierami wartościowymi* oraz *instrumentami finansowymi* pomiędzy dwoma kontrahentami, w ramach którego transakcje zapadają poza rynkiem papierów wartościowych. Termin wywodzi się ze stosowanej w XIX wieku w Ameryce praktyki polegającej na zawieraniu transakcji zza kontuarów bankowych. Największym rynkiem pozagiełdowym jest *NASDAQ* w USA. Obroty na rynku pozagiełdowym zasadniczo dotyczą papierów wartościowych, których ilość jest zbyt duża, lub tych, które mają zbyt specyficzny charakter, by można było znaleźć wystarczającą liczbę kupujących i sprzedających, którzy wzięliby udział w otwartym przetargu lub aukcji. Brak odpowiednich przepisów chroniących inwestorów sprawia, że większość graczy rynków pozagiełdowych to duże i dobrze poinformowane instytucje. Wycena oparta jest na subiektywnych przesłankach, ponieważ występuje niewystarczająca płynność, by możliwe było dokonanie *wyceny rynkowej*. W przypadku *instrumentów pochodnych* wycenę przeprowadza się czasem, wykorzystując firmowe modele wyceny. Porównaj z *papierami wartościowymi poza obrotem giełdowym*.

Pozagiełdowy rynek papierów wartościowych
biliony USD



Źródło: „The Economist", 14 listopada 2009, s. 89, Bank of International Settlements

Pozew zbiorowy akcjonariuszy • **Class Action Shareholder Lawsuits** • Pozew – zwykle przeciw kierownictwu, zarządom, bankom lub biegłym rewidentom – w imieniu zbiorowych interesów niezadowolonych *akcjonariuszy*. Są one częstsze w USA, gdzie środowisko prawnicze jest nastawione na procesowanie się. Dwa często spotykane typy pozwów przeciw biegłym rewidentom dotyczą nieskutecznego audytu, zwłaszcza jeśli firma ogłosi upadłość po

otrzymaniu pozytywnej opinii audytora, oraz za fałszywe oświadczenia w *pierwotnych ofertach publicznych*, zwłaszcza w przypadku załamania cen akcji po ich wejściu na giełdę.

Poziom oporu (żargon) • **Poziom wsparcia** • **Resistance Level** (vernacular) • **Support Level** • Pewien poziom, poniżej którego ceny na rynku giełdowym nie spadną. Jest to zjawisko psychologiczne opierające się na zaufaniu oraz dostrzeganiu fundamentalnej wartości. Na rynku spadkowym (*bessa*) pojawią się łowiący okazje kupcy, którzy będą chcieli utrzymywać ceny. W momencie gdy rynek osiągnie dno, uczestnicy rynku giełdowego nabierają pewności siebie i są chętni do inwestowania. Idea ta, ukierunkowana na rynek, stosowana jest przez traderów posługujących się metodami i systemami IT w transakcjach instrumentami pochodnymi.



Pozycja długa • **Long Position** • Stan posiadania lub zakupu aktywów netto na rynku transakcji giełdowych na przyszłą dostawę (patrz *kontrakt terminowy*). Porównaj z *pozycją krótką*.

Pozycja krótka • **Short Position** • Określenie pozycji na rynku lub sposobu funkcjonowania na nim jako sprzedawca netto, zwłaszcza w odniesieniu do rynku transakcji terminowych (futures). Sprzedający oczekuje zysku, „zabezpieczając" sprzedaż poprzez kupno, na rynku transakcji z natychmiastową dostawą po niższej cenie. Jeśli cena spot (przy natychmiastowej dostawie) spada, sprzedający zyskuje, jeśli rośnie, traci. Porównaj z *pozycją długą*. Patrz też *teksańskie transakcje zabezpieczające*.

Pozycja wyjściowa • **Position, To** • Mieć nadzieję na osiągnięcie przyszłych wyników na podstawie aktualnie poczynionych przygotowań. Firma może

powiedzieć, że ma dobrą pozycję wyjściową do wykorzystania trendów na rynku. Określenie może być użyte jako usprawiedliwienie: „Przykro nam, że jeszcze nie widać wyników, ale dajcie nam czas".

Przygotowani

Mamy dobrą **pozycję wyjściową**, by inwestować i osiągać sukcesy na najtrudniejszych globalnych rynkach. Posiadamy cenne, wiodące przedsiębiorstwa, które mają dobrą pozycję wyjściową do wykorzystania światowych trendów. Nasze zdolności organicznego wzrostu oraz zdyscyplinowana polityka finansowa pozwalają silnemu zespołowi liderów co dnia osiągać dobre wyniki.

Sprawozdanie roczne General Electric za rok 2005, s. 1

Pożyczki papierów wartościowych • **Securities Lending** • Przekazywanie papierów wartościowych innym podmiotom do użytku na czas określony (trwałe przekazanie oznaczałoby transakcję kupna-sprzedaży). Udzielanie pożyczek papierów wartościowych może być stosowane w celu zmniejszenia kosztów w razie niepowodzenia w regulacji zobowiązań poprzez udzielenie pożyczki, a następnie ustanowienie opóźnionego zabezpieczenia. Po ustanowieniu opóźnionego zabezpieczenia służy ono do spłaty pożyczki. Pożyczki papierów wartościowych udzielane są także w celu umożliwienia *krótkiej sprzedaży* papierów wartościowych (tj. sprzedaży papierów z nadzieją na późniejsze ich odkupienie po spadku ceny). Pożyczone papiery wartościowe muszą zostać zwrócone w momencie odkupienia na rynku w celu zamknięcia pozycji krótkiej. W międzyczasie kredytobiorca ponosi umowną odpowiedzialność za zwrócenie udziałów lub przekazanie płatności gotówkowej w celu zastąpienia ich po obowiązującej cenie rynkowej. To zobowiązanie jest zazwyczaj zabezpieczone płynnymi papierami wartościowymi. Pożyczający papiery wartościowe są zazwyczaj zarządcami aktywów lub powiernikami papierów wartościowych. W innym kontekście pożyczki papierów wartościowych mogą się także odnosić do kredytów bankowych przeznaczonych na zakup akcji w oparciu o pokrycie marginesu zastawionymi papierami.

Praca żuchwą (slang) • **Jaw Bone** (slang) • Nieformalne określenie na zagadywanie zamiast podjęcia konkretnego działania. Kiedy bankowcy banku centralnego uciekają się do moralnej perswazji, wówczas „pracują żuchwą". Na rynkach finansowych, gdzie nadzieje, zaufanie oraz *czynnik dobrego samopoczucia*

to stany psychologiczne, które mogą poruszyć rynkami, praca żuchwą na niewiele się zdaje.

Dużo gadania, zero działania

Japońscy przywódcy, ponownie **pracując żuchwą** w sprawie obniżenia wartości jena, powodują spadek jego ceny w stosunku do dolara i euro, co przypomina nam, jak ważne są poziomy kursów dla zdrowia drugiej co do wielkości światowej gospodarki.

Currency chief urges 'monetary reflation' to tackle price slide, „The Wall Street Journal" (wydanie europejskie) 3 grudnia 2002, s. M1

Prasa finansowa • Financial Press, The • Media informacyjne (obejmujące gazety, czasopisma, strony internetowe i kanały telewizyjne) zajmujące się śledzeniem wiadomości o firmach i rynkach finansowych. Można zaryzykować stwierdzenie, że Clarrence Barron był „ojcem dziennikarstwa finansowego" („The Economist", 5 maja 2007, s. 63). Dzisiaj najbardziej znaną międzynarodową anglojęzyczną gazetą jest z pewnością „The Wall Street Journal" (2 miliony egzemplarzy w 2007 roku) przed „Financial Times" (600 000 egzemplarzy). Ponadto wysokonakładowa prasa poświęcona biznesowi zazwyczaj przeznacza wiele stron na tematykę związaną z rynkami finansowymi. Anglojęzyczna „waga ciężka" obejmuje „BusinessWeek" (4,5 miliona egzemplarzy), „The Economist" (1,2 miliona egzemplarzy), „Forbes" (milion egzemplarzy) i „Fortune" (850 000 egzemplarzy). Oprócz prasy istnieją kanały telewizyjne (np. CNBC, Fox Business) poświęcone wiadomościom finansowym, szczególnie w USA. Prasa finansowa odgrywa ważną rolę w przekazywaniu i analizowaniu informacji, co wspomaga funkcjonowanie *hipotezy rynku efektywnego*.

Głodni wiedzy

Istnieje ogromne zapotrzebowanie na lepsze zrozumienie i dostęp do rynków, biznesu i zagadnień ekonomicznych… Podczas gdy opinia publiczna może nie rozumieć wszystkich aspektów biznesu, ma świadomość, że ekonomia napędza nasz sposób życia i jest podstawą naszej władzy.

Była prezes HP Carly Fiorina o społecznym apetycie na wiadomości finansowe, cytat z „Fortune" (wydanie europejskie), 12 listopada 2007, s. 47

Prawa akcjonariuszy • **Shareholder Rights** • Zbiorowe prawa wynikające z posiadania akcji spółki akcyjnej, szczególnie istotne w sytuacji, gdy akcje rozproszone są między wielu indywidualnych inwestorów. Inwestorom takim trudno jest w pojedynkę wywierać jakikolwiek wpływ na działalność spółki, toteż swoje niezadowolenie wyrażają zazwyczaj po prostu przez zbycie akcji. Prawa akcjonariuszy, mające na celu zwalczanie *konfliktu w stosunkach agencyjnych*, obecnie utożsamia się z:

- propagowaniem odpowiedzialności *zarządu* za wyniki przedsiębiorstwa,
- działalnością niezależnych rad nadzorczych (oraz *komisji audytu*), dbających o interesy akcjonariuszy,
- uzależnieniem wynagrodzenia i świadczeń dodatkowych dla zarządu od wypracowanych wyników,
- otwartością na atrakcyjne oferty nabycia nowych podmiotów i unikaniem „*zatrutych pigułek*".

W obronie respektowania uprawnień akcjonariuszy najsilniej występują *inwestorzy instytucjonalni* i *fundusze emerytalne*, będący relatywnie wpływowymi inwestorami. Patrz również *ład korporacyjny* i *interesariusze*.

Ważni, ale nie aż tak ważni

„Nie mówię, że **akcjonariusze** nie liczą się dla Volkswagena, ale że liczą się tak samo jak nasi klienci i pracownicy. Jest to bardzo europejski punkt widzenia. Gdybyśmy potrzebowali dużego kapitału, musielibyśmy to zmienić. Dopóki jednak mogę budować zaufanie akcjonariuszy poprzez niemiecki system, to, co próbuję robić, nie jest jawne dla naszej konkurencji [poprzez ujawnianie informacji akcjonariuszom]".

Ferdinand Piëch, prezes Volkswagena, zacytowany w „Fortune", 29 marca 1999

Prawa chroniące przed oszustwami giełdowymi (amerykański żargon) • **Blue Sky Laws** (American vernacular) • Prawa chroniące inwestorów przed oszustwami. Inicjatorem ich wprowadzenia był sędzia, który stwierdził, że promocja pewnych podejrzanych akcji miała tyle wartości co „skrawek błękitnego nieba". Prawa te chronią inwestorów przed nieograniczonymi roszczeniami ze strony bezwzględnych oferujących.

Prawa pierwokupu • Pre-emption Rights • Right of First Refusal • Ustawowe prawo kupna czegoś w przypadku, gdy zostanie to wystawione do sprzedaży na rynku. Zakup dokonywany jest zwykle po określonej cenie lub po cenie rynkowej. Jeśli posiadacz prawa nie zdecyduje się z niego skorzystać, sprzedający może przeprowadzić transakcję z rynkiem. Zatem prawo poboru uznaje, że posiadacz ma żywotny interes w kupnie i należy mu to umożliwić. Jednocześnie sprzedający ma prawo uzyskania ceny rynkowej i może zwykle zażądać od kupującego posiadacza zapłacenia tejże ceny. Pierwokup może utrudniać funkcjonowanie mechanizmu cenowego. Na przykład w wypadku aktywów niepłynnych poważni kupujący mogą zniechęcić się do składania ofert, jeśli wiedzą, że transakcję może sfinalizować ktoś inny. *Prawo poboru* to prawo pierwokupu przez akcjonariuszy odnoszące się do sprzedaży nowych akcji w ich spółce.

Prawna ochrona inwestorów • Investor Protection Laws • Różne przepisy w zbiorach ustaw stworzone specjalnie w celu ochrony *praw własności* drobnych inwestorów. Takie przepisy prawne są niezbędne, ponieważ drobni inwestorzy indywidualni często nie są uczciwie traktowani, gdy *zarząd* lub *inwestorzy instytucjonalni* decydują się wykorzystywać swoją pozycję. Podczas gdy przepisy prawa zwyczajowego mogą istnieć na papierze, koszty ich wyegzekwowania w porównaniu ze skalą udziałów uniemożliwiają ich stosowanie. Najlepsze, co taki wykorzystany inwestor może zrobić, to „zagłosować nogami" i sprzedać swoje udziały. Do przykładów środków chroniących inwestorów należą:

- wymóg minimum co do ujawniania informacji o funduszach inwestycyjnych,
- ochrona przed oszustwami, nieprawdziwymi informacjami, nieuczciwym wykorzystywaniem niejawnych informacji oraz manipulacjami na giełdzie,
- ubezpieczenie od bankructwa lub kradzieży przez agentów, maklerów i powierników.

Przepisy prawne chroniące inwestorów są potrzebne nie tylko dla dobra sprawy. Dzięki promowaniu zaufania i pewności zachęcają również do gromadzenia kapitału poprzez uczestnictwo mniejszych gospodarstw domowych w rynku kapitałowym. Jednakże takie przepisy prawne nie mogą chronić inwestorów przed *ryzykiem rynkowym*. W tej sytuacji obowiązuje zasada „caveatemptor" (niech kupujący się strzeże).

Prawo do skumulowanej dywidendy (akcje uprzywilejowane) • Cumulative Provision (Preferred Shares) • Wymóg przeniesienia przyznanej wypłaty dywidendy dla *akcji uprzywilejowanej* na kolejny okres. Zostanie

ona wypłacona później, jeśli i kiedy pozwolą na to dochody firmy. Tymczasem zwykli akcjonariusze muszą czekać, aż zostanie spełnione zobowiązanie do wypłaty dywidendy skumulowanej, i dopiero wtedy mogą otrzymać *dywidendę* zwykłą. Akcje uprzywilejowane mogą być kumulacyjne lub nie, w zależności od przyznanych warunków. Należy pamiętać, że w przypadku zadłużenia odsetki są zawsze kumulacyjne, ponieważ dług jest zawsze bezwarunkowym umownym zobowiązaniem do zapłaty.

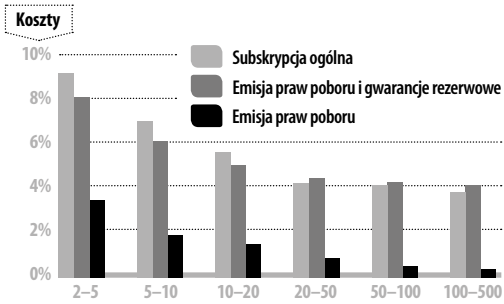
Prawo poboru • **Rights Issue** • Przysługujące akcjonariuszom spółki akcyjnej prawo pierwszeństwa do objęcia nowych akcji, w liczbie proporcjonalnej do akcji dotychczas posiadanych. Prawo to gwarantuje akcjonariuszom utrzymanie prawa własności w spółce na dotychczasowym poziomie i zapobiega rozcieńczeniu kapitału przez nowych akcjonariuszy. Jeśli akcjonariusze nie chcą skorzystać ze swoich praw, zawsze mogą sprzedać to prawo na rynku. W niektórych systemach prawnych (np. w Wielkiej Brytanii) zapewnienie tego prawa jest obowiązkowe. Prawo poboru wykorzystywane jest czasem w sytuacjach *uzdrawiania* lub re-*kapitalizacji* przedsiębiorstwa, które nadużywało *dźwigni*. Ponieważ nowe akcje emitowane są zwykle po cenie z dyskontem (niższej od ceny normalnej), zakłada się, że dotychczasowi akcjonariusze będą niechętnie odnosić się do możliwości nabycia akcji po niższej cenie przez osoby z zewnątrz. Co się z tym wiąże, mogą być bardziej skłonni do ratowania „własnej" spółki – tym samym chroniąc swoją dotychczasową inwestycję i mając nadzieję, że nie wyrzucają pieniędzy w błoto. Cenę realizacji prawa ustala się dużo poniżej ceny rynkowej akcji (inaczej nie byłoby motywacji do skorzystania z prawa). Ze względu na *rozcieńczenie* wynikające z większej liczby akcji w obrocie, cena akcji spadnie do poziomu ceny bez praw poboru (czyli po emisji praw poboru akcji):

Cena akcji bez praw poboru	
Cena akcji bez praw poboru	Kapitalizacja rynku przed emisją praw poboru + Zyski z emisji praw poboru Łączna liczba akcji w obrocie bez praw poboru
Albo	
Cena akcji bez praw poboru	$\frac{\text{Cena akcji przed emisją praw poboru + Cena realizacji prawa}}{\text{Oryginalna akcja + Nowe akcje wyemitowane na istniejącą akcję}}$

Zasadnicza wartość prawa to różnica między ceną realizacji a ceną akcji bez praw poboru. Dopóki akcjonariusze nie wykorzystają swojego prawa poboru lub go nie odrzucą, nie sprzedadzą, nie nastąpi zmiana w majątku netto (choć zmieni się jego skład). Ponadto cena realizacji nie ma znaczenia, dopóki jest niższa od ceny rynkowej. Najbardziej atrakcyjną cechą prawa poboru akcji jest

korzyść cenowa (patrz poniżej). Korzyść tę równoważy ograniczenie bazy inwestorów do istniejących akcjonariuszy oraz obawa, że brak kontroli szerszych rynków finansowych (oferta praw poboru nie wymaga prospektu emisyjnego) zostanie odebrane jako *sygnalizowanie* pewnej słabości.

Prawo poboru akcji: korzyści cenowe
Wielkość emisji
w milionach USD



Źródło: A. Damodaran, *Corporate Finance*, s. 531

Prawo wielkich liczb (żargon) • **Law of Big Numbers** (vernacular) • Tendencja polegająca na tym, że rozrastającej się firmie z roku na rok coraz trudniej utrzymać stabilną stopę rocznego wzrostu. Innymi słowy, stopień rozwoju osiąga określony poziom stabilizacji w zależności od ogólnego stanu gospodarki. Prawo wielkich liczb jest w zasadzie nieodłącznym towarzyszem procesu rozwoju jako takiego. Nie można przecież w nieskończoność rozrastać się w tempie szybszym niż cały rynek. Ekonomiści używają w tym wypadku terminu „prawo malejących przychodów".

Rozciągniemy – dociągniemy

„Mogłoby się wydawać, że 8% to niewiele – powiada Immelt – ale oznacza to ni mniej, ni więcej tylko tyle, że co roku nasz wzrost musi być porównywalny z firmą w rodzaju Nike". Gdyby te słowa wyszły z ust kogoś innego, byłby to wyraz bezradności, rozłożenie rąk w obliczu **prawa wielkich liczb**, pomimo dochodu w wysokości 163 miliardów dolarów. Ale jeśli mówi to Immelt, nie ma wątpliwości, że ten cel jest jak najbardziej osiągalny. A jest tak dlatego, że wierzy on niezachwianie w siłę dużych konglomeratów przemysłowych – a przynajmniej w siłę swojego konglomeratu.

O prezesie General Electric Company, „New York Times", 9 czerwca 2007

Premia • Premium • Termin ten sugeruje pewnego rodzaju przyrost lub kwotę „ekstra". Z czasem słowo to zyskało jednak kilka różnych znaczeń w dziedzinie finansów:

Premia	
Kontekst	**Opis**
Ubezpieczenie	◆ W krajach anglojęzycznych słowo „premium" jest używane w odniesieniu do polisy ubezpieczeniowej i oznacza składkę ubezpieczeniową, czyli regularną opłatę uiszczaną przez ubezpieczonego na rzecz ubezpieczyciela i stanowiąca źródło dochodu tego drugiego
Ryzyko	◆ Premia za ryzyko oznacza rekompensatę dla inwestorów za podjęcie ryzyka wynikającego ze zmienności i nieprzewidywalności dochodów. Powiemy zatem: „Ta niepewna inwestycja wymaga premii za ryzyko stanowiącej nadwyżkę nad zyskami możliwymi do osiągnięcia w przypadku bezpiecznej obligacji skarbowej"
Cena	◆ Dodatkowa kwota, jaką płaci nabywca w związku z niedoborem towaru, widocznym wzrostem wartości itd.
Wykup	◆ Kwota, o którą cena wykupienia obligacji przewyższa jej wartość nominalną
Opcja	◆ Kwota, którą nabywca musi zapłacić sprzedawcy za kontrakt
Wartość księgowa	◆ Kwota, o którą cena rynkowa akcji przekracza rachunkową wartość księgową netto przypadającą na akcję
Cena rynkowa	◆ Kwota, o którą akcje spółki przewyższają notowania akcji konkurencji ze względu na lepsze perspektywy, zarząd, zdolność zarobkową itp.

Źródłosłów: z łacińskiego „prae" = 'przed' i „emere" = 'kupować', w połączeniu „praemium" = 'zdobycz, łup, nagroda'. Użycie angielskiego słowa „premium" w kontekście ubezpieczeń zanotowano już w XVII wieku.

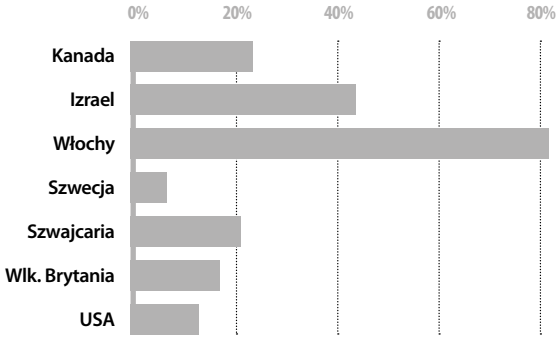
Premia (w dochodowości) za ryzyko • Yield Premium/Discount • Różnica w stopach dochodu między dwoma porównywalnym papierami wartościowymi o tym samym czasie pozostałym do terminu zapadalności (w przypadku papieru dłużnego) lub pierwszeństwa roszczenia (w przypadku akcji). Różnica ta jest miarą postrzeganych różnic ryzyka papierów wartościowych, które musi zrekompensować stopa dochodu (patrz *optymalna relacja ryzyko-zysk*).

Premia leasingowa • Reverse Premium • *Gotówkowa* wpłata uiszczona z góry przez właściciela nieruchomości w celu skłonienia najemcy do podpisania długoterminowej umowy leasingu. Opłatę taką amortyzuje się, pomniejszając *koszt* najmu przez cały okres trwania umowy leasingowej, nie zaś zaliczając ją do *przychodów* w okresie, w którym została otrzymana.

Premia za inwestycje w instrumenty kapitałowe • Equity Premium • Dodatkowa *stopa dochodu* (w postaci *dywidend* lub *zysków kapitałowych*) mająca skłonić inwestorów do lokowania pieniędzy w akcje, zamiast w relatywnie bezpieczne (w kategoriach *zmienności* cen rynkowych) inwestycje w *bony skarbowe* lub instrumenty *rynku pieniężnego*. Ze względu na *optymalną relację ryzyka i dochodu* inwestorzy wymagają wyższej stopy zwrotu z kapitału, aby podjąć wyższe ryzyko związane z akcjami. Większość badań wskazuje, że premia taka powinna wynosić 5–7% rocznie.

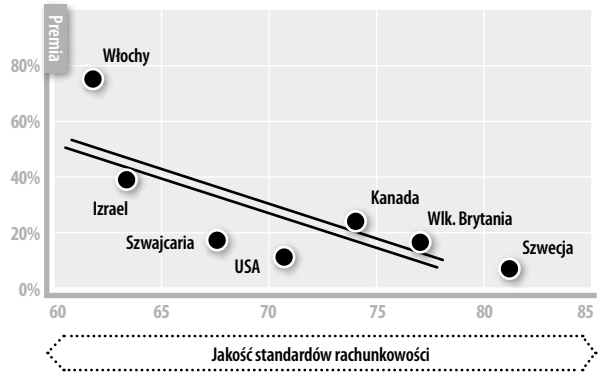
Premia za kontrolę • Control Premium • Wyższa – w stosunku do rynkowej – cena płacona za akcje w pakiecie kontrolnym. Akcje wycenia się zwykle w bezpośredniej proporcji do wynikających z nich roszczeń w stosunku do przewidywanych zysków przedsiębiorstwa. Jednak kontrola nad strategią, działalnością i decyzjami *zarządu* może być warta więcej niż przyszłe zyski – pod warunkiem że nowy właściciel będzie w stanie je zwiększyć. Podejmując dobrze przemyślaną decyzję o dokonaniu *przejęcia*, zakłada się, że zyski wzrosną w efekcie synergii lub lepszego zarządzania. Zarówno nabywca, jak i sprzedawca zdają sobie sprawę, że celem transakcji jest rozpoczęcie procesu *powiększania wartości*. Premia za kontrolę odzwierciedla z jednej strony przewagę negocjacyjną sprzedawcy, a z drugiej – gotowość nabywcy do dzielenia się powiększoną wartością w zamian za uzyskanie kontroli. Ponura prawda jest taka, że premia za kontrolę pokazuje, ile warta jest możliwość wyzyskiwania akcjonariuszy mniejszościowych – co różnić się może w zależności od *praw akcjonariuszy* i wymogów odnośnie do *ujawniania informacji finansowej* na różnych rynkach.

Premia za kontrolę
Średnia premia za kontrolę wypłacona w latach 1995–2000



Źródło: „Financial Times", *Mastering Finance*

Premia za kontrolę
Wypłacona premia za kontrolę a standardy rachunkowości



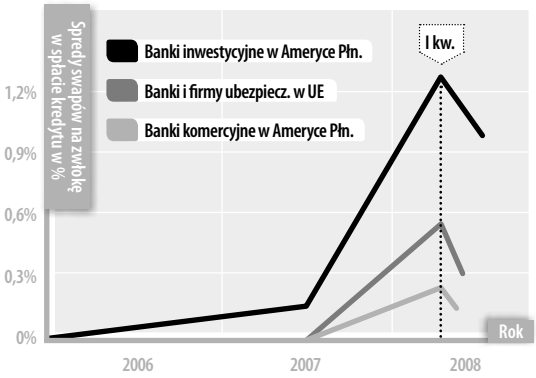
Źródło: „Financial Times", *Mastering Finance*

Premia za przypływ (żargon) • **High Water Mark Fee** (vernacular) • Metoda wynagradzania dla zarządzających funduszami (zwłaszcza w *funduszach hedgingowych*), która wymaga pokrycia ewentualnych wcześniejszych strat, zanim będą oni mogli podzielić premię z udziałem w zysku. Tak więc jeśli wartość funduszu spadnie w pierwszym roku, zarząd funduszem nie może otrzymać premii w roku drugim, trzecim itp., dopóki inwestorzy nie odzyskają wartości początkowej inwestycji. Gdyby nie premia na zasadzie „high-water mark", zarządzający funduszami otrzymywaliby premie w dobrych latach i jedynie tracili do nich prawo w latach gorszych (zamiast dzielić stratę z funduszem). Nazwa pochodzi od oznaczeń portowych wskazujących poziom wody podczas przypływu. Poziom „wody" (zwroty inwestorów) musi być dostatecznie wysoki, by zarządca funduszu mógł spuścić swoją „łódź" na wodę (otrzymać udział w zyskach). Patrz również *formuła 2 i 20*.

Premia za ryzyko • **Risk Premium** • Dodatkowa *stopa zwrotu* wymagana przez inwestorów lub kredytodawców w zamian za postrzegany wyższy poziom ryzyka. Stopa ta jest odpowiednio wyższa niż przeciętny zwrot z inwestycji mniej ryzykownej. Przykładowo, jeżeli zwrot z inwestycji wolnej od ryzyka wynosi 5% (za punkt odniesienia przyjmuje się zazwyczaj długoterminowy zwrot z *obligacji skarbowych*), racjonalny inwestor wymagałby stopy zwrotu w wysokości około 10–15%, aby zainwestować na *rynku giełdowym*. Wysokość wymaganej premii za ryzyko zależy od *optymalnej* (dla danego inwestora) *relacji zysku i ryzyka* – czyli od tego, jakiej stopy zwrotu wymaga inwestor, aby zaakceptować dany poziom ryzyka. W przypadku kredytodawców ryzyko jest odzwierciedleniem ich zaufania do prognozowanych spłat. W przypadku

akcji znajdujących się w obrocie publicznym ryzyko odzwierciedla wahania stopy *zysku* przedsiębiorstwa oraz ogólne wahania rynkowe; patrz *model wyceny aktywów kapitałowych (model równowagi rynku kapitałowego) a rachunkowość*.

Premia za ryzyko



Źródło: 78. raport roczny BIS, 2008, stylizowana wersja wykresu VII.1

Premia za ryzyko jest rezultatem niepewności co do przyszłych przepływów środków pieniężnych. Nie istniałaby ona, gdyby z góry można było określić przepływy pieniężne od danej chwili do nieskończoności. Gdyby tak było, w oparciu o *zasady wyceny* aktywów finansowych można by obliczyć wartość bieżącą netto inwestycji, przyjmując stopę dyskonta odzwierciedlającą przeciętną rynkową stopę procentową.

Proces budżetowania inwestycji • **Capital (Expenditure) Budgeting Process** • Proces decyzyjny wykorzystujący metody *rachunkowości zarządczej*, zmierzający do ustalenia, czy przedsiębiorstwo powinno zainwestować w aktywa trwałe (czyli innymi słowy przeznaczyć środki na *nakłady inwestycyjne*). Stosunkowo proste decyzje w tym zakresie dotyczą „obowiązkowych" inwestycji, tj. takich, jakie utrzymują zdolności produkcyjne na dotychczasowym poziomie. Natomiast wszelkie decyzje odnośnie do nakładów dodatkowych wymagają uważnego rozważenia. Znacznie upraszczając, można by powiedzieć, że przedsiębiorstwo będzie/powinno podejmować decyzje dotyczące wydawania środków na aktywa trwałe w następujący sposób:

Etapy budżetowania inwestycji	
Etap	**Opis**
Rozpoznać okazje	◆ Tworzyć możliwości inwestycyjne na podstawie badania rynku, opinii klientów, działalności B+R, przeglądu działań konkurencji, pomysłów pracowników itd.
Sprecyzować przepływ środków pieniężnych	◆ Oszacować znaczące (tzn. przyrostowe) przepływy pieniężne, dodatnie i ujemne, które mogą wyniknąć z planowanej inwestycji
Koszt kapitału	◆ Obliczyć całkowity koszt źródeł finansowania, uwzględnienia odliczeń podatkowych dla finansowania długiem i emisję akcji, skorygowane o ryzyko przedsiębiorstwa
Analiza ryzyka	◆ Ocenić ryzyko związane z każdą okazja inwestycyjną na podstawie prawdopodobieństwa przepływów finansowych
Zastosować testy akceptacyjne	◆ Zastosować zasady podejmowania decyzji do określania ewentualnego wzrostu wartości dla akcjonariuszy, nadwyżki zwrotu z projektu nad kosztami kapitału i kosztami ryzyka

Decyzje odnośnie do nakładów inwestycyjnych wymagają uważnego rozważenia. Nie tylko dlatego, że wprowadzają przedsiębiorstwo na nowe terytorium, lecz także ponieważ raz poniesionych kosztów nie da się odzyskać. Przy podejmowaniu decyzji bierze się pod uwagę szereg kryteriów, przy czym najlepsze z nich uwzględniają wartość pieniądza w czasie:

Jak sprawdzić, czy warto zainwestować?	
Metoda	**Opis**
Okres zwrotu inwestycji	◆ Okres, po upływie którego odzyskuje się poniesione nakłady początkowe ◆ Metoda prosta, lecz nieuwzględniająca wartości pieniądza w czasie ◆ Jest odpowiednikiem *wartości bieżącej netto* przy bardzo wysokiej stopie dyskonta
Zdyskontowany okres zwrotu inwestycji	◆ Okres, po którego upływie odzyskuje się poniesione nakłady początkowe ◆ Porównanie do zdyskontowanych wpływów pieniężnych ◆ Nie uwzględnia wpływów pieniężnych po okresie zwrotu inwestycji
Księgowa stopa zwrotu	◆ Średni roczny zysk księgowy dzieli się przez średni koszt inwestycji ◆ Metoda ta odzwierciedla wpływ inwestycji na sprawozdania finansowe, ale posiada pewne usterki
Wartość bieżąca netto	◆ Wartość bieżąca przyszłych wpływów środków pieniężnych w porównaniu z początkowymi nakładami ◆ Za stopę dyskonta przyjmuje się koszt kapitału ◆ Jeżeli wartość bieżąca netto > 0, inwestycja jest opłacalna
Wewnętrzna stopa zwrotu (IRR)	◆ Stopa dyskonta, przy której wartość bieżąca netto = 0 ◆ Zakłada się reinwestycję strumienia pieniężnego po IRR% ◆ Intuicyjnie metodę tę rozumie się jako kalkulację stopy zwrotu z inwestycji
Zmodyfikowana metoda IRR	◆ Stopa dyskonta, przy której wartość bieżąca netto = 0 ◆ Zakłada się reinwestycję strumienia pieniężnego po koszcie kapitału % ◆ Odwołuje się do braków w wyliczeniach IRR

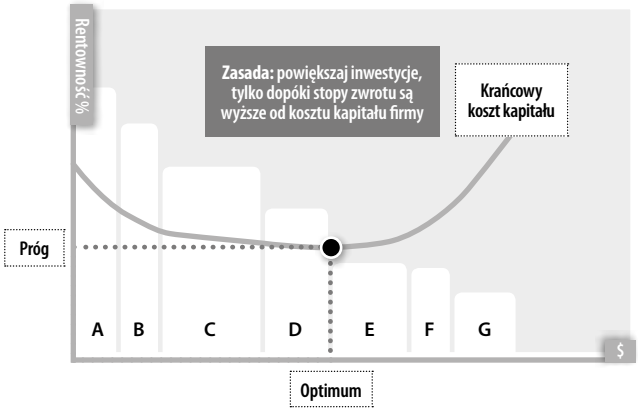
Metoda okresu zwrotu inwestycji

	USA	KANADA	JAPONIA	AUSTRALIA	W.BRYTANIA
Zwrot inwestycji	59%	50%	52%	61%	76%
ARR	13%	17%	36%	24%	28%
NPV	28%	41%	6%	45%	38%
IRR	52%	62%	4%	37%	39%

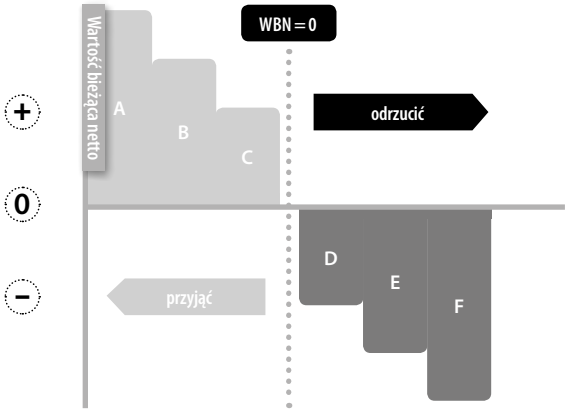
Źródło: Ch. Horngren i inni *Cost Accounting*, 2003

Choć budżetowanie nakładów inwestycyjnych jest dziedziną dobrze rozwiniętą, wymaga ono dużej rozwagi przy określaniu istotnych przepływów pieniężnych i poziomu ryzyka. Patrz również: *model wyceny aktywów kapitałowych (model równowagi rynku kapitałowego) a rachunkowość*, *racjonowanie kapitału* i *symulacja Monte Carlo.*

Budżetowanie nakładów: IRR



Budżetowanie nakładów: wartość bieżąca netto



Prognozowane przepływy pieniężne • **Project Future Cash Flows (Capital Expenditures)** • Przepływy pieniężne obejmujące koszty alternatywne związane z danym projektem inwestycyjnym. Uwzględnione zostają wszystkie istotne przepływy pieniężne (np. wkłady operacyjne, podatek dochodowy, zmiany kapitału obrotowego, mienie odzyskane), natomiast pomija się przepływy nieistotne (np. koszty utopione). Analiza budżetowania kapitału wykorzystuje zdyskontowane prognozowane przepływy pieniężne i porównuje je z *nakładami początkowymi* w celu obliczenia wartości bieżącej netto. Wyzwanie polega tu na szacowaniu przy dużej dozie niepewności.

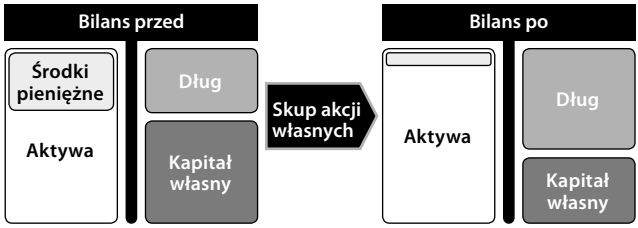
Program emerytalny Keogh (USA) • **Keogh Plan** (USA) • Program emerytalny z zachętami podatkowymi dla osób prowadzących działalność gospodarczą, których firmy nie posiadają osobowości prawnej. Po spełnieniu pewnych warunków podatnik może otrzymać ulgę podatkową za składki wpłacone na *fundusz emerytalny*.

Programy reinwestycji dywidend • **Dividend Reinvestment Plans** • Stały program, w którym dywidendy pieniężne automatycznie przeznacza się na zakup akcji w imieniu akcjonariuszy. Zakup dokonywany jest po cenie rynkowej lub zbliżonej. Z czasem dzięki temu akcjonariusze stopniowo zwiększą stan swojego posiadania. Plany takie są popularne w spółkach ze względu na oszczędności transakcyjne wynikające z braku konieczności dystrybucji dywidendy oraz niższych *kosztów emisji* nowego kapitału. Zwykle akcjonariuszy zachęca się do udziału w programie poprzez umożliwienie im kupna akcji po cenach niższych od rynkowych. Kolejną korzyścią dla akcjonariuszy jest unikanie podatku od dywidend.

Programy skupu akcji własnych • **Share Buy-back Programmes** • Emitent akcji zwykłych, który skupuje z powrotem akcje własne na *rynku giełdowym*. Wynikające z tego nagromadzenie *akcji własnych* podniesie *dźwignię*, zmniejszy liczbę akcji w obrocie oraz zwiększy *zysk netto przypadający na jedną akcję*. Zmieni to także strukturę własności spółki w zależności od tego, kto sprzedaje. Są różne powody, dla których skupuje się akcje własne. W systemach opodatkowania, w których nie ma *ulgi podatkowej z tytułu dywidendy*, taka wyższa cena akcji pozwala akcjonariuszom zbierać zyski kapitałowe wolne od opodatkowania w przeciwieństwie do dywindend podlegających opodatkowaniu. Akcje własne mogą również być skupowane z powodu emisji nowych akcji (często za pomocą systemu *opcji na akcje*), aby w ten sposób utrzymać cenę akcji. Dla przedsiębiorstw programy skupu akcji własnych są jednocześnie sposobem na dystrybucję nadmiaru środków pieniężnych, gdy atrakcyjne możliwości inwestycyjne zostały już w pełni wykorzystane. Skup akcji własnych może

też służyć jako sygnał, iż zarząd uważa, że akcje spółki są zbyt tanie. Minusem skupu akcji własnych jest, oprócz wątpliwych korzyści płynących z krążących w kółko pieniędzy, sytuacja, kiedy akcje kupowane są na „napompowanym" rynku w czasie *hossy* o zawyżonym *wskaźniku cena/zysk*. Innym powodem do niepokoju może być naruszanie zasobów gotówkowych.

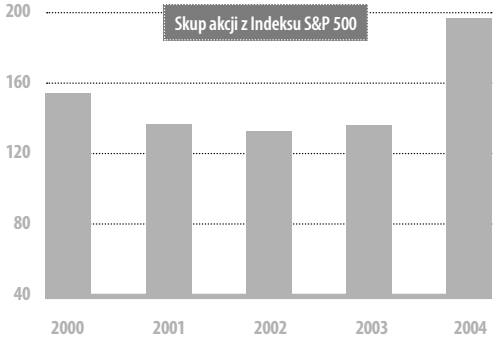
Skup akcji własnych



Dlaczego?

› Zmniejszyć spółkę › Zwiększyć dźwignię › Utrzymać cenę akcji › Zmniejszyć nadmiar środków pieniężnych

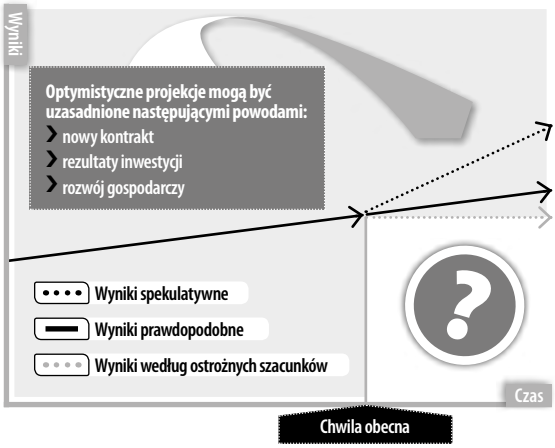
Skup akcji własnych
miliardy USD



Źródło: „Fortune", 30 maja 2005, s. 74

Projekcja • **Projection** • Plan dotyczący najbliższej przyszłości, którego wykonanie jest wystarczająco pewne, powstały w oparciu o ekstrapolację historycznych wyników. Choć termin ten jest często używany jako synonim *sprawozdania finansowego pro forma* lub prognozy, cechą, która go wyróżnia, jest osadzenie w konkretnym punkcie wyjścia. Sprawozdanie finansowe pro forma uzupełnia lukę pozostałą do zakończenia okresu szacunkowymi wartościami zdarzeń, które w danym roku „z dużym prawdopodobieństwem nastąpią". Projekcja przedstawia zazwyczaj racjonalnie uzasadnione dane szacunkowe na najbliższy rok, podczas gdy prognoza stanowić może opartą na uzasadnionych domysłach spekulację na następne 5 lat.

Projekcja



Projekty wzajemnie się wykluczające • **Mutually Exclusive Project (Problem)** • Sytuacja, w której wykorzystanie *nakładów kapitałowych* na jeden projekt wyklucza realizację drugiego. Tym sposobem każdy z projektów wiąże się z *kosztem utraconych korzyści* w postaci zarzucenia drugiego projektu. Zasada podejmowania decyzji zgodnie z *wewnętrzną stopą zwrotu* nie pomoże w dokonaniu właściwego wyboru (wysoka wewnętrzna stopa zwrotu projektu może się nie przekładać na wysoką wartość bieżącą netto). W wyborze projektu należy zatem kierować się właśnie *wartością bieżącą netto*. Zarysowany powyżej problem pojawia się często w kontekście *racjonowania kapitału*.



Prospekt emisyjny • **Prospectus** • Dokument zawierający *sprawozdanie finansowe* przedsiębiorstwa oraz inne informacje obrazujące historię jego działalności, bieżącą sytuację i prognozy na przyszłość. Ma on na celu przedstawienie pełnego, jasnego i przejrzystego obrazu perspektyw przedsiębiorstwa potencjalnym inwestorom giełdowym przed emisją nowych akcji (na rynku pierwotnym lub wtórnym). Treść prospektu musi spełniać wymogi określone w przepisach obowiązujących na *rynku giełdowym*. Faktycznie jest on więc rodzajem *kompleksowej analizy* przeprowadzanej na rzecz indywidualnych inwestorów, którzy po zapoznaniu się z nią muszą sami podjąć decyzję dotyczącą inwestycji w oferowane akcje. Ze względu na konieczność zaangażowania biegłego rewidenta, prawników, organów regulujących i drukarni prospekty emisyjne bywają bardzo kosztowne. Porównaj z *emisją niepubliczną*. Źródłosłów: z łacińskiego „pro" = 'w przód' oraz „specere" = 'patrzeć, oglądać'; połączone w słowo łacińskie „prospectus" = 'patrzeć w przód'.

Prowadzenie przestępcy • **Perp (Perpetrator) Walks** • Dramatyczne aresztowanie podejrzanego pracownika na terenie korporacji, następnie upokarzające wyprowadzanie go z budynku na oczach kolegów, często zakutego w kajdanki, do czekającego na zewnątrz samochodu policyjnego. Parada przed obiektywami mediów, zazwyczaj wcześniej powiadomionych, również dodaje sprawie pikanterii. Prowadzenie przestępcy stało się bardziej popularne po skandalu w *Enronie* i jest organizowane bardziej pod publikę („Patrzcie, jak przestępstwo nie popłaca!"), niż z praktycznej konieczności czy z szacunku dla praw oskarżonego (ludzie mogliby być aresztowani w domu, a najprawdopodobniej sami dobrowolnie stawiliby się w sądzie).



Pod ogniem krytyki

Prokuratorzy żądni uwagi mediów organizują przed obiektywami kamer **prowadzenie przestępcy** z podejrzanymi miliarderami zakutymi w kajdanki. Jednak niewielu z tych cerberów-obrońców zajmuje się strukturalnymi słabościami rynku, wykraczającymi poza etyczną ślepotę i zwyczajne oszustwo.

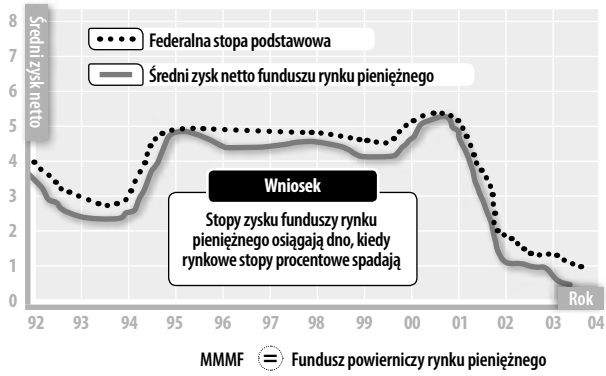
William Safire *Starting to rein in clandestine speculators*, artukuł w „International Herald Tribune", 6 września 2002, s. 8

Prowizja za niedojście do skutku transakcji (żargon) • **Drop Dead Fee** (vernacular) • Określenie stosowane w Wielkiej Brytanii oznaczające obligatoryjną opłatę w przypadku, gdy transakcja nie może zostać zrealizowana, ponieważ strona nie może uzyskać finansowania potrzebnego do sfinalizowania transakcji. Prowizja ta chroni jedną stronę umowy przed nadużyciem drugiej strony, która nie potrafi zorganizować finansowania. Patrz także *zorganizować gotówkę*.

Przebić dno (slang) • **Mieć wartość mniejszą niż dolar** • **Breaking the Buck** (slang) • Nieformalny opis sytuacji, w której *wartość aktywów netto* funduszu rynku pieniężnego spada poniżej 100 centów za dolara zainwestowanego w jednostkę uczestnictwa funduszu. W efekcie inwestorzy nie tylko nie uzyskają zwrotu z oszczędności, lecz również nie mogą w pełni odzyskać zainwestowanego kapitału. Fundusze rynku pieniężnego są podobne do depozytów bankowych. Ich rola to ulokowanie pieniędzy w bezpiecznym miejscu i zachowanie kapitału w przeciwieństwie do osiągania jakichś astronomicznych zysków, jakakolwiek strata na kapitale nie jest oczekiwana ani mile widziana. (W przeciwieństwie do depozytów bankowych fundusze rynku pieniężnego nie są objęte ubezpieczeniem depozytów, które gwarantuje pełne zabezpieczenie zainwestowanego kapitału). Wartość aktywów netto niższa niż 100% może być skutkiem poniesionych znaczących strat na skutek inwestycji funduszu lub występuje jeśli dochody z inwestycji funduszu spadną poniżej kosztów operacyjnych, które z reguły utrzymują się na poziomie 0,5% wartości aktywów netto rocznie. Obie sytuacje miały miejsce w latach 2007–2008 w USA. Kryzys *kredytów substandardowych* spowodował nieoczekiwane obniżenie ratingu, nawet papierów z najwyższą oceną AAA. Ponadto przy historycznie niskich stopach procentowych zyski (patrz poniżej) często nie pokrywały opłat za zarządzanie, co zaowocowało przejadaniem kapitału. W efekcie

wiele renomowanych instytucji zarządzających funduszami, jak banki i menedżerowie zarządzający funduszami powierniczymi, zaczęło mieć problemy z *ryzykiem utraty reputacji*. Z powodu przypisanej im roli „sponsorów" często byli gotowi wesprzeć fundusze powiernicze rynku pieniężnego poprzez rezygnowanie z opłat, a nawet poprzez zastrzyki pieniężne, aby utrzymać wartość aktywów netto co najmniej na poziome 100%. (Robią to, mimo iż nie jest to wymagane przez prawo). To z kolei powoduje, że sytuacja, w której wartość akcji/udziału spada poniżej dolara, staje się sprawą systemu finansowego, ponieważ tworzy swego rodzaju *zobowiązanie warunkowe* dla wielu instytucji finansowych.

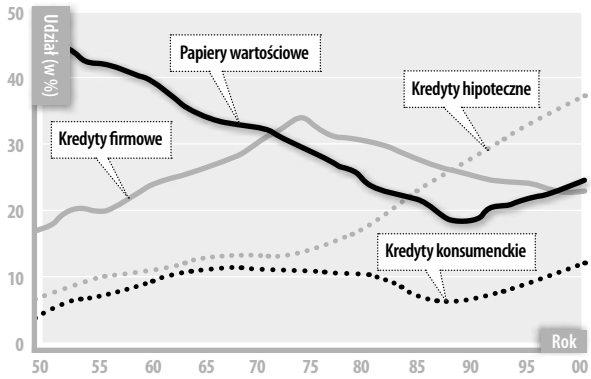
Przebić dno



Źródła: iMoneyNet Incest Inc. i Amerykański Federalny Bank Rezerw

Przebudowa portfela • **Portfolio Shifts** • Zmiany w czasie w strukturze portfela inwestycyjnego z powodu zmian w *relacji ryzyka do dochodu* lub trendach na rynku. Na przykład indywidualni inwestorzy raczej wchodzą na rynek giełdowy poprzez fundusze inwestycyjne oraz fundusze rynku pieniężnego (z mniejszym zyskiem). W sektorze bankowym często można zaobserwować przejście ze skarbowych papierów wartościowych na inne klasy aktywów.

Przebudowa portfela
Aktywa finansowe banków komercyjnych w USA



Źródło: Federalna Korporacja Ubezpieczenia Depozytów, A. Saunders, M. Cornett *Financial Institutions Management*, s. 29

Przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe • Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities • UCITS • Formalna i raczej nieporęczna definicja Komisji Europejskiej używana na określenie *funduszu powierniczego*. Wspólne reguły UE mają na celu regulację oraz ochronę konsumentów inwestujących w UCITS.

Przedsiębiorstwo społeczne • Social Business Enterprise • Wizjonerski pomysł łączący interesy akcjonariuszy korporacji z rozwojem gospodarczym w biednych krajach. Firmy byłyby zakładane dzięki finansowaniu mikrokredytami i wprowadzałyby model działalności nienastawionej na zysk do swojej działalności komercyjnej, dążąc do osiągnięcia nie tylko zysku, lecz również korzyści społecznych. Można przytoczyć prawdziwy przykład. Międzynarodowy koncern, producent jogurtu, kupuje w kraju rozwijającym się mleko pochodzące od krów zakupionych przez indywidualnych rolników w ramach programu mikrokredytów. Koncern inwestuje w fabrykę na terenach wiejskich i zobowiązuje się kupować mleko oraz sprzedawać wyroby lokalnej społeczności, ewentualnie dystrybutorom również finansowanym mikrokredytami. Inwestycja jest powiązana z programem mikrokredytów w celu zapewnienia popytu i podaży. Zyski producenta jogurtu odpowiadałyby stopie progowej, czyli najniższemu akceptowalnemu przez niego poziomowi zysku, ale za wspieranie rozwoju kraju mógłby również oczekiwać zwiększenia zaufania do swojej marki. Zwolennikiem przedsiębiorstw społecznych jest laureat Nagrody Nobla w 2006 roku Muhammad Yunus, twórca ruchu mikrokredytów. Patrz również *interesariusze i społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw*.

Wszyscy zadowoleni

Jesteśmy przekonani, że na tym świecie jesteśmy firmą produkującą towary konsumpcyjne w państwie, które jest krajem rozwijającym się, i byłoby szaleństwem myśleć tylko o szczycie społecznej piramidy. Czy klasyczny model gospodarczy działa? Nie, ale powiedziałem sobie: nie chcę prowadzić działalności dobroczynnej. Siła [przedsiębiorstwa społecznego] polega na tym, że jest ono biznesem, a jeśli tak, to jest w stanie utrzymać się samo. I twoi akcjonariusze są zadowoleni.

Prezes Danone wyraża opinię na temat przedsiębiorstwa społecznego, cytat z *Saving the World* w „Fortune" (wydanie europejskie), 5 lutego 2007, s. 44

Przeinwestowanie • **Overfunded** • Nadwyżka środków finansowych w stosunku do przyszłych potrzeb. Przykładowo, przeinwestowany *plan emerytalny* charakteryzuje się przewagą zainwestowanych środków nad obliczonymi przez aktuariusza zobowiązaniami. Kwota przeinwestowania może być traktowana jako „poduszka finansowa", w razie gdyby zwroty z inwestycji i/lub przyszłe wydatki oszacowane były zbyt optymistycznie. W innej perspektywie przeinwestowanie będzie to „czysta nadwyżka", którą można bez obaw wycofać i wykorzystać gdzie indziej. Wykonalność takiego planu zależy od tego, czy przepisy dotyczące emerytury i prawo pracy pozwalają na wycofywanie nadwyżek. O przeinwestowaniu mówi się również wtedy, gdy emisja długu rządowego przekracza środki potrzebne na pokrycie deficytów operacyjnych.

Przejadanie kapitału (slang) • **Eating Into Capital** (slang) • Konsumowanie kapitału lub oszczędności, spowodowane wydatkami na uciechy życia albo też konieczność dokładania do interesu z powodu prowadzenia biznesu przynoszącego straty. Zadaniem kapitału jest wzrost. Jak powiedział Marks: „Akumulujcie, akumulujcie!". Patrz również *żyć z kapitału*.



Przejęcia (strategia) • **Acquisitions, Corporate Strategy of** • Przejęcie firmy polega na nabyciu aktywów i działalności drugiego przedsiębiorstwa z kontynuacją jego działalności. Jest to przeciwieństwo „organicznego" wzrostu, który osiąga się za pomocą zatrzymania zysków i przez *nakłady inwestycyjne*. Gotówka, kredyt lub akcje nabywcy mogą służyć jako zapłata za nabycie przedsiębiorstwa. Przedsiębiorstwo przejmowane, lub „cel", może być nabyte poprzez kupno akcji lub aktywów. Kupno akcji pozwala na przejęcie licencji oraz kontraktów, ale również wiąże się z przejęciem zobowiązań (niektóre mogą być nieznane). *Wyemitowane*, a nie skupione akcje oznaczają, że pojawią się także *udziałowcy mniejszościowi*, którzy posiadają *prawa mniejszościowe*. Nabycie aktywów zapobiegnie takim zobowiązaniom, lecz może być niepraktyczne, jeśli aktywa, których tytuł własności musi być przeniesiony, są liczne lub dotyczą wartości niematerialnych i prawnych (nierzeczowych). Są inne sposoby przejęcia firmy. W USA, kiedy nabywca i cel są podobnej wielkości i łączą się dobrowolnie, wtedy mówi się o połączeniu jednostek gospodarczych (w chwili obecnej taka transakcja nie jest uznawana przez Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej). Kiedy nabywca jest znacznie mniejszy od celu, wtedy ma miejsce *wykup*. Jeśli nabywca zaciągnął duży kredyt i następnie go spłaca ze środków generowanych przez przejętą firmę, to mamy do czynienia z *wykupem lewarowanym*. Kiedy zarząd przejmowanej firmy nabywa ją od akcjonariuszy, wtedy mówimy o *wykupie menedżerskim*. Istnieją różne powody przejmowania firm:

Przejęcia: po co?	
Cel	**Opis**
Wzrost	◆ Szybkie zdobycie udziału w rynku; kupić (zamiast budować) lojalność klientów wobec marki
Dywersyfikacja	◆ Przejście do zupełnie nowych sektorów gospodarki; zmniejszenie ryzyka i *zmienności* dochodów
Restrukturyzacja	◆ Duże przedsiębiorstwo chce przekształcić się, wydzielając mniejsze jednostki w formie *oddziałów* lub *jednostek zależnych*
Prywatyzacja	◆ Sprzedaż przedsiębiorstw państwowych inwestorom z sektora prywatnego
Arbitraż	◆ Inwestor (np. zarząd, przedsiębiorstwa z *funduszem wysokiego ryzyka* – venture capital) widzi wartość, której inni nie dostrzegają
Konkurencja	◆ Uzyskanie przewagi konkurencyjnej, której nie da się kupić (*marka*, zarządzanie itd.)
Poziomy	◆ Zmniejszenie liczby konkurentów w branży; uzyskanie *korzyści skali*
Pionowy	◆ Uzyskanie *efektu synergii* z dostawcami lub klientami; wyeliminowanie utraty zysków w łańcuchu wartości

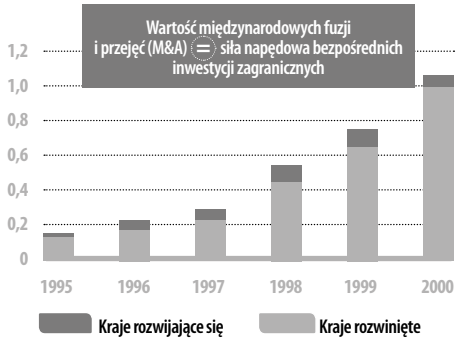
Umowy dotyczące przejęcia firm bywają dość skomplikowane (trudno się zatem dziwić, że prawnicy i bankierzy inwestycyjni tak je uwielbiają). To, że są tak skomplikowane, sprawia, że są ryzykowne. Należy też się liczyć z tym, że nie uda się osiągnąć początkowych założeń. Poniżej kilka warunków, które muszą być spełnione, i kwestii, które trzeba wziąć pod uwagę:

- pokonać *asymetrię informacji* między sprzedawcą a kupującym (i reprezentantami sprzedającego),
- przeprowadzić *analizę ekonomiczno-finansową*, aby wyliczyć *wartość ekonomiczną*,
- uniknąć szału kupowania (patrz *gorączka handlowa*), aby wynegocjować atrakcyjną cenę,
- przy nabywaniu akcji trzeba wyszczególnić, które zobowiązania mają być zakupione; wyliczyć zobowiązania warunkowe,
- ustalić koszty transakcyjne (stawki za doradztwo prawników, księgowych i bankierów inwestycyjnych),
- podatki (podatek od sprzedaży, podatki od transferu, *zyski kapitałowe*) i jak je podzielić między kupującym a sprzedawcą,
- przy nabywaniu akcji ustalić status i postępowanie wobec *zarządu* przejmowanego przedsiębiorstwa,
- uwzględnić i dostosować się do przepisów antymonopolowych,
- uzyskać zgodę od odpowiednich organów administracji państwowej i sądów,

- w przypadku fuzji odwoływać się do zasad tzw. skargi pauliańskiej i pomocy finansowej,
- jeśli występują akcjonariusze mniejszościowi, zająć się *prawami akcjonariuszy mniejszościowych*,
- szybko przeprowadzić integrację jednostek gospodarczych (unikając w ten sposób rywalizacji, która może skutkować niedotrzymywaniem warunków),
- uzyskać *korzyści skali* i *efekt synergii* po fuzji,
- jak sfinansować przejęcie (biorąc pod uwagę, że jego skala często wymaga dźwigni),
- wyjaśnić rodzaj przejęcia: łączenie udziałów (tylko w USA) czy metoda nabycia jednej jednostki przez drugą,
- zastosować odpowiednie metody księgowe,
- kogo obciążyć kosztami integracyjnymi po fuzji (zwolnienia, zmiany nazwy, koszty restrukturyzacji itd.).

Po przejęciu należy podjąć decyzję, czy nabyta jednostka będzie funkcjonowała niezależnie, czy działalności operacyjne zostaną połączone. Z reguły stosuje się tę druga opcję, aby uzyskać efekt synergii. Rynek „fuzji i przejęć" (M&A, kuriozalnie opisany odwrotnie w stosunku do kolejności transakcji) stanowi główną ofertę banków inwestycyjnych, w szczególności dla *globalnych instytucji finansowych*. Patrz również *skorygowana cena emisyjna*, *wycofywanie spółek z obrotu publicznego, nowe dołączone przedsiębiorstwo* oraz *przymusowy odkup akcji.*

Przejęcia firm
w bilionach USD



Źródło: UNCTAD

Przejęcie • **Take-over** • Nabycie jednego przedsiębiorstwa przez inne. Jeżeli ma ono charakter „przyjazny" (tj. jeżeli *zarząd* przejmowanego przedsiębiorstwa doradza je *akcjonariuszom*), następuje dobrowolna *fuzja*. Natomiast „wrogie"

przejęcie następuje wówczas, gdy obecny zarząd jest mu przeciwny, czy to ze względu na proponowaną cenę lub warunki, czy po prostu chroniąc swoje stanowiska. W sytuacji takiej może dojść do walki o przejęcie, w wyniku której przedsiębiorstwo zazwyczaj sprzedawane jest temu, kto oferuje najwyższą cenę. Patrz również *trująca pigułka* i *biały rycerz*.

Przejęcie odwrócone • **Reverse Take-over** • Sytuacja, w której niewielka firma, zwykle prywatna, kupuje większą, najczęściej notowaną na giełdzie. W normalnych warunkach jest to trudne do przeprowadzenia (jak mała firma może sobie na to pozwolić?) i wymaga podjęcia pewnych inicjatyw w sferze gospodarki finansowej przedsiębiorstwa (np. mała firma zastawia aktywa dużej firmy, by zabezpieczyć dług z tytułu wykupu). Przejęcie odwrócone stosuje się zwykle jako tani sposób (poprzez uniknięcie opłat rejestracyjnych i kosztów wprowadzenia spółki na giełdę) nabycia spółki notowanej na giełdzie. Patrz także *firma wydmuszka*.



Przekroczenie kosztów (projektu) • **Cost Overrun (Project)** • Nieprzewidziane koszty przekraczające budżet, niezbędne do realizacji projektu lub nakładów inwestycyjnych. Przekroczenie budżetu przynosi dwa skutki. Po pierwsze, firma osiągnie niższy zwrot na inwestycji, gdyż przewidywane zyski zostaną osiągnięte przy udziale kosztów wyższych niż planowano. Po drugie, jeśli wymogi co do finansowania nie zostaną spełnione, nad firmą zawiśnie ryzyko, że projekt nie zostanie dokończony. Niemożność realizacji budżetu zazwyczaj prowadzi do spadku wartości (niedokończony projekt ma niższą wartość niż jego poszczególne elementy) i do nacisków ze stron finansujących projekt, aby „skończyć to, co zaczęto". Ryzyko przekroczenia kosztów powinno zostać zawarte w budżecie w formie rezerwy.

Przepowiednia ruiny spekulanta autorstwa Wilcoksa • **Wilcox's Gambler's Ruin Prediction Formula** • Przybliżona zasada wyliczania „na oko" przychodów netto przy zwijaniu interesu poprzez likwidację aktywów i spłatę wierzycieli:

Co może zostać?	
Gotówka i papiery wartościowe łatwo zbywalne	Wartość rynkowa
Aktywa bieżące	70% wartości księgowej
Pozostałe aktywa	50% wartości księgowej
Minus zadłużenie bieżące i długoterminowe	Wartość nominalna
Równa się	Wpływy z likwidacji

Wzór jest naprawdę przybliżony. Faktyczna realizacja jest funkcją wartości netto, którą można zrealizować po niskich cenach sprzedaży minus koszty, które mogą być zupełnie niezwiązane z bieżącą wartością księgową. Koszty likwidacji (opłaty prawne, prowizje od sprzedaży itp.), zwłaszcza gdy nie są dobrowolne, mogą skonsumować znaczną część wpływów. Niemniej jednak są to pożyteczne ramy dla takiej analizy i mają czarującą nazwę.

Przerost formy (slang) • **Empire-Building** (slang) • Powiększanie sprzedaży lub aktywów przez najwyższe kierownictwo raczej dla sławy i prestiżu, niż by *tworzyć wartość* dla akcjonariuszy. Takie zachowania są manifestacją braku *zbieżności celów* w ramach *konfliktu w stosunkach agencyjnych*. Z jednej strony duże przedsiębiorstwa korzystają z *efektu skali*, ale też mogą doświadczyć spadku efektywności w razie nadmiernego wzrostu. Co więcej, sam proces wzrostu może być bardziej szkodliwy niż powiększona firma jako taka. Przykładowo,

jeśli firma zapłaci za dużo za przejmowaną spółkę, będzie obciążona wyższymi kosztami kapitału i aktywami o wątpliwej wartości. Patrz także *dywersyfikacja „na siłę”*, *gorączka handlowa*.



Imperia nadmiaru

„Notoryczni nabywcy" widzieli swoją pracę przede wszystkim jako ekspansję spółek holdingowych bardziej niż zarządzanie firmami w celu produkowania lepszych towarów i usług. A ponieważ skupiali się tylko na doraźnych wynikach finansowych, mieli tendencje do postrzegania organów nadzorujących jako przeciwników, przepisów rachunkowości zaś jako kłopotliwych przeszkód w realizacji swoich planów… [Tacy] menedżerowie nie rozumieją, o co chodzi w tym biznesie. Zamiast konieczności zademonstrowania swoich umiejętności w tworzeniu nowych produktów, dostarczeniu lepszych usług czy motywowania pracowników, ta kadra zarządzająca jest z reguły oceniana przez inwestorów i analityków wyłącznie na podstawie wzrostu ich imperiów… [Niestety] notorycznym nabywcom z reguły brak strategicznej logiki, dzięki której mogliby przetrwać zmiany rynkowych trendów. W rezultacie ich **„imperia nadmiaru"** mogą być bardzo szybko zlikwidowane przez dyscyplinę rynkową.

Expanding Without Managing – Serial Acquirers Tend to End Badly, „International Herald Tribune", 14 czerwca 2002, s. 8

Przesiewanie akcji do portfela (dosłownie: przesiewanie kandydatów do inwestycji) • **Screening Equity Investment Candidates** • Metoda wybierania akcji do inwestycji portfelowych, która z góry określa, jakie cechy muszą posiadać akcje. Akcje spółek mieszczących się w tych ramach są „kandydatami" do włączenia do portfela. Na przykład inwestor może określić, że wszystkie spółki w portfelu muszą mieć wskaźnik długu do kapitału własnego np. nie większy niż 50%. Po przeszukaniu bazy danych rozpatrywane będą tylko spółki ze wskaźnikiem poniżej 50%. Potem będą stosowane inne miary, aż spośród przesiewanych kandydatów zostanie kilka spółek, w które warto inwestować. W analizie od czynników ogólnych do szczegółowych najpierw identyfikowane są sektory, a potem spółki. W analizie szczegółowej wybiera się kandydatów spośród wszystkich spółek. Sita oceny mogą być dostosowane do inwestorów nastawionych na wzrost (minimalna stopa wzrostu zysków), na wartość (tanie spółki z niskim wskaźnikiem C/Z) lub do inwestorów nastawionych na rynek (nadwyżka zysku oparta zarówno na miarach wzrostu, jak i wartości).

Przetargowa oferta odkupu • Repurchase Tender Offer • Oferta odkupu własnych akcji przez daną firmę na rynku wtórnym z określoną ceną, liczbą akcji do odkupu oraz okresem czasu, kiedy oferta będzie ważna.

Przeważanie aktywów w portfelu • Overweight Investment Holdings • Każda inwestycja w daną klasę aktywów, papier wartościowy czy kategorię, która jest większa niż poziom odniesienia/benchmark stosowany do oceny wyników. Na przykład *fundusz powierniczy* może ogłosić, że jego długofalowym celem jest określona struktura branżowa portfela. Jednak z powodu dużego potencjału wzrostu danej branży fundusz zdecyduje się na proporcjonalne przekroczenie limitu lub „wagi". Niedoważanie jest oznaką nastroju zniżkowego. *Fundusze indeksowe* z definicji nie powinny być ani przeważane, ani niedoważane.

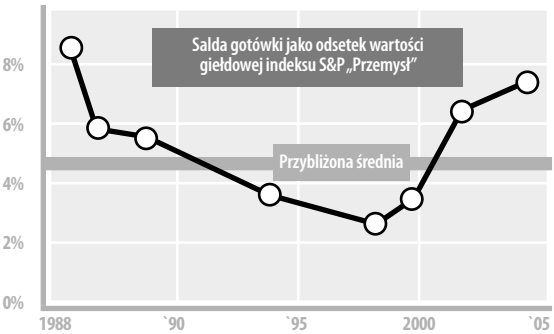
Przewodniczący Rady Nadzorczej • Chairman of the (Supervisory) Board (of Directors) • Funkcja kontrolna przewodniczenia radzie nadzorczej (w krajach anglosaskich: „board of directors", w Europie kontynentalnej: „supervisory board"). W większości krajów jego rola jest powiązana z *dyrektorem generalnym* w duchu poglądu, że „szef powinien być jeden". Istnieją jednakże słuszne argumenty za tym, aby rozdzielić te dwie role: osiągnięcie obiektywizmu i perspektywy strony występującej spoza firmy oraz uniknięcie koncentracji władzy w jednej osobie. W Wielkiej Brytanii *Combined Code* (Skonsolidowany Kodeks) spółek giełdowych wymaga, aby stanowiska przewodniczącego rady („chairman") i dyrektora generalnego – czyli w Europie kontynentalnej prezesa („chief executive officer") – były rozdzielone, a dzięki temu przewodniczący byłby niezależny. Ponieważ władza rady jest zbiorowa i oparta na indywidualnym głosowaniu, przewodniczący nie jest „szefem". Jego rola jest raczej honorowa z władzą wynikającą z możliwości wpływu i posiadanego szacunku u pozostałych członków rady. Rolą przewodniczącego jest:

- utrzymywanie kontaktu pomiędzy posiedzeniami z dyrektorami spoza rady,
- reprezentowanie przedsiębiorstwa na spotkaniach wysokiego szczebla z rządem lub innymi podmiotami,
- organizowanie procesu oceny rady,
- rekrutowanie nowych dyrektorów poza radą,
- dyskutowanie z dyrektorem generalnym przed podjęciem ważniejszych decyzji,
- ponoszenie części ciężaru *nadzoru korporacyjnego*.

Przewodniczący odgrywa rolę ostatniej instancji przy podejmowaniu decyzji w momencie nieobecności dyrektora generalnego lub przed powołaniem nowego. Rola ta może być porównana do roli kapitana samolotu: kiedy inni zostali wybrani do lotu samolotem, przewodniczący jest zawsze dostępny, aby przejąć stery, i jest ostatecznie odpowiedzialny za bezpieczeństwo pasażerów (patrz *The Outsider at the controls* „Financial Times", 16 marca 2006, s. 9).

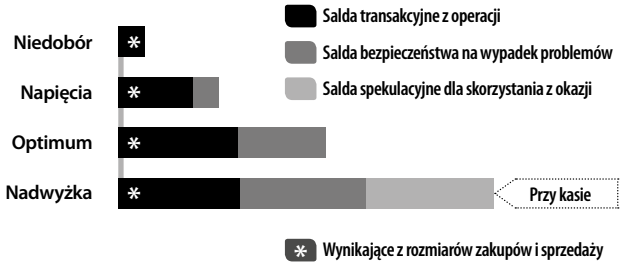
Przy kasie (żargon) • **Cash Rich** (vernacular) • O każdym inwestorze lub przedsiębiorcy posiadającym wyjątkowo duże kwoty w gotówce od ręki. Ponieważ gotówka należy do aktywów niepracujących, nieprzynoszących zysków, efektywne zarządzanie finansami sugeruje, że nie należy utrzymywać dużych kwot niepracującej gotówki, chyba że właściciel celowo ją kumuluje, np. na duży wydatek; patrz *zapasy wojenne*.

Przy kasie



Źródło: Standard & Poor, „The Wall Street Journal" (wydanie europejskie), 24 maja 2006, s. 21

Stany gotówki



Pokusy gotówki

[Firmy **przy kasie**] wywołują wśród ludzi obawy, że posiadana przez nie gotówka zostanie roztrwoniona na fuzje i przejęcia za zbyt wysoką cenę, ponieważ je na to stać. [W takim wypadku] ufa się, że zarząd nie ogranicza się jedynie do prowadzenia biznesu efektywnie, ale również rozdysponowuje gotówkę w sposób inteligentny. Cała gotówka zasadniczo stanowi potencjał przyszłych operacji i ten potencjał jest wart mniej lub więcej, w zależności od tego, jaki zarząd nim gospodaruje.

Cytat z *Cash Call: how to spend it*, „The Wall Street Journal" (wydanie europejskie), 24 maja 2006, s. 21

Przychody brutto (żargon) • **Grossed** (vernacular) • Skrótowe określenie przychodów przed pomniejszeniem o koszty. Często stosowane w przemyśle filmowym jako przychody ze sprzedaży biletów brutto, np. w wysokości 50 milionów dolarów.

Przymusowy odkup akcji • **Reverse Squeeze Out** • Odmiana *przymusowego wykupu akcji* akcjonariuszy mniejszościowych, w której akcjonariusze z pakietem kontrolnym przeprowadzają agresywne scalanie akcji i pozbywają się udziałowców mniejszościowych, którym zostaje mniej niż jedna akcja.

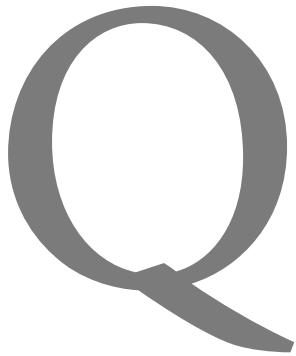
Psy • **Dogs** • Wolno rozwijające się przedsiębiorstwa, posiadające mały udział w rynku i oferujące mało obiecującą przyszłość inwestorom i wierzycielom. Przeciwieństwo tzw. *dojnych krów.*

Psy



Pula pieniędzy • **Cash Pool** • Technika zarządzania gotówką polegająca na tym, że indywidualne rachunki w grupie spółek albo w spółce z wieloma oddziałami są „czyszczone", a zamiast nich tworzone jest konto skonsolidowane, czyli pula. W ten sposób grupa może osiągnąć wyższą stopę zwrotu niż w przypadku inwestowania nadwyżek na każdym z rachunków osobno, a także ponoszenia na każdym z nich odrębnie kosztu kapitału.

Pułapka pieniężna • **Cash Trap** • Działalność lub produkt, które wymagając znacznych *nakładów inwestycyjnych*, pochłaniają środki pieniężne, a nie dają przy tym dużej nadziei, że poczynione inwestycje kiedykolwiek się zwrócą. Tymczasem podstawowe zasady rachunkowości pozwalają na wykazywanie zysku, choć tylko bardzo niewielka jego część będzie miała postać pieniężną. W odróżnieniu od tzw. *dojnych krów* pułapki pieniężne są często odzwierciedleniem decyzji trudnych, dotyczących inwestycji, których faktyczny potencjał jest nieznany.



Q • **Q** • Symbol rynku NASDAQ oznaczający, że dane akcje to akcje przedsiębiorstwa w stanie upadłości.

R

Rachunek dyskrecjonalny • **Discretionary (Broker's) Account** • Rachunek papierów wartościowych, którym zarządza makler mający pełnomocnictwo do wykonywania operacji w imieniu inwestora. Inwestor z góry autoryzuje operacje do wyznaczonej granicy i okresowo dokonuje weryfikacji limitu. Taki rachunek jest prowadzony, kiedy inwestor ma duże zaufanie do zdolności maklera do szybkiego znajdowania na rynku atrakcyjnych ofert. Zaufanie to jest tym ważniejsze, że łatwo go nadużyć (np. poprzez *zbieranie śmietanki*, spekulacje, wciskanie akcji itp.).

Rachunek na świstku (żargon) • **Back-of-Envelope Calculation** (vernacular) • Każda szybka kalkulacja wykonana odręcznie na kawałku papieru, takim jak koperta. Oznacza również wszelkie niekoniecznie szczegółowe obliczenia w pamięci.

Z rękawa

14 lipca Morgenthau, White i Vinson uzgodnili ostateczny podział pozostałych wspólnych milionów. „Widzisz, Fred, dlatego jestem sekretarzem skarbu" – zażartował Morgenthau, zwracając się do sędziego Vinsona po dokonaniu kalkulacji na odwrocie koperty – „Potrafię dodawać i odejmować".

Żartobliwy moment na konferencji w Bretton Woods w 1945 roku, cytat z *John Maynard Keynes* J. Skidelskiego, t. III, s. 351



Rachunek otwarty (zasady) • **Open Account Selling Terms** • Dostarczanie towarów lub świadczenie usług odbiorcy, który zapłaci za nie później, przy odbiorze faktury. W efekcie powstają należności z tytułu dostaw towarów i usług. Sprzedaż na rachunek otwarty jest równoznaczna z udzieleniem kredytu kupieckiego. Uznaje się ją za domniemaną *umowę*, zawartą w oparciu o pewien stopień zaufania do odbiorców krajowych i dającą podstawę do wzajemnych roszczeń co do ilości i jakości dostarczonych towarów. Oferowane warunki są najczęściej standardowe, jak np. „2% 10, netto 30" (co oznacza, że nabywca ma 30 dni na zapłatę, z 2% dyskontem cenowym, jeżeli zapłaci w ciągu 10 dni). Porównaj z *płatnością gotówką przy odbiorze*. W obrocie międzynarodowym sprzedaż na rachunek otwarty ogranicza się do przypadków, w których strony transakcji mogą zaakceptować ryzyko handlowe, kredytowe i walutowe wiążące się z utrzymywaniem stosunków handlowych z innym krajem. W pozostałych przypadkach wykorzystuje się akredytywę dokumentową.

Racjonowanie kapitału (limitowanie środków finansowych na nakłady inwestycyjne) • **Capital Rationing** • Określony w *budżecie* finan-

sowym lub przez *rynek kapitałowy* limit środków przeznaczonych na przedsięwzięcia inwestycyjne. „Miękkie" racjonowanie kapitału to wewnętrznie narzucony przez firmę limit jej wydatków. Następuje ono w duchu *zarządzania finansowego* i kontroli, np. w dużych zdecentralizowanych przedsiębiorstwach, by zaszczepić dyscyplinę zapobiegającą nadmiernym wydatkom. „Twarde" racjonowanie jest uwarunkowane czynnikami zewnętrznymi – jak np. warunkami umowy kredytowej. Teoretycznie na idealnych rynkach kapitałowych firmy nie muszą stosować racjonowania kapitału, ponieważ każdy opłacalny projekt (czyli przedstawiający pozytywną *wartość bieżącą netto* po *koszcie utraconych korzyści* kapitału) może zostać sfinansowany.

Rada Inwestorów Instytucjonalnych (USA) • **Council of Institutional Investors** (USA) • Grupa lobbingowa *inwestorów instytucjonalnych*, reprezentująca ponad 100 *funduszy emerytalnych* posiadających ponad 3 biliony dolarów (2007) w papierach wartościowych. Są oni potężną siłą reform na amerykańskim *rynku kapitałowym*.

Rada Nadzorcza (Niemcy) • **Supervisory Board** (Germany) • Kontynentalny europejski równoważnik anglosaskiego terminu „*board of directors*". Rady nadzorcze składają się w całości z dyrektorów zewnętrznych, w tym przedstawicieli kredytodawców, związków zawodowych, pracowników i innych interesariuszy. Mimo że zapewnia to ich niezależność, rady nadzorcze ograniczają się raczej do biernej roli *nadzoru.* Jest to zgodne z ich początkami historycznymi w XIX wieku na terenie Niemiec, gdzie banki często posiadały udziały w przedsiębiorstwach. Banki potrzebowały sposobu „trzymania na oku" kierownictwa, który byłby częstszy niż walne zgromadzenie akcjonariuszy. W kwestii decyzji dotyczących bieżącej działalności większe uprawnienia posiada zarząd, składający się z członków zespołu kierującego przedsiębiorstwem. Na przykład dyrektorzy będący członkami anglosaskiej rady nadzorczej angażują się w pracę w komisjach rewizyjnych, strategicznych, ds. wynagrodzenia i ryzyka ponoszonego przez wyższe kierownictwo, w których mają więcej do czynienia z zatwierdzaniem decyzji.

Rajd przed świtem (slang) • **Dawn Raid** (slang) • Wojskowa analogia dla sposobu ogłoszenia oferty przejęcia przedsiębiorstwa. Podana nagle, bez ostrzeżenia, aby uniemożliwić zarządowi firmy przejmowanej podejmowanie jakichkolwiek działań niekorzystnych dla nabywcy, takich jak *trująca pigułka* (każda transakcja, która skutkuje spadkiem atrakcyjności przedsiębiorstwa dla nabywcy).

Ratingi zarządzania • **Governance Ratings** • Próby zmierzenia efektywności *rady nadzorczej* w realizowaniu obowiązków wynikających z *ładu korporacyjnego*. Niezależne firmy (patrz lista poniżej) przygotowują je w ramach usług świadczonych *inwestorom instytucjonalnym* działającym na rynkach kapitałowych. Firmy te starają się zdobyć informacje z dostępnych źródeł. Stosują własną metodologię. Informacja jest uznawana za cenną, bo mówi o ryzyku i wyniku finansowym. Dobrze zarządzana spółka teoretycznie powinna mieć lepsze wyniki niż źle zarządzana. Prawdopodobnie *agencje ratingowe* również uwzględniają czynnik zarządzania w swoich ocenach, choć nie jest to jasno powiedziane.

Wybrane firmy publikujące ratingi zarządzania	
Firma	**Strona internetowa**
The Corporate Library	www.thecorporatelibrary.com
Institutional Shareholder Services	www.issproxy.com
Governance Metrics International	www.gmiratings.com

Realizacja transakcji (handel na rynku giełdowym) • **Execution (Stock Market Trade)** • Doprowadzenie sprzedającego i kupującego akcje do sfinalizowania transakcji. Sprzedający wystawiają pewną cenę, a kupujący proponują pewną cenę. Jeśli strony nie dojdą do porozumienia w sprawie ceny, nie dojdzie do transakcji. Jedna wspólna cena na rynkach płynnych ma na celu ustalenie ceny „na rynku", czyli sprzedający, jak i kupujący przyjmują cenę najczęściej występującą w momencie pożądanej transakcji. Realizacja opisuje proces porozumienia tych dwóch stron.

Realizacja zysków (na giełdzie) • **Profit Taking** (stock market vernacular) • Sprzedaż akcji w momencie, w którym osiągną docelowy kurs. Realizacja zysków odzwierciedla filozofię „lepszy wróbel w garści niż gołąb na dachu". Zatem lepiej jest *wyjść*, kiedy jest się jeszcze trochę do przodu, niż czekać w nadziei na większy zysk. Sposób ten jest przeciwieństwem podejścia: t*woja pierwsza strata to twoja najlepsza strata*.



Realokacja aktywów • **Asset Redeployment** • Przeniesienie kapitału zainwestowanego w daną działalność na inną poprzez sprzedaż starych aktywów i zakup nowych. Z takiego postępowania płynie sygnał o realizacji istotnych działań strategicznych w przedsiębiorstwie. Aby realokacja aktywów była opłacalna, korzyści z niej płynące muszą przewyższać jej koszty (np. prowizje z tytułu sprzedaży i zakupu), traktowane często jako „koszty poniesione nieodwołalne".

Reasekuracja • **Reinsurance** • Pokrycie przez jedną firmę ubezpieczeniową („ubezpieczyciela") ryzyka innej firmy ubezpieczeniowej w zamian za część zapłaconej *składki.* Jest to analogiczne do kredytów konsorcjonalnych, dzięki którym banki dzielą ryzyko. Sam ubezpieczony może, ale nie musi wiedzieć o tychże warunkach. Zazwyczaj firma reasekurująca jest większa, lepiej dokapitalizowana niż firma ubezpieczeniowa znajdująca się w „pierwszej linii". Reasekurowana firma często jest nazywana również pierwszym lub początkowym ubezpieczycielem bezpośrednim bądź cedentem. Wszystkie nazwy odzwierciedlają tę samą relację firm. Dziedzina ta ma własny żargon. Ryzyko jest „uwalniane" w „umowach reasekuracyjnych", które zapewniają „ochronę ubezpieczeniową". Ochrona podlega potrąceniom, zanim wpłynie jakakolwiek płatność. Firmy reasekuracyjne pokrywają zazwyczaj uzgodniony stopień ryzyka firmy ubezpieczeniowej bądź jakiekolwiek roszczenie powyżej danego progu. Tradycyjnie zmorą branży ubezpieczeniowej, włączywszy reasekurację, jest jej cykliczność. Konkurencja obniża składki do momentu, w którym straty ubezpieczeniowe sprawiają, iż sytuacja na rynku robi się trudna. Jednak za każdym razem kiedy składki wzrastają, wpływa nowy kapitał, dzięki czemu stawki

maleją. Tymczasem duże i nieprzewidywane straty, spowodowane klęskami takimi jak terroryzm, niewłaściwe praktyki medyczne oraz odpowiedzialność cywilna władz spółek handlowych, mogą pochłonąć kapitał. Ponieważ cała idea reasekuracji polega na ochronie przed większymi katastrofami, „roszczenia" mogą być dość wysokie. Istnieje również obawa, iż zmiany klimatyczne powodują więcej kataklizmów natury. Przemysł reasekuracyjny jest bardzo nieuregulowany. Agencje ratingowe działają jako arbiter finansowej kondycji firm reasekuracyjnych. Relacje oparte na umowach działają na zasadzie wzajemnego wsparcia, mogą jednak zostać uwikłane w kłótnie dotyczące płatności. Największe światowe firmy zajmujące się reasekuracją są firmami europejskimi. Munich Re oraz Swiss Re były największymi firmami w 2008 roku.

Redukcja kursu akcji konglomeratu • **Conglomerate Discount** • Redukcja kursu stosowana przez giełdę w odniesieniu do wartości aktywów netto akcji *konglomeratu* w wyniku obaw inwestorów co do zasadniczej wartości przedsiębiorstwa. Redukcja sugeruje, że konglomeraty powinny zostać podzielone, a ich wartość „uwolniona" w ten sposób. Wątpliwości co do skuteczności konglomeratu mogą dotyczyć trudności w monitorowaniu złożonego charakteru wielobranżowej działalności, pytań o umiejętności kierownictwa najwyższego szczebla w zakresie nadzorowania bardzo zróżnicowanej działalności, a nawet podejrzeń co do przejrzystości w prowadzeniu rachunkowości. Biorąc pod uwagę korzyści wynikające z wyspecjalizowania oraz możliwości różnicowania swoich portfeli przez akcjonariuszy, konglomeraty wydają się nie mieć sensu. Choć zdarzają się wyjątki (np. General Electric w Ameryce należy do największych i najbardziej szanowanych firm na świecie), to jednak są one dość rzadkie. Patrz również *analiza sumy części składowych*.

Sterylne

Czas zakwestionować zasadność integracji… Dlaczego przemysł naftowy jest jedną z niewielu już branż, które nadal forsują nieco jałową strukturę konglomeratu, której zasadniczo nie kwestionują inwestorzy instytucjonalni?… Uważamy, że BP traci z powodu bardzo znaczącej **redukcji kursu** w stosunku do wartości części składowych, a redukcję tę można by znacznie ograniczyć, dokonując rozdziału produkcji nisko i wysoko przetworzonych produktów.

Analityk cytowany w „Financial Times", 16 marca 2006, s. 30

Regulacja sektora finansowego • **Regulation, Financial Sector** • Nawet w gospodarkach działających według mechanizmów wolnego rynku zwykle istnieje interwencja państwowa pod postacią ustawodawstwa oraz nadzoru sektora finansowego. Dzieje się tak z różnych powodów. Aby polityka gospodarcza sprzyjała wolnemu rynkowi, muszą istnieć solidne, sprawne i szeroko dostępne instytucje finansowe oraz rynki kapitałowe. W ramach ochrony konsumentów interesy inwestorów muszą być zabezpieczone, a w szczególności kiedy dotyczy to drobnych, często niedoświadczonych oraz naiwnych inwestorów. Ponieważ wchodzą tu w grę pieniądze, istnieje również nieodstępne ryzyko działalności przestępczej, takiej jak oszustwo i wyłudzanie. W przypadku instytucji przyjmujących depozyty podaż pieniądza jest postrzegana jako „dobro publiczne", którego solidność musi być zabezpieczona przez państwo. Ponieważ zewnętrzne, negatywne efekty niepowodzenia są dalekosiężne, wchodzi tu w grę szerszy interes publiczny jako ważniejszy niż interesy prywatne (w odróżnieniu od sektorów przemysłowych, gdzie niepowodzenia są normalnym, a nawet zdrowym zjawiskiem). Na koniec trzeba również dodać, że decydująca rola zaufania oraz wiary w sprawną działalność sektora finansowego powoduje, iż sam sektor czerpie korzyści z zabezpieczenia, które może zapewnić wyłącznie państwo. Rola ta jest szczególnie konieczna w czasach *kryzysu finansowego*, kiedy to jedynie instytucje państwowe, jako *pożyczkodawca ostatniej szansy*, mają możliwości stworzenia płynności. Wszystkie te czynniki dają wiele powodów do zawieszenia, inaczej zdrowego, leseferyzmu w podejściu do funkcjonowania rynków konkurencyjnych. Zazwyczaj to banki komercyjne były najbardziej regulowane, ponieważ ponosiły odpowiedzialność wobec społeczeństwa za depozyty. Jednakże pod wpływem ogólnego trendu przypisującego większą rolę rynkom kapitałowym ulega to zmianom. Działalność poza obszarem pośrednictwa finansowego podlega coraz ostrzejszym regulacjom, w szczególności kiedy stosuje się sieci bezpieczeństwa publicznego, aby zrównoważyć rynki (patrz *kupiec ostatniej szansy*). Kolejnym trendem jest „regulacja pośrednia". Przykładowo, kiedy banki podlegające regulacjom prawnym nadzorują i kontrolują swoją ekspozycję w funduszach hedgingowych, tworzy to mechanizm kontrolny tych funduszy. Powstają dodatkowe koszty wynikające z regulacji prawnej, które określa się jako „obciążenie regulacyjne". Takie bieżące koszty sprawiają, że wydatki rządowe wzrastają, co w końcu doprowadza do większego poziomu obciążenia podatkowego w stosunku do podatników. Istnieje również ukryty koszt moralnego ryzyka ułatwiania dysfunkcyjnego zachowania (zamiast takiego porządku, w którym „użytkownik płaci"). Wreszcie za każdym razem, kiedy regulacje uzurpują sobie to, co wolny rynek mógłby dokonać samodzielnie, cierpi na tym sprawność sektora finansowego. Idealna regulacja polega na subtelnej interwencji (tzn. maksymalnie korzystać z naturalnej dyscypliny rynkowej) oraz

oparta jest na ryzyku (skupiona na zapobieganiu problemom, a nie na administracji i biurokracji). Patrz również *Komisja Papierów Wartościowych i Giełd*, *centralna bankowość* (*Kompendium terminów bankowych po polsku i angielsku*), *Komisja Nadzoru Finansowego* oraz *Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie rynków instrumentów finansowych*.



Zadanie niewykonalne

Ludzi nie da się łatwo **uregulować**. Gdybym został mianowany nowym ustawodawcą i miałbym do dyspozycji 100 najmądrzejszych ludzi, jakich można sobie wyobrazić, i codziennie otrzymywałbym dane wszystkich największych instytucji o ich transkacjach pochodnych, akcyjnych i na rynku walutowym, to i tak nie byłbym w stanie ocenić ich działalności. Regulacja jest niezwykle trudna, jeśli ma się setki uczestników… [Mimo iż] regulacja jest ważnym elementem systemu, bardzo trudno jest osiągnąć jej skuteczność.

Warren Buffett o immanentnych trudnościach regulacji finansowej, cytat z *What Warren Thinks*, „Fortune", 28 kwietnia 2008, s. 27

Reguła 144A (USA) • **Regulation 144A** (USA) • Przepis dotyczący papierów wartościowych pozwalający na zrzeczenie się standardowych wymogów dotyczących ujawniania informacji, jeśli własność akcji ograniczona jest do instytucji i zamożnych osób fizycznych, ponieważ te podmioty z założenia mają dostateczną wiedzę, by zadbać o swoje interesy. Reguła ta pomaga w emisjach *niepublicznych* oraz deregulacji zagranicznych papierów wartościowych w USA. Ceną, jaką ponosi się za takie udogodnienie, jest dyskonto za każde postrzegane dodatkowe ryzyko z powodu niepełnego przestrzegania przepisów.

Reinwestować zysk w przedsiębiorstwo (slang) • **Plough Back Profits** (slang) • Przeznaczyć wypracowane *zyski* na reinwestycję w przedsiębiorstwo (w odróżnieniu od przeznaczenia ich na *dywidendy*) – co skutkuje zwiększeniem na koncie zysku zatrzymanego.

Rekomendacja: niedoważaj • **Underweight** • Stopień, do którego inwestor może zdecydować, czy zmniejszyć udział danych papierów w portfelu, czy pozostawić bez zmian, w szczególności w przypadku funduszu indeksowego, gdzie wag należy ściśle przestrzegać. Termin używany jest także jako eufemizm przez analityków rynku giełdowego, oznaczający negatywną opinię. Analityk dyplomata powiedziałby więc: „Uwzględniając nasze obawy dotyczące tych akcji, zalecamy niedoważenie" (tzn. nic się nie dzieje, ale jeśli masz akcje, sprzedaj je).

Rekomendacje giełdowe • **Market Weight Ratings** • Uproszczone rekomendacje giełdowe oparte na przekonaniu, że indywidualne portfele zazwyczaj powinny podążać za indeksem giełdowym. Zatem proporcje lub „waga" akcji w portfelu powinny być porównywalne z ich kapitalizacją rynkową. Każda różnica jest oznaką, że trzeba zacząć sprzedawać lub kupować. Takie rekomendacje są jedynie sugestią lub sygnalizacją w przeciwieństwie do jednoznacznych zaleceń. W ten sposób unika się odpowiedzialności.

Rekomendacje	
Kwalifikacja	**Sugestia**
Niedoważaj	„Sprzedawaj"
Waga rynkowa	„Trzymaj"
Przeważaj	„Kupuj"

Relacje inwestorskie • **Shareholder Relations** • **Investor Relations** • Świadome starania spółek publicznych w zakresie utrzymywania kontaktów

z akcjonariuszami i sondowania ich opinii. Na poziomie podstawowym relacje z akcjonariuszami obejmują szereg czynności administracyjnych (jak prowadzenie rejestru akcjonariuszy, podział *dywidend*, doręczanie *raportów rocznych* itp.), za które zazwyczaj odpowiedzialny jest dział ds. relacji z akcjonariuszami. W przypadku *inwestorów instytucjonalnych* i posiadaczy dużych pakietów akcji *zarząd* zwraca szczególną uwagę na opinie tych wpływowych i zwykle chętnie wyrażających swe zdanie akcjonariuszy. Bardziej aktywne relacje z akcjonariuszami spotyka się w spółkach o dużym rozproszeniu akcji, których akcjonariusze – jeżeli są niezadowoleni – mogą po prostu sprzedać posiadane akcje. Lojalność akcjonariuszy może również zostać poddana próbie w razie oferty *wrogiego przejęcia.* Z tego względu wiele spółek poświęca swoim akcjonariuszom specjalną uwagę i środki, co czasem ma jednak wydźwięk jedynie powierzchownych starań w zakresie public relations. Relacje z akcjonariuszami mogą pochłonąć znaczną część środków zarządu. Najbardziej efektywnym sposobem wykorzystania czasu menedżerów jest poświęcanie uwagi wybranym, kluczowym inwestorom (zwłaszcza tym z poniższej kategorii „wewnętrzny").

Kategorie inwestorów*		
Rodzaj inwestora	**Rola****	**Sposób inwestowania**
„Wewnętrzny"	20%	• Rygorystyczna analiza należytej staranności w poszukiwaniu długoterminowej wartości
„Mechaniczny"	32%	• Fundusze indeksowe w oparciu o standardowe kryteria doboru
„Traderzy"	35%	• Krótkoterminowe pozycje oparte na ruchach rynkowych

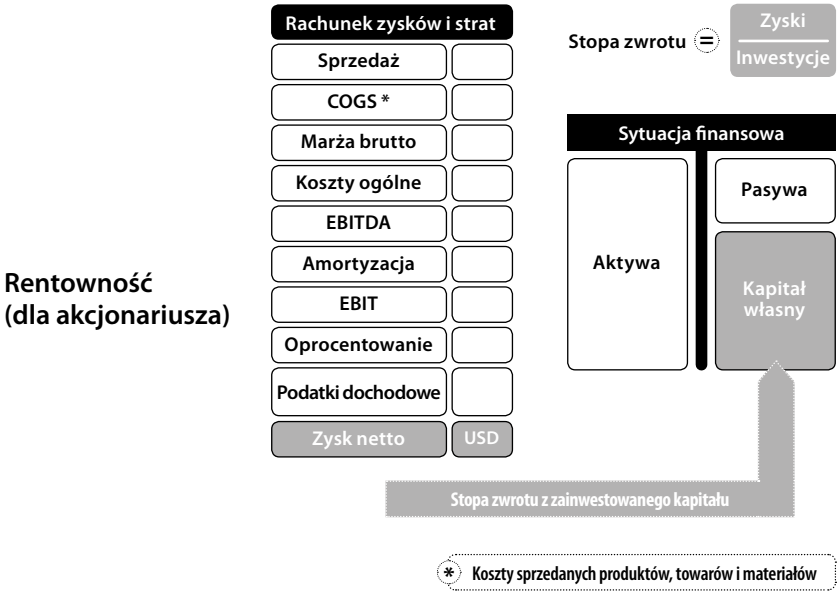
* Na podstawie artykułu *Communicating with the right investors* w „McKinsey Quarterly", 2008, Nr 2
** Szacunkowy udział amerykańskich rynków kapitałowych w portfelach

Tym, co na akcjonariuszach wywiera najlepsze wrażenie, jest powiększanie *wartości dla akcjonariuszy*, respektowanie ich *praw* i dbanie o dobrą reputację spółki.

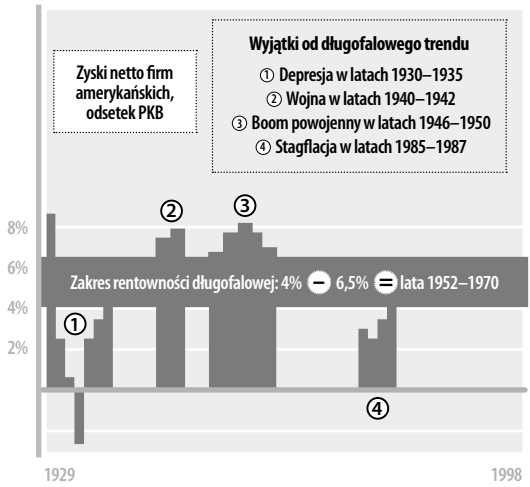
Renta (starofrancuskie) • **Rente** (Old French) • *Obligacje wieczyste* (dla których wypłacane są tylko odsetki) emitowane przez rząd. W latach 1850–1914 Giełda Paryska była centrum światowego rynku. Paryż był centrum ówczesnego rynku światowego. Początki francuskich rent sięgają restytucji przez rząd majątku skonfiskowanego podczas rewolucji francuskiej. Do 1900 roku zadłużenie Francji z tytułu rent 6-krotnie przekraczało wartość rocznego budżetu kraju (źródło: Michel Fleuriet *The Art of Finance*, s. 180). Dla porównania, w 2009 roku dług publiczny USA wynosił ok. 100% PKB tego kraju, lub

inaczej – 4-krotność jego budżetu. Licząc również renty niemieckie i rosyjskie, łączna wartość rent notowanych na Giełdzie Paryskiej wynosiła 70 miliardów złotych franków. W czasie chaosu I wojny światowej (w okresie od 1907 do 1928 roku frank stracił prawie 90% wartości) i w wyniku nieuznania zadłużenia caratu przez bolszewików rynek rent uległ załamaniu. Osoby zamożne (rentierzy) żyjące z dochodu z odsetek z bogaczy nagle stały się biedakami, co było powodem tradycyjnej awersji Francuzów do rynków finansowych. Patrz również *pierwszorzędne papiery wartościowe*.

Rentowność • Profitability • Księgowa miara określająca możliwości danej działalności w zakresie wypracowywania *zysków*. Rentowność długofalowa, którą najlepiej jest mierzyć w odniesieniu do zainwestowanego kapitału (patrz *rentowność kapitału własnego*), jest najpowszechniej stosowaną miarą efektywności *zarządzania* i wydajności ekonomicznej przedsiębiorstwa. Stanowi ona również główną siłę napędową na konkurencyjnym wolnym rynku. Działalności nierentownej nie opłaca się przedłużać; działalność o wystarczającej rentowności warto kontynuować; natomiast działalność o wysokiej rentowności warto jest rozszerzyć. Patrz również *stopa zwrotu*.



Rentowność



Źródło: „Fortune", 22 listopada 1999

Rentowność aktywów • **Return on Assets/Investment** • **RoA** • Popularny wskaźnik finansowy, który porównuje różne wersje wyników działalności operacyjnej do kwot zainwestowanych w celu wygenerowania tego wyniku. Wskaźnik procentowy stanowi liczbę, którą można porównać do *zwrotu z inwestycji* i jest ważną miarą wyników przedsiębiorstwa (patrz cytat poniżej). Rentowność aktywów oblicza się tradycyjnie na trzy sposoby:

Stopa dochodu z aktywów			
Rentowność aktywów	=	$\frac{\text{Dochód netto}}{\text{Średni stan aktywów *}}$	x 100%
	=	$\frac{\text{Dochód netto + Odsetki po opodatkowaniu}}{\text{Średni stan aktywów *}}$	
	=	$\frac{\text{Dochód operacyjny (EBIT)}}{\text{Średni stan aktywów *}}$	
* średnia początkowego i końcowego stanu aktywów			

Rentowność aktywów jest funkcją zwrotu/*rentowności sprzedaży* i *obrotu aktywów*. Jest istotna jedynie w porównaniu do zmian w czasie lub przedsiębiorstw o podobnym statusie. Wersja, która uwzględnia *odsetki* po opodatkowaniu w celu uzyskania „czystego" obrazu produktywności aktywów bez odniesienia do *dźwigni*, jest prawdopodobnie najbardziej przydatna. Niezależnie od zastosowanej wersji, najważniejsza jest spójność. Patrz również *rentowność kapitału*.

Zasada gry

Żadna inna zasada finansowa, jaką znam, nie jest bardziej użyteczna niż **stopa zwrotu** jako obiektywna pomoc w ocenie działalności… Można powiedzieć, że jest to zasada gry. Są inne mierniki wyników działalności, np. zysk ze sprzedaży lub penetracja rynku, ale nie dorównują one stopie zwrotu.

Alfred P. Sloan, Jr *My Years At General Motors*, 1963

Rentowność kapitału • **Return on Equity** • **ROE** • Popularny wskaźnik finansowy, który porównuje *zysk* netto przysługujący akcjonariuszom z kwotą *kapitału*, jaką zainwestowali. Uzyskany w ten sposób wskaźnik procentowy to kwota porównywalna ze *zwrotem* z inwestycji.

Jak się powodzi akcjonariuszom?

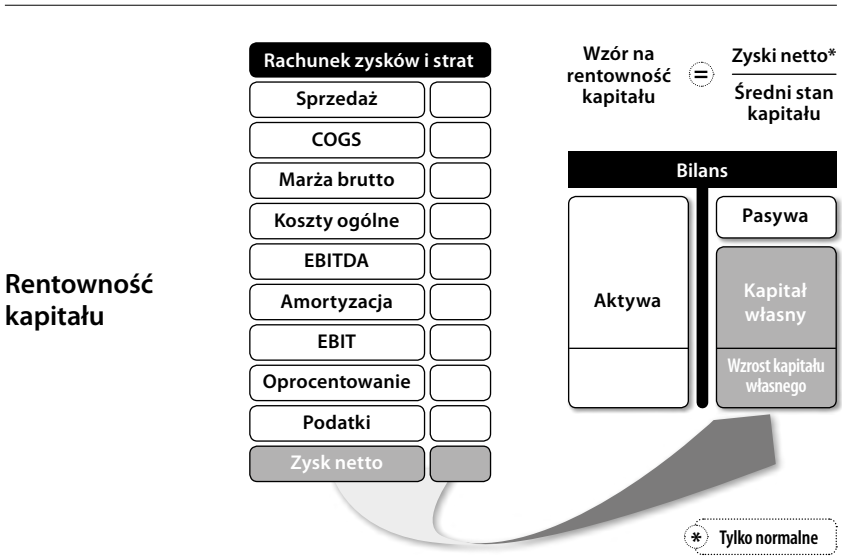
ROE	=	$\frac{\text{Zysk netto}}{\text{Średni stan kapitału *}}$

* średnia początkowego i końcowego stanu kapitału

Poziom rentowności kapitału, który jest jednym z najlepszych kryteriów *oceny wyników* finansowych, wynikać może z szeregu czynników:

- umiejętności *kierownictwa*,
- konkurencji,
- strategii,
- cyklu gospodarczego,
- *dźwigni*.

Na rynku konkurencyjnym rentowność kapitału ma tendencję do podlegania siłom uśredniającym, czyli regresji do średniej. Przedsiębiorstwom jest w związku z tym trudno utrzymać wyjątkowo korzystny poziom rentowności kapitału. Gdy rentowność kapitału jest niska, przedsiębiorstwo upadnie, zostanie przejęte albo zostanie *uzdrowione*. Gdy jest wysoka, przedsiębiorstwo będzie się rozwijać i w naturalny sposób doświadczać malejących zwrotów wraz z nasycaniem się rynku.





Reprezentant zatwierdzony przez FSA (Wielka Brytania) • **"Approved Person" Status, FSA** (UK) • Osoba zatwierdzona przez URRF (Urząd Regulacji Rynków Finansowych – Financial Services Authority), „cerbera" sprawującego najwyższą kontrolę nad instytucjami finansowymi w Wielkiej Brytanii, do wykonywania jednej lub kilku tzw. kontrolnych funkcji w instytucji finansowej. Kontrolne funkcje to odpowiednio zdefiniowane działania, np. funkcja dyrektora generalnego, *dyrektora finansowego*, dyrektora ds. zarządzania ryzykiem itp., uznane za kluczowe dla prowadzenia przez jednostkę finansową działalności. Osoba zatwierdzona musi spełniać określone standardy uczciwości, prawości, reputacji, fachowości i rzetelności

finansowej odpowiednio do pełnionej funkcji i zgodnie z profilem instytucji, w której jest zatrudniona. Poprzez zastosowanie zasady zatwierdzonego reprezentanta regulatorzy mogą interweniować w zakresie wewnętrznych spraw instytucji finansowych. W przypadku brytyjskiego URRF taka prerogatywa podnosi znaczenie instytucji zlokalizowanych w londyńskim City jako światowego centrum finansowego.

Restrukturyzacja przedsiębiorstwa • **Corporate Restructuring** • Proces polegający na zasadniczej zmianie strategii, *bazy majątkowej* lub struktury kosztów przedsiębiorstwa w celu poprawy *wyników finansowych* lub wzmocnienia konkurencyjności. Głównym celem restrukturyzacji jest zwiększenie *wartości dla akcjonariuszy*. Restrukturyzacja może polegać zarówno na okrojeniu, jak i poszerzeniu zakresu działania, jednak zwykle kojarzy się ją z ograniczeniem działalności przedsiębiorstwa, które stało się zbyt duże, aby nim efektywnie zarządzać. Zazwyczaj proces ten obejmuje:

- redukcję kosztów ogólnych przedsiębiorstwa poprzez wykorzystanie technologii informatycznych lub reorganizację procesów zachodzących w przedsiębiorstwie,
- zbycie (w formie wydzielenia jednostek organizacyjnych lub ich części) aktywów lub jednostek zależnych niezwiązanych z działalnością podstawową,
- decentralizację struktury organizacyjnej w celu przekształcenia zbiurokratyzowanych wewnętrznych jednostek w przedsiębiorcze rynki wewnętrzne,
- wycofanie się z rynków i produktów o niskiej rentowności lub wysokim ryzyku,
- decentralizację zarządzania, podnoszącą odpowiedzialność i motywację zarządu,
- zamknięcie działalności przynoszącej straty,
- oszczędność kosztów i wymuszanie wydajności przez zwolnienia pracowników,
- zmniejszenie docelowego poziomu wzrostu udziału w rynku.

Restrukturyzacja to w istocie „strategiczny odwrót". Choć rzadko się to przyznaje, jest ona pośrednim skutkiem tego, że przedsiębiorstwo dało się zaskoczyć konkurencyjnym siłom rynkowym. Przedsiębiorstwa rzeczywiście dobrze zarządzane (według kryteriów *rentowności kapitału własnego* i *jakości zysku*) wolą zazwyczaj podtrzymywać swoją żywotność w drodze stopniowego, ale konsekwentnego wprowadzania ulepszeń, z zachowaniem wzmożonej czujności na czynniki niosące zmiany, takie jak technologia, globalizacja lub przegrupowania rynkowe. Restrukturyzacja jest niemal zawsze procesem tak bolesnym i kosztownym, że jej podjęcie musi być wymuszone siłami z zewnątrz. Źródłem

nacisku w kierunku zmian są w tym względzie *rynki kapitałowe*. Zmiany zainicjować może również zarząd, w myśl zasady, że „najlepszą obroną jest atak". Powodem może być obawa przed *przejęciem* lub dążenie do zapewnienia *wartości dla akcjonariuszy* (zwłaszcza jeżeli zależy od tego wynagrodzenie zarządu). W przypadkach trudności finansowych często konieczna może być również restrukturyzacja zadłużenia.

Roczna stopa procentowa • **APR** • **Annual Percentage Rate** • **Equivalent Annual Interest Rate** • *Stopa procentowa* wyrażona jako odsetek niespłaconego kredytu w ciągu 365 dni roku kalendarzowego lub – w przypadku kredytów opartych na stawce LIBOR – 360 dni. APR jest wyliczana z uwzględnieniem procentu składanego dla odsetek płaconych częściej niż rocznie.

APR		
Wzór	=	$(1 + i)^n - 1 \times 100$
i = stopa procentowa n = liczba okresów rocznie		

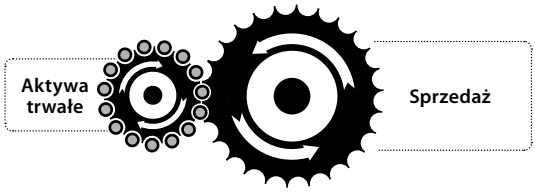
Roczniak (slang brytyjski) • **Yearling** (UK slang) • Obligacja, której termin wykupu upływa w ciągu jednego roku. Obligacje mogą być emitowane przez samorządy lokalne w Wielkiej Brytanii. Nazwa pochodzi od określenia bydła, którego wiek nie przekracza jednego roku.

Rotacja aktywów trwałych • **Fixed Asset Turnover** • *Wskaźnik finansowy*, który mierzy zależność pomiędzy sprzedażą a aktywami trwałymi, w szczególności aktywami wykorzystywanymi w produkcji, gdyż stanowią one podstawę sprzedaży. Im wyższy wskaźnik, tym większa może być sprzedaż osiągnięta dzięki inwestycjom w zdolności produkcyjne. Wartość wskaźników rotacji zależy od czynników technologicznych (np. kapitałochłonność produkcji, wykorzystanie zdolności produkcyjnych) i ekonomicznych (cena na jednostkę produktu) i różni się w zależności od sektora przemysłu. Średnia wartość dla firm produkcyjnych zawiera się w przedziale 1,5–2,5. Im wyższy wskaźnik, tym lepiej, gdyż świadczy o bardziej efektywnym wykorzystywaniu aktywów trwałych przez firmę. Wskaźnik ten jest zazwyczaj wykorzystywany w analizie trendu i analizie porównawczej spółek.

Wskaźnik rotacji aktywów trwałych

Wzór (=) $\frac{\text{Przychody}}{\text{Średnia wartość aktywów trwałych}}$

Znaczenie: zdolność aktywów do generowania sprzedaży



Uwaga: można również obliczyć wskaźnik dla aktywów ogółem

Rozcieńczenie • **Dilution** • Wpływ, jaki emisja nowych akcji ma na dotychczasowych akcjonariuszy spółki w efekcie rozłożenia całkowitej wartości kapitału na większą liczbę akcjonariuszy. W jej wyniku wartość każdej akcji maleje. Rozcieńczenie wartości kapitału występuje wówczas, gdy akcje emitowane są po cenie niższej niż wartość księgowa netto:

Obliczenie rozcieńczenia		
Wzór	**Przykład**	**Wartość przypadająca na 1 akcję**
$\frac{\text{Wartość kapitału (wartość księgowa netto)}}{\text{Liczba wyemitowanych akcji}}$	$\frac{120\,000}{12\,000}$	10 USD (wartość księgowa netto na 1 akcję)
$\frac{\text{Wartość kapitału + Wpływy z emisji (gdy cena emisyjna = 8 USD za 1 akcję)}}{\text{Liczba akcji z poprzednich emisji + Liczba akcji nowo wyemitowanych}}$	$\frac{120\,000 + 8000}{12\,000 + 1000}$	9,85 USD na 1 akcję (wartość księgowa netto na 1 akcję)

Rozcieńczenie *zysku na jedną akcję* może nastąpić nawet wtedy, gdy cena emisyjna akcji jest równa lub wyższa od wartości księgowej netto – ponieważ wpływy z nowej emisji zwykle nie są w stanie wygenerować wyższych zysków. Z tych powodów przedsiębiorstwa mogą niechętnie odnosić się do emisji nowych akcji, chyba że istnieje ku temu nagląca potrzeba (np. konieczność zaradzenia trudnościom finansowym lub potrzeba sfinansowania *nakładów inwestycyjnych*). Rozcieńczenie zachodzi przy każdorazowej emisji nowych akcji. Wynikać to może nie tylko bezpośrednio z emisji akcji. Rozcieńczenie spowodowane może być wykonaniem *opcji na akcje* lub konwersją *obligacji zamiennych.*

Rozdrobnienie (żargon) • **Granularity** (jargon) • Pogląd, według którego firma będzie przywiązywać większą uwagę do szczegółów niż do strategicznych wizji, kreatywności i innowacji. Zgodnie z tym poglądem rośnie znaczenie menedżerów średniego szczebla, przez lata lekceważonych. *Outsourcing* zostanie ograniczony lub całkowicie wyeliminowany. Dyrektorzy finansowi zajmą właściwe miejsce w hierarchii. Taka zmiana może po prostu oznaczać, że modne „wielkie idee" (np. inżynieria procesów, benchmarking, zarządzanie jakością, charyzmatyczne przywództwo) straciły swój blask. Nastąpi okres konsolidacji. A może rozdrobnienie jest tylko kolejnym kaprysem, który pewnego dnia przeminie.

Bóg tkwi w szczegółach

Duża sprawa dla menedżera w 2006 roku stanie się małą sprawą. Lub raczej mnóstwem małych spraw. Błyskotliwa idea, która ukształtuje myślenie na temat zarządzania i biznesu, to będzie szczegół, czyli rozbicie wielkich spraw na małe części. Firmy odpowiedzą na sygnały z rynku na dwa sposoby: skupiając się na wydajności i wykorzystując lokalne rynki. Jednakże w tym nowym świecie menedżerowie nie będą rozmawiać o szczegółach. Słowo, którym będą się posługiwać z nonszalancją, to **rozdrobnienie**.

The Next Little Thing w *The World in 2006*, „The Economist", s. 122

Rozwijać biznes (żargon) • **Grow the Business** (vernacular) • Świadomy i stały wysiłek w celu zwiększenia zysków i/lub wskaźnika wzrostu zysku. Może to zostać osiągnięte dzięki wzrostowi sprzedaży, co w konsekwencji będzie wymagało wzrostu zdolności produkcyjnych, a więc zwiększy również potrzeby finansowe. Rozwijanie biznesu oznacza, że firma rośnie, ale rośnie też ryzyko. Jest to przeciwieństwo do pozostawania w niszy rynkowej lub poszukiwania wzrostu wydajności po stronie kosztów. Większość firm instynktownie poszukuje możliwości wzrostu. Rozwijanie biznesu to nazwa, która to podkreśla.

Równanie Du Ponta • **Du Pont Formula** • Obliczenie finansowe wyszczególniające różne źródła *rentowności kapitału własnego* przedsiębiorstwa (ROE). Nazwa pochodzi od amerykańskiej firmy Du Pont, która jako pierwsza opracowała omawiane równanie w latach 20. XX wieku w celu zarządzania swoją zdywersyfikowaną działalnością:

Równanie Du Ponta				
Funkcja	**=**	**x**	**x**	**x**
Opis	**Rentowność kapitału własnego**	**Marża sprzedaży**	**Szybkość obrotu aktywów**	**Dźwignia**
Wzór	$\frac{\text{Zysk netto}}{\text{Kapitał własny}}$	$\frac{\text{Zysk netto}}{\text{Przychody ze sprzedaży}}$	$\frac{\text{Przychody ze sprzedaży}}{\text{Aktywa}}$	$\frac{\text{Aktywa}}{\text{Kapitał własny}}$
Interpretacja	Zwrot dla akcjonariuszy	Sukces marketingowy	Wydajność produkcji	Dźwignia finansowa

Rozszerzoną wersję równania można zastosować do identyfikacji różnych składników marży sprzedaży:

=	X	X	X
Marża sprzedaży	**Obciążenie podatkowe**	**Obciążenie odsetkowe**	**Marża operacyjna**
$\frac{\textit{Zysk netto}}{\text{Sprzedaż}}$	$\frac{\text{Dochód netto}}{\text{EBT}}$	$\frac{\textit{EBT}}{\text{EBIT}}$	$\frac{\textit{EBT}}{\text{Sprzedaż}}$
„Sukces marketingowy"	„Podatek"	„Odsetki"	„Wynik z działalności"
EBT = „Zysk przed opodatkowaniem" EBIT = „Zysk przed odsetkami i opodatkowaniem" = dochód operacyjny			

Równanie Du Ponta, będące przykładem *analizy zintegrowanej*, jest przydatne przy identyfikowaniu źródeł i trendów generowania zysku przez przedsiębiorstwo. Pokazuje również sposoby wynagradzania akcjonariuszy przy użyciu różnych, często wzajemnie ograniczających się taktyk.

Równanie Fishera • **Fisher Equation** • Matematyczna zależność pomiędzy nominalną (lub rynkową) a realną stopą procentową. Po raz pierwszy opracowana przez amerykańskiego ekonomistę Irvinga Fishera.

Równanie Fishera				
m = pieniądz (stopa nominalna)		**r = stopa realna**		**i = inflacja**
$(1 + \%_m)$	=	$(1 + \%_r)$	x	$(1 + \%_i)$

Ruch dezinwestycyjny (akcjonariuszy) • **Disinvestment (Shareholders') Movement** • Wywieranie presji przez grupy interesu publicznego kupujące minimalną liczbę akcji, uprawniającą do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu (WZA). Celem tego działania jest odsunięcie „czarnych charakterów" (np. zanieczyszczających środowisko, handlarzy bronią, podejrzanych reżimów)

z nadzieją na zmianę postępowania w spółce lub zgłoszenia swojego sprzeciwu. Ruch rozwinął się podczas bojkotu apartheidowej Republiki Południowej Afryki w latach 70. XX wieku Dzisiaj to mogą być państwa z tzw. osi zła, np. sponsorujący terrorystów Iran (w roku 2006 spółki naftowe ENI, Gazprom, Royal Dutch Shell, StatoilHydro oraz Total posiadały inwestycje w Iranie warte 4,1 miliarda dolarów; według danych „Forbes", 19 maja 2008, s. 35). To, czy taki lobbing na rynku finansowym faktycznie pozwala coś osiągnąć, czy też jest to tylko sposób wyrażenia oburzenia, pozostaje kwestią do (zdrowej) debaty.

Ruch na rzecz „Decyduj o płacy" • **Say on Pay Movement** • Ruch obrony praw akcjonariuszy, który opowiada się za bezpośrednim zatwierdzaniem przez akcjonariuszy wynagrodzeń kadry kierowniczej. Tradycyjnie ta rola nadzorcza była delegowana na radę dyrektorów (lub w UE na radę nadzorczą), często poprzez wydzielony komitet, ponieważ jest to zbyt szczegółowa i osobista sprawa, żeby dyskutować nad nią na forum publicznym. Jednak zwłaszcza po *kryzysie kredytowym lat 2007–2009* i towarzyszącym mu ostrym sprzeciwie wobec szeroko znanych przykładów wygórowanych płac dla grubych ryb ruch ten zyskał popularność.

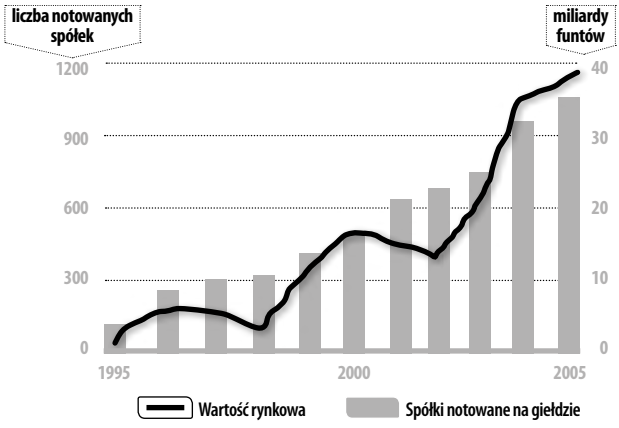
Runda inwestycyjna (żargon) • **Funding Round** • **Investment Round** (vernacular) • Standardowy opis poszczególnych kroków koniecznych do zgromadzenia nowego kapitału dla przedsiębiorstwa. Rundy inwestycyjne z reguły są bardzo skomplikowane i angażują cały zespół uczestników – prawników, księgowych, bankowców itd. – oraz wymagają obszernej dokumentacji. Dla uproszczenia poniżej podane są najważniejsze etapy standardowej rundy inwestycyjnej na rzecz kapitału zakładowego:

Najważniejsze etapy rundy inwestycyjnej	
Krok	**Opis**
Autoryzacja	◆ Przedsiębiorstwo oficjalnie decyduje się na uzyskanie kapitału zakładowego
Prospekt emisyjny	◆ Ujawnianie informacji finansowych oraz prospekt emisyjny dla inwestorów
Rejestracja papierów wartościowych	◆ Zgoda prawna oraz rejestracja (rozpoczęcie oferty publicznej)
Gwarancja emisji	◆ Cena oraz liczba ustalone; dystrybucja papierów wartościowych
Wpływy pieniężne	◆ Otrzymane wpływy pieniężne po odliczeniu kosztów emisji
Alokacja	◆ Inwestycja wpływów z emisji na założone cele

Rundy inwestycyjne są różne w zależności od transakcji i rodzaju instrumentu finansowego. Może być tyle różnych rodzajów rund inwestycyjnych, ile jest rodzajów kapitału, np. „rundy kapitału początkowego" (zbieranie funduszu na start), „rundy kapitału wysokiego ryzyka (venture capital)" (zbieranie kapitału finansującego rozwój) lub „rundy pierwotnej oferty publicznej" (rozpoczęcie oferty publicznej).

Rynek alternatywny • **Giełda AIM** (Wielka Brytania) • **Alternative Investment Market** (UK) • **AIM** • *Rynek giełdowy* w Londynie założony przez Londyńską Giełdę Papierów Wartościowych (LSE), aby umożliwić obrót akcjami *spółek o małej kapitalizacji*. Z reguły są to rozwijające się firmy lub spółki prywatne, które wchodzą na giełdę po raz pierwszy. Przez giełdę AIM przewinęło się ponad 1000 spółek (w 2006 roku), z których większość ma *kapitalizację rynkową* poniżej 50 milionów dolarów. Rynek AIM okazał się sukcesem, osiągając cel, jakim było skierowanie kapitału ryzyka do tych sektorów w gospodarce, które w przeciwnym razie mogłyby być wyłączone z rynków kapitałowych ze względu na ich wielkość. Jest to możliwe dzięki obniżeniu wielu wymogów regulacyjnych w stosunku do rynku głównego LSE. Zamiast tego istnieje funkcja „nominowanego doradcy", niezależnego eksperta finansowego (np. bank, księgowy, prawnik), który za określoną stawkę nadzoruje i legitymizuje działalność spółki wobec inwestorów. Mimo iż rezultaty giełdy AIM są godne podziwu, nie likwiduje to problemu ryzyka inwestorów na rynkach z niskimi wymogami regulacyjnymi. Dlatego AIM z reguły przyciąga kapitał prywatny od osób bardzo zamożnych, o wysokich dochodach w przeciwieństwie do *inwestorów instytucjonalnych* z obowiązkami powierniczymi.

Rynek alternatywny, Giełda AIM



Źródło: London Stock Exchange, „The Economist", 9 kwietnia 2005

Rynek niepewnych papierów • **Distressed Securities Market** • Rynek akcji, obligacji i roszczeń finansowych emitentów o wątpliwej wypłacalności. W USA, gdzie rynki niepewnych papierów działają najaktywniej, spółki często są w trakcie postępowania upadłościowego zgodnie z Ustawą o ochronie przed bankructwem (tzw. rozdział 11). Jednak ponieważ potencjalnie jest możliwe, że *reorganizacja* lub restrukturyzacja zadłużenia powiodą się, istnieje szansa na przetrwanie spółki, zwłaszcza jeśli posiada ona *rzeczowe aktywa trwałe*. *Fundusze hedgingowe* i inwestorzy spekulacyjni („grzebiący w śmieciach") starają się znaleźć okazje, kiedy wysokie ryzyko może przynieść wysoki dochód, i skupują walory z dużym dyskontem w stosunku do potencjalnej wartości rynkowej lub wartości nominalnej. Wartość rynku amerykańskiego, będącego największym tego typu rynkiem, szacowano w 2002 roku na 600 miliardów dolarów („Fortune", 4 marca 2002, s. 84). W dużej mierze składa się on z obligacji niespłaconych po boomie kredytowym w latach 90. Patrz również *sum*.

Załamanie koniunktury

W czasach rozkwitu gospodarczego nie ma wiele do roboty. Spółki w tarapatach zasługują na swój los.

Charakter rynku niepewnych papierów,
cytat z „Fortune", 4 marca 2002, s. 84

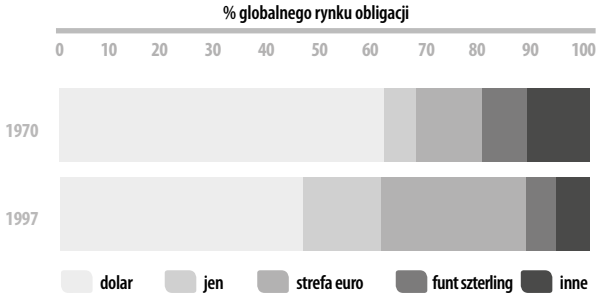
Rynek obligacji (globalny) • **Bond Market (Global)** • Ta część międzynarodowego *rynku kapitałowego*, gdzie obraca się *obligacjami*. To wielki rynek. Pod względem emitentów – rządy, korporacje, banki, *emitenci obligacji wysokodochodowych*, emitenci obligacji komunalnych i agencje – ma najwyższą wartość. Również wartość nominalna tego rynku jest większa niż ogólna wartość rynkowa wszystkich *rynków kapitałowych*.

Pokaz siły

Jeśli kiedykolwiek przejdę reinkarnację, to chciałbym wrócić jako **rynek obligacji**. Wtedy będę mógł wszystkich zastraszać.

James Carville, amerykański ekspert polityczny i pisarz

Rynek obligacji: waluta



Źródło: Salomon Smith Barney, „The Economist", 11 listopada1999

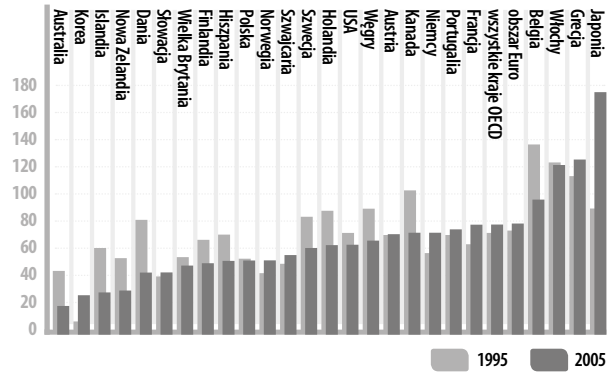
Rynek obligacji skarbowych • **Government Bond Market** • Rynki obligacji skarbowych, niezależnie od tego, czy są to krótkoterminowe bony skarbowe, czy też długoterminowe *obligacje skarbowe*, są jednymi z największych rynków na świecie. Rządy zapożyczają się, aby sfinansować deficyt (patrz *finanse państwowe*). Nawet jeśli występuje nadwyżka, rząd może wyemitować instrumenty dłużne, aby ułatwić działalność krajowego rynku finansowego. Większość krajów wyemitowała obligacje o wartości od 40% do 70% PKB. W latach 1990–1996 obserowano tendencję wzrostową. Następnie odsetek ten zaczął spadać w wielu z 28 krajów podanych w tabeli poniżej (aczkolwiek są pewne wyjątki). Ponieważ rządy nie mogą zbankrutować, zadłużenie skarbu państwa uważane jest za wolne od ryzyka i tworzy istotny punkt odniesienia dla reszty rynku kapitałowego – patrz *model wyceny aktywów kapitałowych (model równowagi rynku kapitałowego) a rachunkowość*. Niemożność bankructwa wynika z możliwości dodrukowania dodatkowej sumy pieniędzy. Oznacza to, że duże zadłużenie skarbu państwa może potencjalnie spowodować inflację, jeżeli wywierany jest nacisk na bank centralny, aby wykupił dług państwowy, drukując więcej pieniędzy. Ponieważ większość banków centralnych jest jednak niezależna, są one w stanie przeciwstawić się takiemu naciskowi, aczkolwiek jedynie poprzez politykę wzrostu stopy procentowej. Efekt wypychania powstaje, kiedy rządy konkurują z sektorem prywatnym o trudny do zdobycia kapitał.

Przypomnienie

Rynki obligacji skarbowych powinny być księgowymi świata finansowego: spokojne, solidne i rozsądne. A nie siać popłoch.

„The Economist", 16 czerwca 2007, s. 3

Rynek obligacji skarbowych
Ogólne finansowe zobowiązania brutto rządu: % PKB



Źródło: OECD Factbook – 2007, „Public Finance"

Rynek OFEX (Wielka Brytania) • **OFEX** (UK) • Instytucja umożliwiająca obrót papierami wartościowymi spółek nienotowanych na giełdzie; skrót pochodzi od angielskiego wyrażenia „off exchange" – poza giełdą. Rynek ten jest nieuregulowany i ograniczony do transakcji między członkami giełdy papierów wartościowych.

Rynek papierów wartościowych o stałym dochodzie • **Fixed Income Markets** • Rynek *instrumentów finansowych* przynoszących stałą stopę dochodu. Patrz *rynek obligacji*.

Rynek pierwotny • **Primary Market** • Zamknięty rynek instrumentów finansowych, na którym transakcje początkowe zawierane są między emitentami (papierów wartościowych, obligacji, instrumentów pochodnych i papierów dłużnych) a kupującymi (gwarantami, inwestorami i pożyczkodawcami). Dealerem na rynku pierwotnym jest ograniczona liczba instytucji finansowych upoważnionych przez emitentów rządowych do gwarantowania nowych emisji. Kiedy gracze rynkowi zaczną handlować swoimi pozycjami rynkowymi, powstaje *rynek wtórny*.

Rynek wtórny • **Secondary Market** • Rynek, na którym gracze kupują i sprzedają instrumenty finansowe (np. krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe, obligacje, akcje), które były wyemitowane dla nabywców na rynku pierwotnym. Rynki wtórne cechują się kilkoma cennymi zaletami, zarówno dla emitentów, jak i inwestorów. Zapewniają stały przepływ informacji co do wartości papieru wartościwego i z kolei stanowią „pętlę informacji zwrotnej" dla kierownic-

twa. Tworzy się w ten sposób mechanizm dyscypliny rynkowej sprzyjający konkurencyjności wyników. Ponadto płynność rynku wtórnego umożliwia wycofanie się z zablokowanej w innej sytuacji pozycji inwestycyjnej, a tym samym zmniejsza ryzyko długofalowych inwestycji. Aby być źródłem płynności, rynek wtórny potrzebuje zorganizowanych wymian i transakcji, co często zapewnia *makler specjalista*. Również ze względu na fakt, że rynek wtórny jest „o jeden krok" od emitentów (w przeciwieństwie do pierwotnego, na którym inwestorzy przeprowadzili kompleksową analizę), do efektywnego działania obrót wtórny potrzebuje również przepisów regulujących sprawozdawczość emitentów oraz nadzoru organów regulacyjnych.

Rynki kapitałowe (a instytucjonalne źródła finansowania) • Capital Markets (versus Institutional Sources of Financing) • Rynek kapitałowy należy odróżnić od instytucjonalnych źródeł finansowania – takich jak banki, których działalność polega na pośrednictwie, tj. inwestowaniu lub udzielaniu kredytów ze środków pieniężnych osób trzecich. W porównaniu do wartości PKB w większości gospodarek można zauważyć prawidłowość polegającą na tym, że rynki kapitałowe pokrywają ponad połowę zapotrzebowania gospodarki na kapitał (wyjątek stanowi Wielka Brytania, ze względu na status Londynu jako międzynarodowego centrum bankowego):

Rynki kapitałowe				
Dane z 1998 roku	**Odsetek PKB**			
	Rynki kapitałowe		**Instytucjonalne źródła finansowania**	**Razem**
Rynek	**Akcje**	**Papiery dłużne**	**Aktywa bankowe**	**% PKB**
UE (11)	31	103	176	310
USA	94	151	69	315
Japonia	72	104	144	320
Wlk. Brytania	127	75	219	421
Średnio	81	108	152	341

Źródło: *The Future of European Banking*

Rynki kapitałowe angażują dużą liczbę uczestników – często z całego świata – którzy zgłaszają oferty kupna i sprzedaży, a następnie dokonują transakcji na warunkach rynkowych. Ich dostęp do informacji zazwyczaj ogranicza się do wiadomości podawanych publicznie – tak jest przynajmniej w przypadku publicznych rynków kapitałowych regulowanych przez komisje papierów wartościowych. Ponieważ na rynkach kapitałowych można swobodnie nabywać lub

zbywać *łatwo zbywalne* papiery wartościowe (np. *obligacje* lub *akcje*), decyzje o transakcjach podejmowane są w oparciu o względy czysto ekonomiczne (czyli przesłanki „bezosobowe"). Wyjąwszy przypadek *inwestorów instytucjonalnych*, rynkom kapitałowym trudno jest wywierać wpływ na postępowanie dłużników i emitentów papierów wartościowych. Inwestorzy giełdowi najczęściej „głosują nogami", czyli kierują swoje pieniądze tam, gdzie dostrzegają najkorzystniejszą wartość ekonomiczną. Rynki kapitałowe nie znają poczucia lojalności, gdy zwrot z inwestycji nie jest konkurencyjny. Pod tym względem różnią się one od banków, które udzielają kredytów na podstawie uzyskanych danych osobowych, analizowanych w celu oszacowania ryzyka kredytowego. Ponieważ kredyty generalnie nie są przedmiotem obrotu (przyjmując znajdujące się w publicznym obrocie skarbowe dłużne papiery wartościowe lub obligacje przedsiębiorstw oraz kredyty konsorcjalne), decyzje kredytowe w bankach bazują na stosunkach z kredytobiorcą, z którym kontakt umożliwia bankowi monitorowanie spłaty, a posiadane zabezpieczenie ogranicza ryzyko. Ponadto z tytułu przysługujących mu praw wierzycielskich bank ma możliwość jeżeli nie kontrolowania, to oddziaływania na decyzje zarządu. Z uwagi na względną przewagę komparatywną rynki kapitałowe zazwyczaj finansują przedsiębiorstwa duże, podczas gdy banki skupiają się na finansowaniu *małych i średnich przedsiębiorstw* (przypadki, w których banki mają władzę nad dużymi konglomeratami, są coraz częściej uznawane za niezdrowe). Ze względu na rosnącą (dzięki *technologii IT*) dostępność informacji rynkowych przewiduje się, że w dłuższym okresie rynki kapitałowe zaczną zajmować miejsce banków – co określa się jako proces eliminacji pośredników.

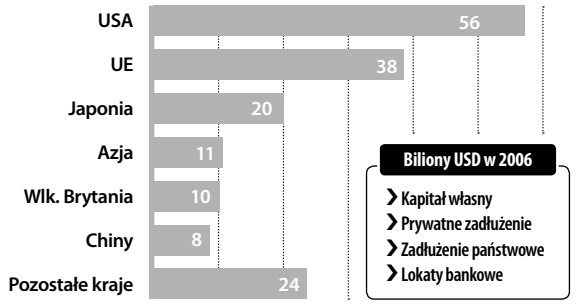
Rynki kapitałowe (globalne) • **Capital Markets (Global)** • Publiczne rynki, na których dokonywany jest obrót różnymi rodzajami *kapitału*. Podobnie jak w przypadku innych rynków, dynamikę rynków kapitałowych kształtują dwie siły, które muszą znaleźć się w równowadze: popyt użytkowników (emitentów) – zainteresowanych pozyskaniem kapitału po możliwie najniższym koszcie i na możliwie najkorzystniejszych warunkach oraz podaż dostawców (osób powierzających swoje oszczędności) – dążących do osiągnięcia maksymalnego zwrotu przy najmniejszym ryzyku. W stanie równowagi między popytem a podażą cenę kapitału stanowią albo *odsetki* (w przypadku *instrumentów dłużnych*), albo *stopa zwrotu* (w przypadku *instrumentów kapitałowych*). Rynki kapitałowe odgrywają bardzo różne role w gospodarce:

- finansowanie firm i rządów,
- benchmark,
- miara wyników,

- platforma dla kupujących i sprzedających,
- łączenie niewielkich oszczędności w pule na większe inwestycje,
- wskaźnik trendów gospodarczych.

W roku 2006 wielkość globalnego rynku kapitałowego (łącznie z zadłużeniem w bankach) wynosiła 167 bilionów dolarów w porównaniu do 34 bilionów dolarów w roku 1990. Najbardziej rozwinięte gospodarki (USA, UE, Japonia i Wielka Brytania) stanowią 75% światowej puli kapitału. Jednakże oczekuje się bardziej zdecydowanego rozwoju mniejszych gospodarek rynków wschodzących: w Korei Południowej (11 bilionów dolarów), Chinach (8 bilionów dolarów), Europie Wschodniej i Rosji (5 bilionów dolarów) oraz Ameryce Południowej (4 biliony dolarów). Źródło: McKinsey Institute.

Globalny rynek kapitałowy



Źródło: McKinsey Institute, *Mapping Global Capital Markets: Fourth Annual Report*

Rynki nieformalne • **Curb Markets** (USA) • **Kerb Markets** (UK) • Każdy nieregulowany lub nieformalny rynek finansowy, który powstaje jako alternatywa dla rynku podstawowego. Na przykład American Stock Exchange kiedyś był uznawany za rynek pozagiełdowy, ponieważ ta giełda zaczynała pod gołym niebem, na ulicach Manhattanu. W przypadku kredytów rynki nieformalne mogą powstawać z powodu ściśle regulowanych rynków, które starają się utrzymywać stopy procentowe poniżej poziomu rynkowego. Sztucznie obniżane stopy procentowe zazwyczaj ograniczają podaż kredytów. W takiej sytuacji będący w potrzebie kredytobiorcy są gotowi zapłacić proponowane na rynku nieformalne stopy procentowe, aby mieć dostęp do finansowania. Nieformalne rynki kredytowe istniały w Korei, Iranie i Afganistanie.



Rynkowa wartość dodana • **Market Value Added** • **MVA** • Miara nadwyżki wartości rynkowej przedsiębiorstwa na rynkach kapitałowych nad wartością pierwotnie zainwestowanego w przedsiębiorstwo kapitału. Oto wzór:

Wzór	
MVA =	V – K
Gdzie: MVA = rynkowa wartość dodana V = wartość rynkowa kapitału własnego i długu K = kapitał zainwestowany	

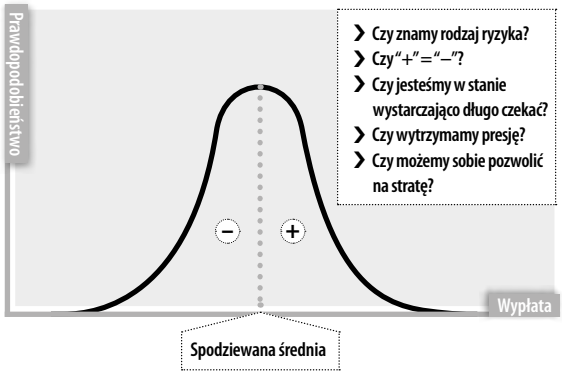
MVA to bieżąca wartość serii ekonomicznych wartości dodanych, która jest pod względem ekonomicznym równoważna z tradycyjną miarą wartości bieżącej netto wykorzystywanej przy wycenie profilu przepływów pieniężnych projektu po odliczeniach podatkowych, gdy koszt kapitału jest używany do dyskontowania. Metoda ta została wypracowana przez firmę konsultingową Stern Stewart. Patrz także *wskaźnik wartości rynkowej do księgowej*.

Ryzyka „grubego ogona” (żargon) • **Fat Tail Risks** (vernacular) • Niedoszacowane prawdopodobieństwo załamania na rynku lub destrukcyjnego wy-

darzenia, takiego jak atak terrorystyczny itp. Takie wydarzenia są możliwe, ale mało prawdopodobne, przynajmniej na podstawie dotychczasowych doświadczeń. Nazwa pochodzi od kształtu wydłużonej krzywej rozkładu prawdopodobieństwa.

Ryzyko • **Risk** • Niebezpieczeństwo wystąpienia niekorzystnych zdarzeń w przyszłości, z którym jednak można się uporać, przynajmniej przez obiektywne przewidywania na podstawie wyników historycznych lub efekt uśrednienia w dużej próbie. Termin ten jest przeciwieństwem „niepewności", której nie można przewidzieć, ponieważ nie istnieje technika służąca uporaniu się z chaosem. Wprawdzie niemożliwe jest dokładne przewidzenie przyszłości (tj. prognozy są z definicji niepewne; zawsze zawierają błędy), ale uwaga ludzi skupia się głównie na złych lub szkodliwych wydarzeniach i wynikach.

Ryzyko



Obszary ryzyka

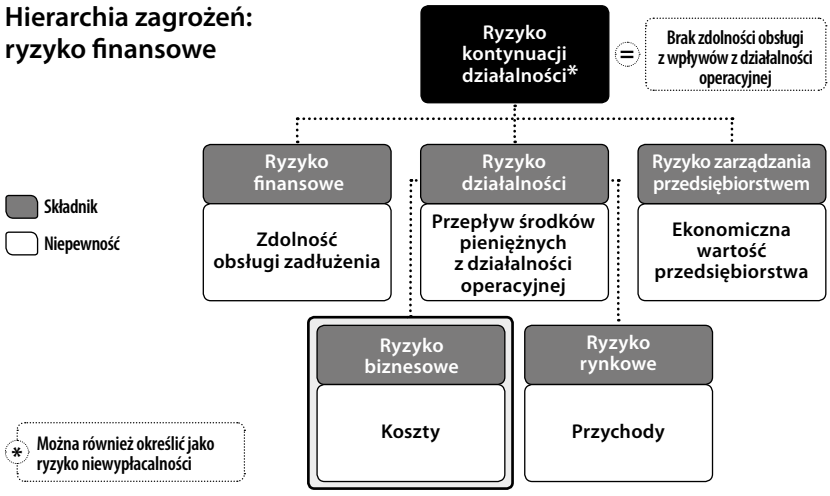


Ryzyko biznesowe • **Ryzyko prowadzenia firmy** • **Business Risk** • Ryzyko dotyczące wyłącznie danego przedsiębiorstwa na rynku. Przyjmując, że zmienność przychodów ma swoje źródło w zmianach na rynku (np. recesja, zmiana preferencji konsumentów, technologii), które dotykają wszystkich konkurentów, ryzyko prowadzenia firmy wynika z wewnętrznych kosztów, które mają wpływ na operacyjne przepływy pieniężne. W szczególności struktura kosztów stałych i próg rentowności (patrz *dźwignia operacyjna*) będą decydujące dla ryzyka biznesowego. Inne czynniki w tej grupie to zależność od kontrahenta (umowy długoterminowe), lojalność wobec marki, przewagi komparatywne (wyjątkowa lokalizacja, licencje i in.). Ryzyko prowadzenia firmy jest składową *ryzyka działalności gospodarczej*. Patrz także *ryzyko finansowe* i *ryzyko zarządzania przedsiębiorstwem*.

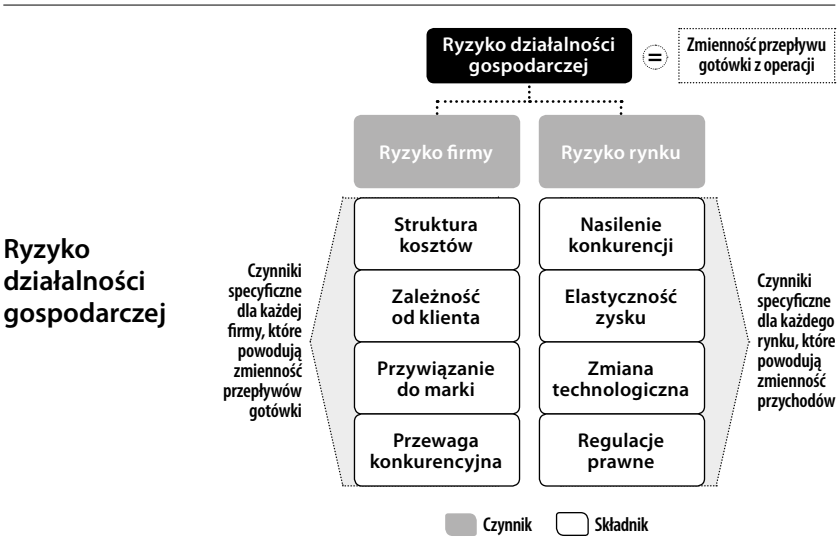
Macierz ryzyka

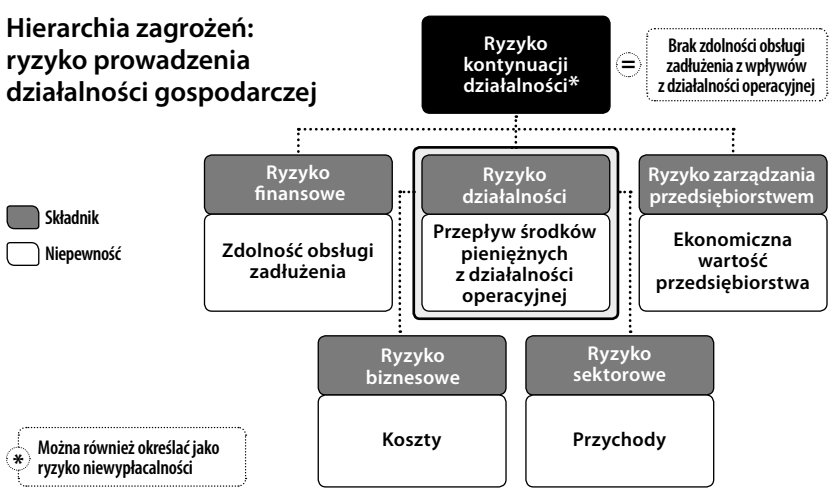


Hierarchia zagrożeń: ryzyko finansowe



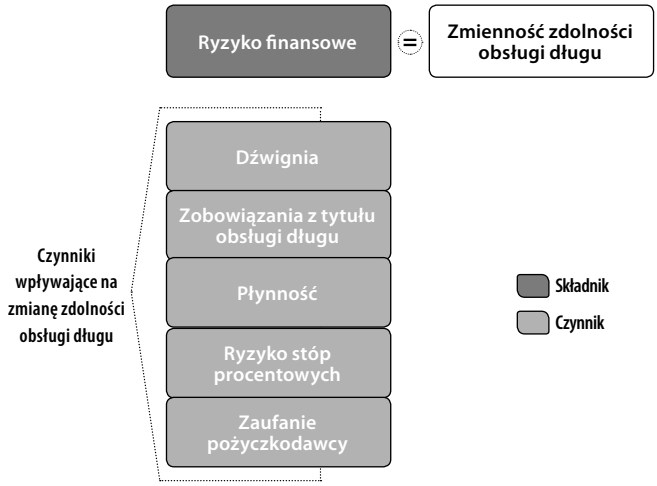
Ryzyko działalności gospodarczej • **Commercial Risk** • Ryzyko nieodłącznie towarzyszące prowadzeniu działalności gospodarczej w gospodarce konkurencyjnej. Ryzyko działalności gospodarczej składa się z dwóch elementów. Pierwszy to ryzyko sektorowe związane ze zmianami popytu, zachowaniem konkurencji, rozwojem technologii itp. Drugi – ryzyko działalności związane z kontrolą wewnętrzną kosztów, w tym ze stopniem wrażliwości kosztów na zmiany przychodów (patrz *dźwignia operacyjna*). Narażenie przedsiębiorstwa na oba rodzaje ryzyka skutkuje niepewnością co do *przepływów z działalności operacyjnej*. Ryzyko działalności gospodarczej jest elementem ryzyka utraty ciągłości działania. Patrz także *ryzyko zarządzania przedsiębiorstwem* i *ryzyko finansowe*.



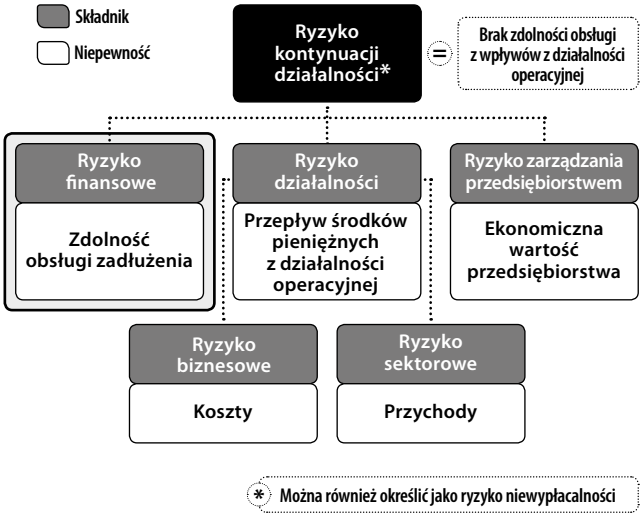


Ryzyko finansowe • **Financial Risk** • Element ogólnego ryzyka, przed jakim stoi firma, które wynika ze stosowania przez nią *dźwigni finansowej*. Kiedy firma zaciąga kredyt, bierze na siebie obowiązek obsługi w formie spłaty odsetek i rat kapitałowych. Kiedy nie uda jej się dokonać takich płatności (ze względu np. na niekorzystne warunki rynkowe lub nietrafione decyzje), spowoduje to naruszenie warunków, co może w razie bankructwa zagrozić kontynuacji działalności. Określenie to może być również szerzej stosowane do opisania wszelkiego rodzaju podatności na zmiany wartości aktywów finansowych. Porównaj z *ryzykiem biznesowym* oraz *ryzykiem działalności gospodarczej*.

Ryzyko finansowe



Hierarchia zagrożeń: ryzyko finansowe

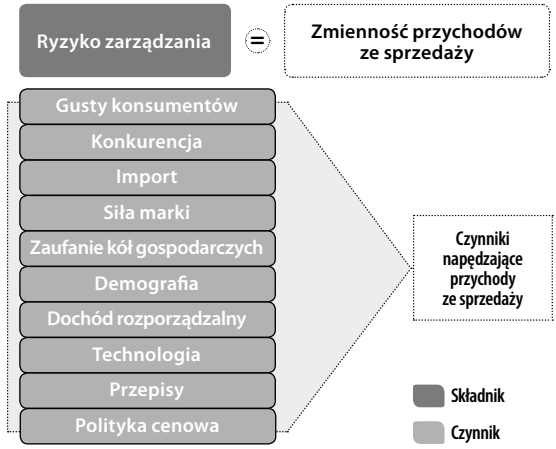


Ryzyko reinwestowania • **Reinvestment Risk** • Ryzyko, że dochodów z instrumentu o stałym dochodzie (np. obligacji) nie będzie można reinwestować po tej samej *stopie zwrotu w okresie do wykupu* z powodu zmian warunków rynkowych przed terminem zapadalności. Na przykład jeśli inwestor kupuje obligacje 5-letnie oprocentowane na 7% rocznie w sytuacji spadających stóp procentowych, odsetki może reinwestować np. z oprocentowaniem tylko 5%. Tak więc o ile inwestorzy mogą sobie zapewnić daną stopę zwrotu ze swojej inwestycji, o tyle nie mogą już tego zrobić przy „odsetkach od odsetek". Ryzyko reinwestycji jest funkcją a) zmian stopy procentowej (większe spadki – większe ryzyko), b) wielkości przepływów pieniężnych (im większe przepływy pieniężne są reinwestowane, tym większe ryzyko) oraz c) czasu przepływów pieniężnych (wczesne przepływy pieniężne, np. spłacane kredyty, to większe ryzyko). Ryzyko reinwestowania jest szczególnie wyraźne, jeśli papier wartościowy podlega wykupowi przed terminem lub przedpłacie; przy spadku stóp procentowych emitenci naturalnie będą skłonni do refinansowania po korzystniejszych stopach.

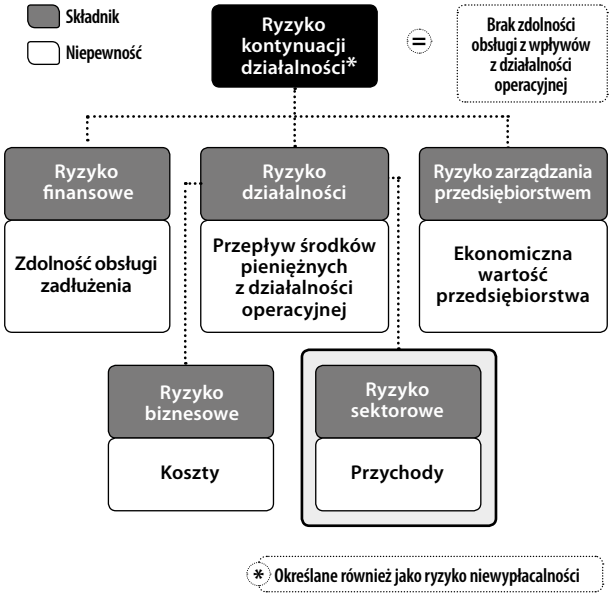
Ryzyko rynkowe • **Market Risk** • Możliwość „wypadnięcia z rytmu" i utraty styczności z mądrością, wiarygodnością i gospodarczą siłą rynku. Ryzyko rynkowe polega na tym, że właściciel aktywów będących w obrocie może ponieść stratę, gdy cena rynkowa spadnie lub gdy sprzeda coś na rynku po niskiej cenie, która następnie wzrośnie. Jeśli aktywa są księgowane według *wyceny rynkowej*, strata zostanie natychmiast zauważona, nawet jeśli nie odbywa się aktywny handel. Ryzyko rynkowe jest wpisane we wszystkie czynności związane z handlem i niestety stanowi „drugą stronę medalu" zysków, jakie oferuje działalność spekulacyjna. Zwiększa się wraz z nasileniem *zmienności* rynku.

Ryzyko sektorowe • **Marketplace Risk** • Ryzyko, przed którym stają wszystkie przedsiębiorstwa z danego sektora rynku. Jako przykłady można wymienić zmiany popytu na skutek *recesji*, pojawienie się nowej konkurencji, substytucję importu, zmiany w obrębie technologii, preferencji konsumentów oraz przepisów prawnych itp. Ryzyko rynkowe przejawia się we fluktuacjach strumienia *wpływów* przedsiębiorstwa, chociaż nie wszystkie firmy są w takim samym stopniu podatne na oddziaływania rynku (tu trzeba wziąć pod uwagę markę, lojalność klientów, wyjątkową przewagę konkurencyjną itp.). Patrz także *ryzyko biznesowe*.

Ryzyko sektorowe



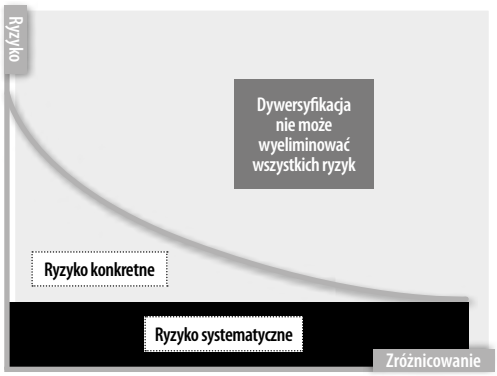
Hierarchia zagrożeń: ryzyko sektorowe



Ryzyko systematyczne • **Systematic Risk** • Ryzyko, które dotyczny wszystkich aktywów lub papierów wartościowych w portfelu, bez względu na skalę dywersyfikacji. Może być także określane jako „ryzyko niedywersyfikowalne", „ryzyko rynkowe" lub „ryzyko zwykłe". Ryzyko systematyczne ma swoje źródło w siłach, od których nie da się uniezależnić, takich jak ogólna kondycja całej gospodarki.

Kluczowa idea w *modelu wyceny aktywów kapitałowych* polega na tym, że tego typu ryzyko jest jedynym, za które inwestor z dobrze zdywersyfikowanym portfelem może oczekiwać kompensacji. Wszystkie inne ryzyka specyficzne, charakterystyczne dla poszczególnych aktywów znikają dzięki pozytywnym efektom dywersyfikacji. Na rynkach efektywnych jedyną kompensatą w postaci wyższych zysków jest poziom ryzyka systematycznego mierzonego tzw. współczynnikiem *beta*.

Ryzyko systematyczne



Ryzyko utraty reputacji (cena akcji) • Reputation Risk (Share Price) •

Na idealnie efektywnych rynkach wszelka zmiana wartości bieżącej netto przepływów pieniężnych spółki powinna być przynajmniej w przybliżeniu uwzględniona w cenach akcji. Rynki jednakże mogą mieć problemy z ilościowym oszacowaniem wpływu niekorzystnych zmian, które mogą być objawem głębszych problemów ukrytych pod powierzchnią. Ogólny poziom zaufania, czyli „reputacja", może rozstrzygać wątpliwości na korzyść szanowanych spółek, jeśli niekorzystne zdarzenia są raczej rzadkie. Tak więc linia lotnicza, która dotąd była bezpieczna, może nie ponieść szwanku w razie jednej katastrofy lotniczej, ale już nie dwóch. Ryzyko utraty reputacji jest szczególnie duże w branżach wymagających wysokiego poziomu zaufania publicznego. Instytucje finansowe zostaną surowo ukarane spadkami cen ich akcji, jeśli rynki zaczną je postrzegać jako „podatne na wpadki".

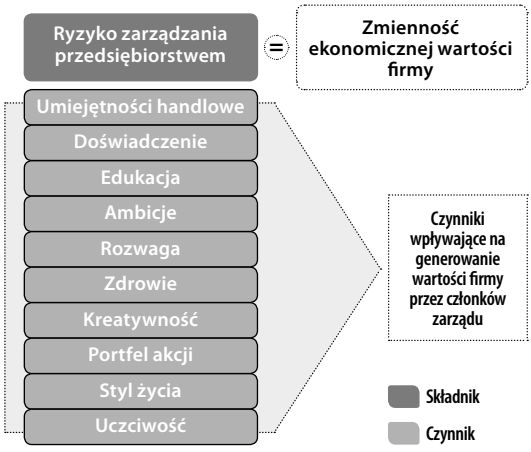
Kara

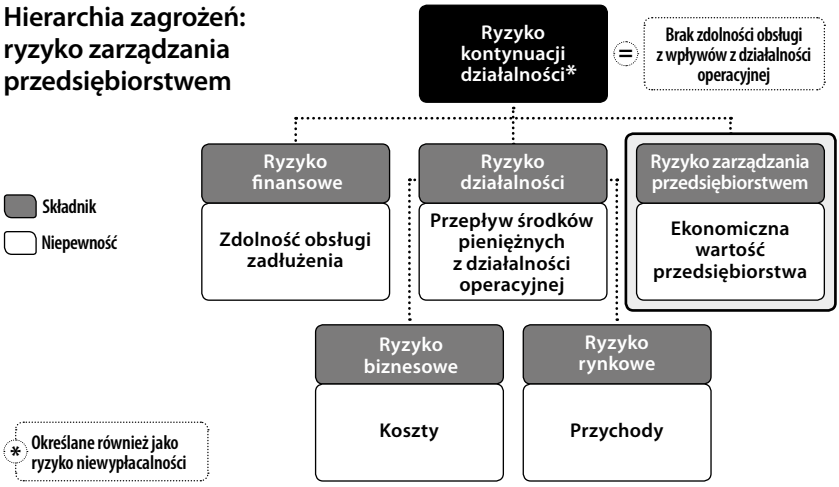
W roku 1991 pewien dealer z Salomon Brothers próbował obejść przepisy ograniczające udział firmy w aukcjach amerykańskich obligacji skarbowych poprzez składanie ofert w imieniu klientów spółki bez ich wiedzy. Gdy wyszło to na jaw, Salomon rozwiązał sprawę, wypłacając prawie 200 milionów dolarów odszkodowań i ustanawiając fundusz o wartości 100 milionów dolarów na wypłaty roszczeń z pozwów cywilnych. Jednakże wartość **akcji Salomona spadła o wiele więcej** niż o 300 milionów dolarów. Cena spadła o około jedną trzecią, co oznaczało 1,5-miliardowy spadek wartości rynkowej firmy w dolarach.

R. Brealey, S. Myers *Principles of Corporate Finance*, s. 27

Ryzyko zarządzania przedsiębiorstwem • Management Risk (Enterprise) • Ryzyko zagrażające ciągłości działania przedsiębiorstwa odnoszące się do takich elementów, jak talenty i umiejętności członków *zarządu*. Zarząd, który ma przewagę nad zarządami innych firm działających w branży, wygeneruje *ekonomiczną wartość firmy*. Natomiast zarząd, który ma najniższe notowania, przyczyni się do utraty wartości lub wytworzenia się ujemnej wartości firmy. Ryzyko zarządzania przedsiębiorstwem jest uzależnione od wielu czynników (np. talent, doświadczenie, edukacja), które wpływają na jakość realizacji podejmowanych zadań. Ryzyko zarządzania przedsiębiorstwem to jeden ze składników ryzyka utraty ciągłości działania. Patrz także *ryzyko działalności gospodarczej* i *ryzyko finansowe*.

Ryzyko zarządzania przedsiębiorstwem





Rzeczowe aktywa trwałe • **Twarde aktywa** (żargon) • **Hard Assets** (vernacular) • Rzeczowy składnik aktywów trwałych (np. nieruchomość, wyposażenie, środki transportu) lub składnik finansowy, taki jak papiery wartościowe czy gotówka. Ich przeciwieństwem są wartości niematerialne (aktywa w posiadaniu spółki, które nie mają fizycznej postaci, np. znaki towarowe, patenty, rozwój, wartość firmy). Kluczową różnicą jest to, że aktywa rzeczowe można upłynnić w razie likwidacji spółki.

Wybredni

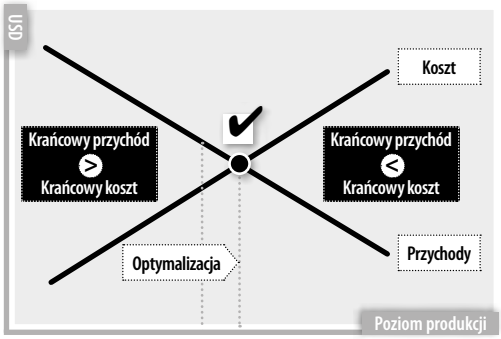
Kiedy zawodowcy poszukują przecenionego długu, zazwyczaj wybierają papiery wartościowe spółki posiadającej dużo **twardych aktywów**, jak zapasy czy gotówka... Nawet jeśli spółka zbankrutuje, to, co z niej zostanie, dalej będzie stanowiło wartość dla posiadaczy obligacji.

Gold Out of Garbage, „Fortune" (wydanie europejskie), 4 marca 2002, s. 85

Rzeczywistość rynkowa (żargon) • **Market Reality** (vernacular) • Ograniczenia i możliwości, jakie przedstawia konkurencyjny wolny rynek. Sytuacja na większości rynków kształtowana jest przez dwa czynniki: podaż i popyt. W przypadku podaży rzeczywistość rynkowa oznacza konkurencję oraz produkty i usługi w konkurencyjnej ofercie. W przypadku popytu przez rzeczywistość

rynkową rozumie się potrzeby i pragnienia konsumentów, które powinny zostać zaspokojone. Choć rzeczy te wydają się oczywiste, zdarza się, że trudno je dostrzec. Przykładowo, konkurencja może po kryjomu opracowywać istotne innowacje. Zdarza się również, że postęp techniczny i zmiany społeczne stopniowo, acz nieodwracalnie zmieniają preferencje klientów. Przedsiębiorstwom zdarza się nie dostrzegać rzeczywistości rynkowej, bo „spoczęli na laurach", z powodu przerostu ambicji lub prostej naiwności. Ponieważ ostateczną miarą sukcesu rynkowego jest *rentowność*, rachunkowość odgrywa istotną rolę jako wskaźnik, czy przedsiębiorstwo właściwie rozumie rzeczywistość rynkową.

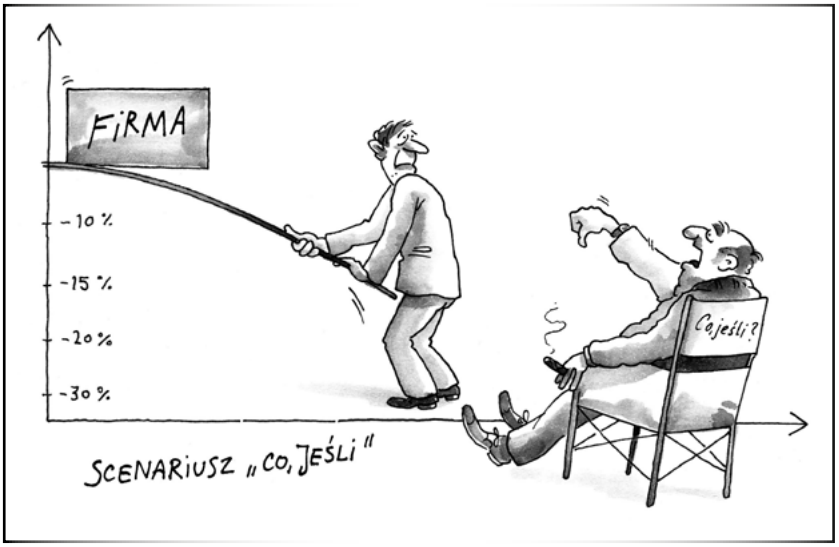
Rzeczywistość rynkowa



S

Samoubezpieczenie • **Self-Insurance** • Stosunek do zarządzania ryzykiem, gdy rezygnuje się z ubezpieczenia przez stronę trzecią i zastępuje się je aktuarialnie wyliczoną sumą pieniędzy, aby mieć zabezpieczenie na wypadek przyszłej straty. Może to również polegać na zapłacie ubezpieczycielowi składki ubezpieczenia ryzyka własnego. Samoubezpieczenie może także polegać na „życiu z ryzykiem". Przykładem tego jest częste stosowanie „udziału własnego" w wielu polisach ubezpieczeniowych, w których ubezpieczony zgadza się na pokrycie strat do pewnego poziomu.

Scenariusz „co, jeśli" (żargon) • **What-if Scenarios** (vernacular) • Narzędzie planowania finansowego bądź inwestycji, które szacuje wyniki firmy, biorąc pod uwagę rozmaite założenia. Dlatego też pytamy: „Co stałoby się, gdyby sprzedaż spadła o 15%, jaki miałoby to wpływ na zyski lub przepływy pieniężne...?". Ćwiczenie to jest przydatnym sposobem oceny ryzyka handlowego i jest ono możliwe przy użyciu skutecznych narzędzi *modelowania finansowego* (arkusze kalkulacyjne).



Seksowny interes (slang) • **Sexy (in) Business** (slang) • Każda ekscytująca, niezwykła czy wzbudzająca podziw okazja lub działalność biznesowa. Dlatego ludzie biznesu mówią o „seksownych produktach" czy „seksownych strategiach" itp. Zazwyczaj oznacza kreatywną działalność wysokiego ryzyka, w czasie której wysoki poziom testosteronu stanowi normę. Na przykład reklama i *kapitał wysokiego ryzyka* często postrzegane są jako seksowne dziedziny, w przeciwieństwie do księgowości czy bankowości komercyjnej. Ale, co tam! Sam seks to nie wszystko. Trzeba też uwzględnić urok osobisty.

> Czyż to nie dziwne, że pożądanie przeżyje o wiele lat osiągnięcie?
>
> William Szekspir (1564–1616), *Henryk IV*, 1597

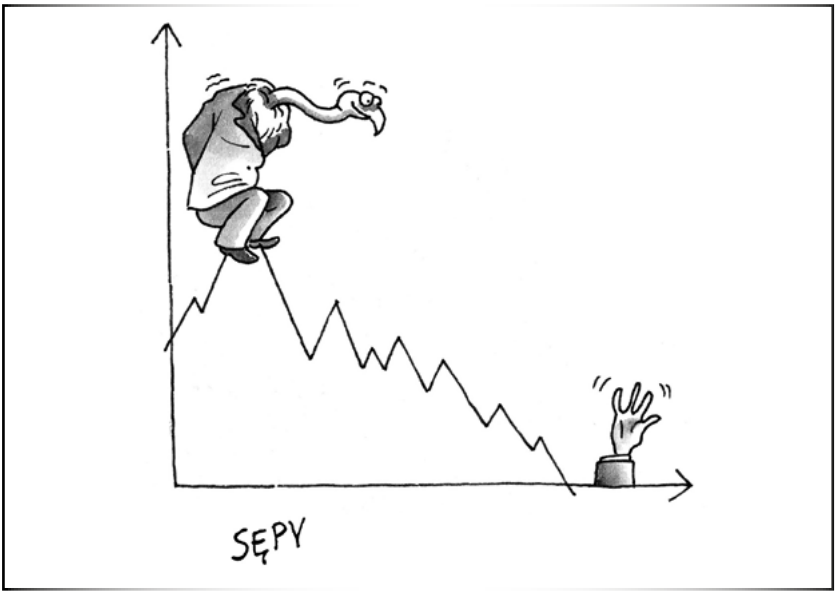
Serwisy finansowe • **Financial News Services** • Multimedialne źródła informacji podawanych w czasie rzeczywistym, obejmujące wiadomości, dane i analizy dostarczane prenumeratorom poprzez terminale komputerowe lub satelity telewizyjne. Niektóre agencje informacyjne na swoich platformach oferują także systemy sprzedaży do obsługi klientów, jak również na potrzeby wewnętrzne firmy. Największe serwisy informacyjne to:

- Reuters,
- Bloomberg,
- Dow Jones Markets,

- Bridge,
- Datastream/ICV.

Ze względu na ilość dostępnych informacji łatwo może dojść do przeciążenia systemu: informacje zostaną utracone lub z powodu powstałych przekłamań dojdzie do podjęcia błędnych decyzji. Ryzyko takiego niebezpieczeństwa skłoniło banki do tworzenia własnych systemów przetwarzania danych w ramach prób zarządzania wiedzą.

Sępy (slang) • **Vultures** (slang) • Nieformalne i nieserio odniesienie do kogoś, kto jest przygotowany na zarabianie poprzez inwestowanie w firmy, które znajdują się w finansowych tarapatach, w nadziei na to, iż uda mu się uzyskać wyższe ceny po procesie naprawy (patrz *uzdrowienie*) lub podziale na części albo wyjściu z kłopotów po tym, jak nerwowe rynki się uspokoją. Fundusze, które powstają, by korzystać z takich możliwości, to tzw. sępie fundusze. W analogii tej drapieżne ptaki cierpliwie krążą w powietrzu nad „padliną" niewypłacalnych przedsiębiorstw bądź *żywych trupów*. Sępy mają „opaczne" spojrzenie (patrz cytat poniżej). Tak jak ich odpowiedniki w przyrodzie sępy rynkowe odgrywają istotną i poważaną rolę, jeśli chodzi o oczyszczanie terenu. Sępy to odpowiednik tzw. *sumów*, termin ten ma taki sam wydźwięk. Patrz również *szarańcza kapitałowa.*



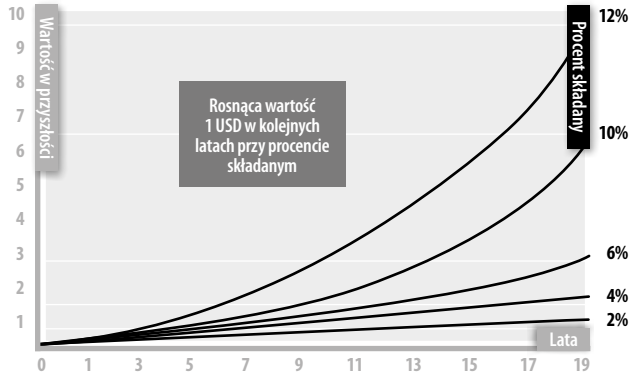
Do góry nogami

Niektorzy z nich z rozrzewnieniem powracają myślami do pęknięcia bańki internetowej, inni myślą z nostalgią o recesji z lat 90. Traderzy zajmujący się zagrożonymi długami, którzy kupują obligacje omijane przez innych, specjaliści od uzdrawiania pomagają firmom znajdującym się na skraju bankructwa, działają w świecie, który jest na opak, gdzie złe czasy są dobrymi czasami, a rozpad korporacji przynosi duże zyski.

The vultures take wing, „The Economist", 31 marca 2007, s. 77

Siła kapitalizacji • **Power of Compounding** • Zdolność zainwestowanego kapitału do zaskakująco dużego wzrostu w przyszłości, pod warunkiem że inwestycji dokonuje się regularnie, zwroty są całkiem dobre, a zyski reinwestowane. W krótkim okresie skromna stopa procentowa, powiedzmy 8%, nie sprawi, że kapitał urośnie do pokaźnych rozmiarów (zakładając, że 8% to rzeczywiście mało w kontekście wielkości zainwestowanego kapitału). Inaczej jest jednak, gdy inwestuje się regularnie coraz większy kapitał, a zyski reinwestuje. Na dłuższą metę (25–40 lat) urośnie nam spora sumka. Siła kapitalizacji powinna zachęcić ludzi do tego, żeby zacząć oszczędzać jak najwcześniej i cierpliwie zbierać ziarnko do ziarnka, nawet jeśli są to rzeczywiście tylko „ziarnka".

Siła kapitalizacji
w USD



Źródło: „Financial Times", *Mastering Finance*

Siła kontrolowania portfela • **Power of the Purse Strings** • Siła i wpływy wynikające z możliwości kontrolowania lub kształtowania budżetów. Skarb państwa np. wywiera wpływ poprzez prawo weta na planowanie wydatków dla innych ministerstw. Angielska wersja, która dosłownie oznacza władzę nad sznurowadłami portmonetki, sugeruje możliwość otwierania lub zamykania dostępu do jej zawartości.



Skalpowanie (slang) • **Scalping** (slang) • Słowo, które ma dwa znaczenia. „Fraudulent scalping" – oszukańcze spekulacje – to forma manipulacji na rynku giełdowym, gdy zarządzający aktywami używa pieniędzy klienta, aby kupić papiery wartościowe, które zarządzający już posiada na swoim koncie. Można wtedy uzyskać niewielki zysk, kiedy zapotrzebowanie stworzone przez zlecenie klienta wywoła wzrost ceny akcji. Skalpowanie to także określenie arbitrażu wynikającego z różnicy pomiędzy oferowaną ceną kupna i sprzedaży. Termin ten pochodzi od konceptu „odcinania cienkiej warstwy", jednak ma nieprzyjemną konotację poprzez skojarzenie z trofeum wojennym Indian.



Skandal na Wall Street • **Wall Street Scandal** • Przykre niespodzianki w postaci oszustw lub nieprawidłowości księgowych, które okresowo wstrząsają giełdą amerykańską. W następstwie skandalu związanego ze spółką Enron i bańką internetową z lat 1999–2001 rok 2002 był wyjątkowo zły (patrz poniżej). Całe szczęście, że skandale to raczej rzadkość. Jednak mają one znacznie szersze działanie, zmniejszają zaufanie i wiarygodność pozostałej części rynku kapitałowego. Jeśli będzie ich wystarczająco dużo, będą mogły nawet doprowadzić do wzrostu kosztu kapitału. Winne są zazwyczaj nieuczciwa sprawozdawczość finansowa i zbyt pobłażliwy system audytów (patrz również hasła powiązane w *Kompendium terminów z zakresu rachunkowości po polsku i angielsku*). Problemy wynikają nie ze złych wyników samych w sobie, raczej ze złudzenia dobrych wyników. Większa transparentność, w szczególności dotycząca tak wrażliwych obszarów jak potencjalne konflikty interesów, wykorzystywanie informacji poufnych, relacje z klientami, procesy sądo-

we mające wpływ na rynek, dochodzenia prowadzone przez regulatorów itp., miałaby znaczący wpływ na ujawnianie nieprawidłowości. Poza sankcjami karnymi dla winnych typowym skutkiem zbyt wielu skandali jest gwałtowny wysyp pozwów zbiorowych, ataki ze strony regulatorów, a nawet ustawodawców. Takie sytuacje powodują także negatywne nastawienie drobnych inwestorów (patrz *Main Street kontra Wall Street*). Czy powodem mogą być sięgające głębiej problemy, np. nieskuteczne ramy prawne lub „kultura chciwości", które są wadą wrodzoną amerykańskich giełd? Zważywszy na rozmiar rynku wartego ponad 15 bilionów dolarów (w 2007 roku), statystycznie skandale są rzadkością. Dla większości graczy na rynku, abstrahując od sztywności ich kręgosłupów moralnych, oszustwo po prostu nie popłaca. Poza tym skandale są prawdopodobnie cechą wrodzoną zachłannej natury ludzkiej. Okazjonalny skandal (ale naprawdę okazjonalny) może po prostu stanowić cenę, jaką trzeba zapłacić za zdrową kulturę inwestowania, która zasadniczo działa bez komplikacji.

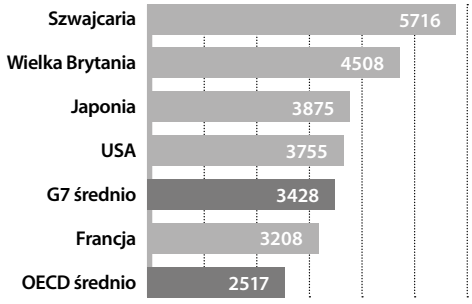
Skandal na Wall Street	
Spółka	**Cena akcji ***
• Enron	–99,9%
• Global Crossing	–99,7%
• Adelphia Communications	–99,1%
• Peregrine Systems	–95,6%
• Qwest	–95,6%
• Worldcom	–93,8%
• Dynergy	–88,9%
• ImClone	–79,4%
• Tyco International	–78,4%
* od 1 stycznia 2001 do 26 czerwca 2002	
Źródło: *Another Cowboy Goes Bust*, „The Economist", 27 czerwca 2002	

Skarbowe papiery zabezpieczone przed inflacją • Treasury Inflation-Protected • TIP Security • Instrument finansowy oferowany przez Departament Skarbu USA stanowiący narzędzie do ochrony aktywów i zabezpieczenie inwestorów przed inflacją. Wartość nominalna każdego takiego papieru jest dostosowywana co sześć miesięcy, aby odzwierciedlała zmiany wskaźnika cen detalicznych. Papiery wartościowe zabezpieczone przed inflacją można kupić przez Internet (www.treasurydirect.gov), bez dodatkowych

opłat. Zważywszy, że to rządy są podstawowym źródłem inflacji, to miłe, że jest rząd starający się chronić swoich obywateli przez efektami ubocznymi swoich działań.

Składka ubezpieczeniowa • Insurance Premium • Opłata przekazywana ubezpieczycielowi w zamian za ochronę przed przyszłą stratą zgodnie z warunkami umowy (polisy). Dla towarzystwa ubezpieczeniowego składka jest przychodem ubezpieczyciela, który służy pokryciu wypłat odszkodowań, opłat ponoszonych na rzecz reasekuratora dla zmniejszenia ryzyka działalności oraz kosztów operacyjnych. „Wskaźnik straty" mówi, jaka część składki została wykorzystana na pokrycie wymienionych kosztów. Większość towarzystw ubezpieczeniowych stawia sobie za cel długoterminowy osiągnięcie wskaźnika straty równego 90%, choć sezonowość powoduje, że są okresy, kiedy ubezpieczyciel ponosi straty. Kolejnym źródłem przychodów ubezpieczyciela są zwroty na inwestycjach, gdyż składki, które nie zostały wykorzystane na pokrycie wypłacanych odszkodowań, są inwestowane. To źródło przychodów może być równie opłacalne jak działalność ubezpieczeniowa.

Składki ubezpieczeniowe
USD na osobę, 2004



Źródło: „Financial Times", *The Cautious Swiss*, 16 listopada 2005, s. 14

Skorygowana cena emisyjna • Dyskonto (premia) w cenie emisyjnej • Adjusted Issue Price • AIP • Original Issue Discount (Premium) • Dyskonto lub premia od *wartości nominalnej* (cena wykupu w terminie zapadalności) w chwili wydania instrumentu dłużnego. Ze względu na *arbitraż cenowy* cena obligacji będzie taka sama jak jej wartość nominalna tylko wtedy, gdy jej oprocentowanie jest dokładnie równe oprocentowaniu rynkowemu obligacji o podobnym terminie i ocenie ryzyka. Ekstremalnym przykładem dyskonta jest obligacja zerokuponowa.

Skrypofilia • **Scripophily** • Kolekcjonowanie starych papierów wartościowych. Skrypofil jest kolekcjonerem. Chociaż papiery te mogą nie mieć wartości jako narzędzia finansowe na giełdzie, to mogą posiadać wartość kolekcjonerską. Skrypofilia obecnie rozrosła się jako hobby i zrzesza około stu tysięcy kolekcjonerów (www.antiquestocks.com), jednak nadal jest skromnym przedsięwzięciem w porównaniu do numizmatyki (zbieranie monet) czy filatelistyki (kolekcjonowanie znaczków). Niektórzy skrypofile zbierają stare papiery wartościowe jako finansowe dzieła sztuki i ozdoby. Inni gromadzą papiery dla ich wartości historycznej oraz ze względu na wydarzenia towarzyszące ich emisji. W porównaniu do kolekcjonowania znaczków czy monet niewątpliwą atrakcją skrypofilii jest możliwość eksponowania papierów wartościowych na ścianie.

Skumulowany roczny wskaźnik wzrostu • **Compound Annual Growth Rate** • **CAGR** • Średni wskaźnik rocznego wzrostu w badanym okresie, przy założeniu że roczne wzrosty są dodawane do wartości bazy następnego okresu. Przybliżone wyliczenie CAGR to średnia wskaźnika wzrostu z każdego roku. Jeśli nie mamy wartości zmiany każdego roku, liczymy CAGR od pierwszego roku do ostatniego:

Wzór na CAGR	
Wartość skumulowana =	$PV\,(1 + CAGR)^n = TV$
CAGR (według wzoru powyżej) =	$\sqrt[n]{\frac{TV}{PV}}$
PV = wartość bieżąca (początek okresu) TV = wartość końcowa (koniec okresu) n = liczba okresów rocznych	

Reguła 72, przydatna reguła „na oko", sugeruje, że jeżeli ilość gotówki podwaja się w ciągu 7 lub 10 lat, to CAGR wynosi odpowiednio 10% i 7%. Patrz także *siła kapitalizacji*.

Słup • **Przykrywka** (żargon) • **Front** (slang) • Każde działanie lub firma, które służą do ukrycia innych, zazwyczaj nielegalnych działań. W ten sposób sklep lub restauracja, które przyjmują płatności w gotówce, mogą być wykorzystane do *prania brudnych pieniędzy*. Prane pieniądze, rzekomo stanowiące obroty sklepu lub restauracji (które w rzeczywistości ponoszą stratę), są wpłacane na rachunek bankowy. Ponieważ firma słup jest tak zaplanowana i zorganizowana, żeby nie budzić wątpliwości osób postronnych, tylko przeprowadzenie kontroli pozwala odkryć rzeczywisty stan.



Specjaliści od techniki rakietowej (slang) • **Rocket Scientists** (slang) • Żartobliwe określenie świetnie wykształconych pracowników instytucji finansowych, posługujących się skomplikowanymi formułami matematycznymi i złożonymi programami komputerowymi w celu stworzenia narzędzi zarządzania. Określa się ich również mianem *mózgowców*.



Spekulacja • **Speculation** • Podejście do inwestycji, które ma na celu aktywne zdobywanie wysokich zwrotów, a ceną jest podejmowanie wysokiego ryzyka. „Spekulacja" jest pejoratywnym terminem, zbliżonym do „hazardu". Dlatego też na rynku długu wszystko, co nie posiada *klasy inwestycyjnej*, jest określane jako „spekulacyjne". Spekulacja może być jednak oparta na racjonalnych obliczeniach *optymalnej relacji ryzyka i dochodu*, która jest neutralna wobec rynku. Istnieje więc spektrum postaw spekulacyjnych. Każdy inwestor, który podejmuje działania poza aktywami wolnymi od ryzyka, „spekuluje" do pewnego stopnia (chociaż spekulacja kojarzy się bardziej z agresywnym niż ostrożnym podejmowaniem ryzyka). Co więcej, dobrze wyskalowana spekulacja korzystnie wpływa na rynki kapitałowe. Pozwala na dostęp do kapitału dla przedsiębiorców, którzy noszą się z zamiarem podejmowania ryzykownych, innowacyjnych przedsięwzięć. Ułatwia również działania zabezpieczające/hedging poprzez czyjąś wolę podejmowania ryzyka, którego inni chcą uniknąć. Jeśli chodzi o uczestników rynku, anioły biznesu, venture capitalists, czyli osoby lub fundusze dysponujące kapitałem wysokiego ryzyka, *fundusze hedgingowe* oraz traderzy na rynku towarowym są to spekulanci nie do pobicia, jednak oni powiedzieliby zapewne, iż tylko uczestniczą w grze rynkowej.

Cały rok

Październik. Dziwnym trafem jest to jeden z najbardziej niebezpiecznych miesięcy, aby **spekulować.** Inne to lipiec, styczeń, wrzesień, kwiecień, listopad, maj, marzec, czerwiec, grudzień, sierpień oraz luty.

Mark Twain *Pudd'nhead Wilson*

Spekulant (slang brytyjski) • **Punter** (British slang) • Każdy gracz giełdowy, a także inwestor, dążący do szybkiego zysku. Korzenie angielskiego słowa „punter" wywodzą się od francuskiego czasownika z XVIII wieku oznaczającego postawienie pieniędzy przeciwko bankowi w pewnej grze karcianej.

Powiedziano

W erze niskiego oprocentowania wielu spekulantów gotowych jest na podjęcie większego ryzyka w zamian za potencjalne wyższe wynagrodzenia.

Gone too far?, „The Economist", 16 sierpnia 2003, s. 11

Spekulować (dosłownie: pluskać się w rynku) • **Dabble in the Market** • Powiedzenie giełdowe oznaczające granie na rynku w niezobowiązujący, amatorski, frywolny czy naiwny sposób. Korzenie angielskiego powiedzenia wywodzą się od delikatnego i zabawowego chlapania wodą, dlatego też oznacza ono zachowanie powierzchowne bez poważnych zamiarów.

Szaleństwo

Magnateria, mieszczanie, chłopi, mechanicy, marynarze, lokaje, służące, nawet kominiarze i szmaciary spekulują tulipanami.

Relacja z wielkiego szaleństwa na punkcie cebulek tulipanów w Holandii w XVI wieku, cytat z *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions* Charlesa Mackaya



Spieniężyć • **Upłynnić** (żargon) • **Monetise** (vernacular) • Zamienić środek lub zobowiązanie niepieniężne w płatność gotówkową lub określić pieniężny ekwiwalent czegoś, co samo w sobie pozbawione jest aspektu finansowego.

Priorytety

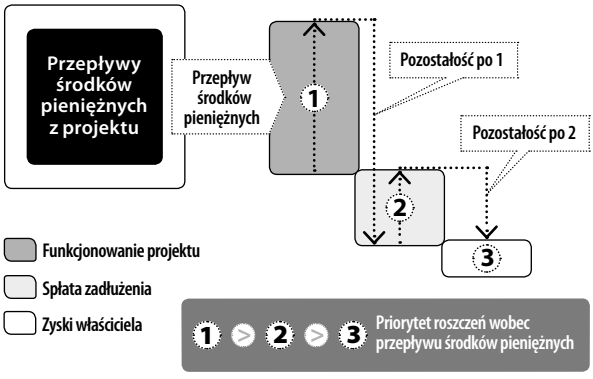
Są trzy najważniejsze rzeczy, które człowiek posiada: genitalia, **pieniądze** i poglądy religijne.

Samuel Butler (1835–1902)

Split • **Podział akcji** • **Stock Split** • Podział wartości emitowanych akcji na akcje o niższym nominale w celu podniesienia ich atrakcyjności na giełdzie i podniesienia (nieznacznego) ich ceny. Na przykład akcje z ceną rynkową 150 EUR wymagałyby minimalnej inwestycji rzędu 15 000 EUR za *pakiet* 100 akcji. Dla wielu drobnych inwestorów może być to zbyt wysoka kwota. Znacznie niższa cena może pobudzić popyt na akcje i podnieść ich cenę. Podział akcji odbierany jest także jako *sygnalizowanie*, że perspektywy spółki są dobre, co także może wpłynąć na podniesienie wyceny akcji. (Różnica pomiędzy podziałem akcji a *emisją akcji* polega na tym, że podział akcji nie wpływa na kapitał rezerwowy, to raczej wyemitowany kapitał podlega ponownej denominacji).

Spłata kaskadowa (żargon) • **Waterfall Repayment** (vernacular) • Powszechnie stosowana technika finansowania projektów, która ściśle kontroluje przepływ środków pieniężnych projektu zgodnie z wcześniej ustalonymi priorytetami i zapewnia, że obsługa długu pozostaje priorytetem podporządkowanym tylko kosztom nieuznaniowym niezbędnym dla podtrzymania funkcjonowania projektu. „Kaskada" jest zwykle zarządzana przy użyciu „konta pułapki", które przechwytuje wszystkie wpływy gotówkowe projektu. Rachunek ten jest nadzorowany przez niezależny organ (np. przez przedstawiciela działającego w imieniu konsorcjum udzielającego kredytu), który monitoruje i rozdziela gotówkę. W zamyśle właściciele projektu mają nieograniczony dostęp do zysków z projektu dopiero po zaspokojeniu zobowiązań wobec kredytodawców. Mechanizmy spłat kaskadowych wykorzystuje się także w zobowiązaniach z zabezpieczeniem długiem.

Spłata kaskadowa



Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw • Corporate Social Responsibility • CSR • Ruch przypisujący przedsiębiorstwom konkretną odpowiedzialność z tytułu społecznego oddziaływania prowadzonej przez nie działalności. Wyniki finansowe, mające najistotniejszą wartość dla *akcjonariuszy*, oszacowuje się w kontekście odpowiedzialności społecznej, która stanowi przedmiot troski interesariuszy. Na problem odpowiedzialności społecznej coraz większą uwagę zwracają duże przedsiębiorstwa *międzynarodowe*, atakowane przez ruchy przeciwne globalizacji gospodarki. Innym, mniej defensywnym powodem uwzględniania odpowiedzialności społecznej jest fakt, że w długim okresie jest ona powiązana z *wynikami finansowymi*. Przykładowo, firma posiadająca dobrą reputację przyciąga lepszych pracowników. Inwestowanie społecznie odpowiedzialne powodować będzie kierowanie większego kapitału do przedsiębiorstw postępujących zgodnie z zasadami odpowiedzialności społecznej. Z tego względu księgowi będą musieli znaleźć metody uwierzytelniania sprawozdawczości w zakresie społecznej odpowiedzialności, tak aby sprawozdawczość ta nie ograniczała się jedynie do kształtowania pozytywnego wizerunku przedsiębiorstwa.

Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw
Cele pozafinansowe



Źródło: Badanie opinii dyrektorów generalnych Światowego Forum Ekonomicznego, 20 stycznia 2003, s. 6

Nie tylko po to, żeby było miło

Przedsiębiorstwa coraz bardziej uznają konieczność prowadzenia sprawozdawczości w zakresie społecznej odpowiedzialności po to, by sprostać oczekiwaniom akcjonariuszy, odpowiednio zarządzać działalnością i tworzyć wartość ekonomiczną. Angażuje się coraz więcej czasu, ludzi i pieniędzy w celu rozwinięcia systemów informacyjnych i systemów zarządzania, które dokonywać będą wiarygodnego i rzetelnego pomiaru wyników w tym zakresie.

Conference Board of Canada *Reporting on Corporate Social Responsibility: Results of a Survey of Canadian Companies*

Sposobność chwili • **Wykorzystać okazję** • **Window of Opportunity** (metaphor) • Popularne wyrażenie opisujące ograniczony okres, który daje możliwość skorzystania z atrakcyjnej, lecz przelotnej okazji. Zatem natarczywy sprzedawca mógłby powiedzieć: „Kupuj teraz! Zanim będzie za późno i ceny znowu pójdą w górę". Tym samym mówiłby, że okazja jest chwilowa i niebawem już jej nie będzie. W ten sposób jest wywierany nacisk, aby podjąć decyzję, czasem pochopnie. Podkreśla się tu znaczenie, jakie ma w biznesie wyczucie czasu, w sensie „carpe diem", czyli „chwytaj dzień".



Spółka (osobowa) • **Partnership** • Jednostka gospodarcza będąca własnością co najmniej dwóch osób. Spółkę osobową łatwo jest założyć, ponieważ nie wiążą się z nią formalności wymagane przy nadawaniu osobowości prawnej. W wielu krajach prawo gospodarcze nie przewiduje dla spółek osobowych odrębnego statusu prawnego. Z tego względu umowy ze stronami trzecimi muszą być zawierane indywidualnie przez wszystkich wspólników. Generalnie każdy wspólnik odpowiada za zobowiązania spółki całym swoim majątkiem, solidarnie z pozostałymi wspólnikami (wyjątek stanowi spółka komandytowa). Spółki osobowe są częstą formą dla małych firm i wolnych zawodów. Niegdyś były również spotykane w finansach, np. bankach kupieckich, w których normą było kolektywne podejmowanie decyzji. Są one praktyczne i efektywne, jeżeli wspólnicy darzą się wzajemnym zaufaniem i potrafią wspólnie pracować. Porównaj z *jednoosobową działalnością gospodarczą*.

Duch spółki osobowej

O ile wiem, żadna firma nie odniosła prawdziwego sukcesu, jeżeli brakowało jej ducha braterstwa, wzajemnego zaufania i ciepłego zrozumienia. Posunę się nawet do stwierdzenia, że cudowne słowa Coleridge'a: „Przyjaźń to dające schronienie drzewo" powinny stanowić motto każdej umowy **spółki osobowej**.

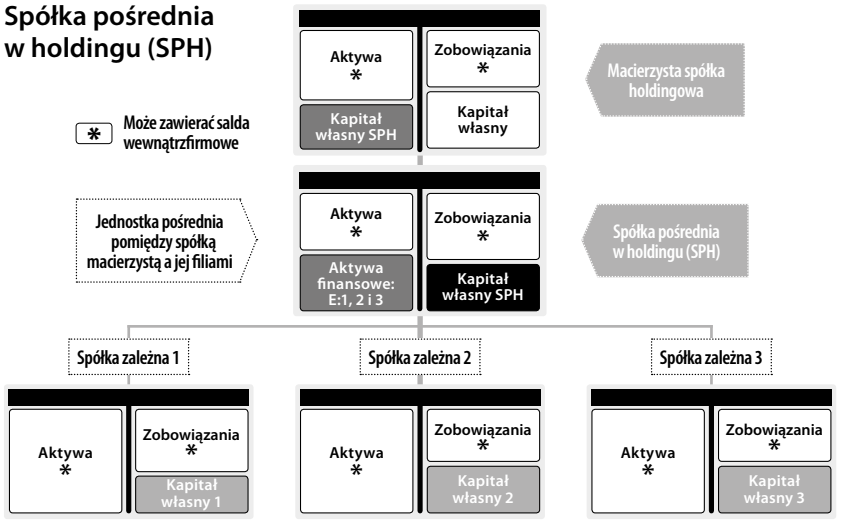
W.S. Hill-Reid *Letters from a Bank Parlour*, 1953

Spółka celowa • **Podmiot specjalnego przeznaczenia** • **Special Purpose Entity** • **SPE** • **Special Purpose Vehicle** • **SPV** • Prawnie utworzony organ, który ma na celu pojedyncze, ograniczone działanie, podejmowane w celu osiągnięcia jakiegoś konkretnego celu, zazwyczaj aby kupić i posiadać konkretne aktywa. *Spółki celowe* są podzbiorem *jednostek specjalnego przeznaczenia*. Aby zobaczyć więcej na temat związanej z tym sprawozdawczości, patrz *Kompendium terminów z zakresu rachunkowości po polsku i angielsku*.

Spółka inwestycyjna z dostępem do funduszu • **Laddering Investments** • Długoterminowe narzędzie inwestycyjne, które daje regularny dostęp do funduszy, aby reinwestować w innym miejscu lub zlikwidować pozycję.

Spółka pośrednia w holdingu • **Sub-holding Company** • Jednostka pośrednia pomiędzy spółką matką a działającymi spółkami zależnymi. Spółka pośrednia w holdingu będzie również kanałem przepływów gotówkowych pomiędzy

spółką macierzystą a jej operacyjnymi jednostkami. Nieskonsolidowany bilans spółki pośredniej w holdingu składa się z posiadanych udziałów spółek zależnych, jak również zobowiązań i należności, jeśli istnieją płatności zaliczkowe wewnątrz firmy. Zazwyczaj spółka pośrednia w holdingu posiada niewiele bądź w ogóle nie posiada aktywów operacyjnych. Dodatkowy poziom w postaci warstwy spółek pośrednich w holdingu powoduje, iż korporacyjne struktury własności są bardziej skomplikowane, co zwiększa koszt zgodności z prawami korporacyjnymi. Mogą one powstawać ze względu na tajemnice (ukrywanie prawdziwej własności działających spółek zależnych), planowanie podatków bądź aby ograniczyć roszczenia wierzycieli na poziomie operacyjnym firmy. W razie bankructwa spółka pośrednia w holdingu może skomplikować bądź zahamować regularny proces likwidacji.



Spółka stanu Delaware (USA) • **Delaware Company** (USA) • Każda amerykańska osoba prawna, której zarejestrowana siedziba mieści się w stanie Delaware. Ponieważ prawo gospodarcze stanu Delaware jest celowo liberalne i zachęcające do działalności gospodarczej, wiele spółek formalnie rejestruje się w tym stanie, niezależnie od faktycznego miejsca prowadzenia działalności. „Spółka Stanu Delaware" często oznacza spółkę „wydmuszkę" lub *spółkę celową*.

Spółka z nadmiernym poziomem zobowiązań bieżących • **XCL** (insurance abbreviation) • Firma o nadmiernej liczbie zobowiązań bieżących.

Spółki o wysokiej kapitalizacji (żargon) • **Megacaps** (vernacular) • Każda duża spółka notowana na giełdzie z wysoką (powiedzmy, powyżej 100 miliardów dolarów) *kapitalizacją*. Tego rodzaju spółki są zazwyczaj niezbyt ciekawe, aczkolwiek stabilne. Ze względu na ich rozmiar, zróżnicowanie, ustanowioną listę osiągnięć oraz niewielką dźwignię finansową są one z reguły mniej podatne na zmiany i mają niski wskaźnik *beta*. Patrz też *akcje „blue-chip"*.

Spółki o małej kapitalizacji • Small Capitalisation Stocks • Small Cap • Przedsiębiorstwa o niewielkiej w porównaniu z wielkimi graczami kapitalizacji rynkowej. Ocena wielkości jest jednak relatywna, uzależniona od rynku kapitałowego. Na przykład w USA próg wynosi 250 milionów dolarów – jest to kwota, która na mniejszym rynku mogłaby zostać uznana za dużą. Firmy tego rodzaju są zazwyczaj bardziej elastyczne i rokują wzrost, dlatego też mogą na dłuższą metę osiągnąć lepsze rezultaty niż więksi gracze. Mają one jednak również wady. Ponieważ są niewielkie, analitycy badający rynek poświęcają im mniej uwagi, co sprawia, że wśród inwestorów, szczególnie dużych inwestorów instytucjonalnych, kupno ich akcji na podstawie rekomendacji analityków jest ograniczone. To z kolei prowadzi do innego częstego problemu: wrażliwości i wahań cen takich akcji oraz braku płynności rynkowej. By uzyskać lepszą cenę, spółki o małej kapitalizacji często są wystawiane na pokusę wykupu z zastosowaniem dźwigni lub przejmowane przez firmę o dużej kapitalizacji (często oferującej swe najwyżej wycenione akcje jako zapłatę).

Spółki prywatne, publiczne, notowane (różnice) • Private vs. Public vs. Listed/Quoted Companies (distinctions) • Wszystkie wymienione spółki to spółki z ograniczoną odpowiedzialnością. Spółka publiczna różni się od prywatnej pod dwoma istotnymi względami. Po pierwsze, ma dużo większą *bazę kapitałową* w stosunku do wymagań większości praw korporacyjnych. Po drugie, w przypadku spółki publicznej nie istnieją żadne ograniczenia co do przeniesienia udziałów własnościowych (natomiast tego typu ograniczenia mogą i często pojawiają się w statutach firm prywatnych). Spółka notowana to spółka publiczna, która spełniła wymagania pozwalające jej wejść na konkretną *giełdę papierów wartościowych*. Do warunków tych należą: minimum kapitałowe, historia działalności, emisja założycielska oraz spełnianie standardów sprawozdawczości (co nie jest taką prostą sprawą dla wielu spółek publicznych). Często termin „spółka publiczna" odnoszony jest do dużych korporacji, których akcje znajdują się w obrocie.

Spółki typu megacap
Największe spółki według kapitalizacji rynku giełdowego 13 marca 2006

Korporacje międzynarodowe	Siedziba	Miliardy USD
ExxonMobil	USA	371
General Electric	USA	362
Microsoft	USA	281
Citigroup	USA	238
BP	Wlk. Btrytania	233
Bank of America	USA	211
Royal Dutch Shell	Wlk. Brytania/ Holandia	211
Wal-Mart Stores	USA	196
Toyota Motor	Japonia	196
Gazprom	Rosja	196

Źródło: „Financial Times", FT 500, 2006

Sprawozdanie z finansowania • **Financing Statement** • Opis projektu inwestycyjnego wyszczególniający źródła i sposób wykorzystania środków pieniężnych.

Sprawozdanie z finansowania (projektu/inwestycji) – przykład	
Wstępna ocena wykonalności, projektowanie i opracowanie technologiczne	XX
Grunty	XX
Budowa infrastruktury	XXX
Wyposażenie	XXX
Skapitalizowane odsetki	XX
Wstępne uruchomienie i testowanie	XX
Rezerwa na ewentualne opóźnienia	XX
Wydatki ogółem	***XXXX***
Inwestycja właściciela projektu	YY
Kredyt ze środków budżetowych	YY
Kredyt na sfinansowanie kosztów wynikających z opóźnienia	YYYY
Źródła finansowania ogółem	***YYYY***

Sprawozdanie to jest analogiczne do sprawozdania ze źródeł i wykorzystania środków pieniężnych, będącego częścią *sprawozdania finansowego*. Skupia się na dwóch kluczowych kwestiach: czy wszystkie koszty zostały ujęte w budżecie i czy ilość pozostających do dyspozycji środków wystarczy do zakończenia projektu. Sprawozdanie z finansowania jest ważnym narzędziem analitycznym, szczególnie przy rozważaniu ewentualności ryzyka niezakończenia projektu.

Spredy stóp zwrotu • **Yield Spreads** • Różnice między stopami zwrotu instrumentów o stałym oprocentowaniu, wynikające z różnic w cechach inwestycji, takich jak:

- ryzyko kredytowe,
- powiązane opcje,
- płynność,
- zasady opodatkowania dochodu,
- suwerenne ryzyko (dla danego kraju).

Pominąwszy powyższe różnice, stopa zwrotu z inwestycji powinna być ustalana wyłącznie na podstawie stóp procentowych wolnych od ryzyka, skorygowanych o strukturę czasową przeważającej krzywej dla najczęściej występującej stopy zwrotu. Ponieważ stopy zwrotu są nieodłącznie związane z wyceną rynkową, ich rozpiętość jest stale śledzona przez rynki kapitałowe, by zapewnić „efektywność" cen pod względem wykorzystania możliwości arbitrażu.

Sprytne pieniądze (żargon) • **Smart Money** (vernacular) • Termin odnosi się do profesjonalnych, przebiegłych, zdyscyplinowanych i dobrze poinformowanych inwestorów działających, jak się zakłada, na Wall Street. W zamyśle ma to stanowić kontrast wobec reszty ludzi, naiwnych amatorów-frajerów. Można więc spotkać się z wypowiedzią: „Sprytne pieniądze na Wall Street obstawiają wzrost stóp procentowych". Zgodnie z *hipotezą rynku efektywnego* sprytne pieniądze nie istnieją, są to raczej „pieniądze z fartu", „pieniądze, które myślą, że są sprytne" lub wręcz „pieniądze, które chciałyby być sprytne". Patrz również Warren *Buffett*.

Zbyt sprytni

Każdy głupi może zarabiać na giełdzie. Lecz jest wielu takich, którzy są na to zbyt sprytni… Ażeby stracić pieniądze [na giełdzie], udawaj supermądrego i czytaj prasę finansową, naprawdę możesz przechytrzyć giełdę. Oprócz tego trzeba mieć absolutny brak wyczucia pieniędzy i świata.

Ben Stein, ekonomista, pisarz, prawnik i aktor, cytowany w „Fortune" (wydanie europejskie), 3 września 2007, s. 41

Sprzedaj w maju i baju, baju (powiedzenie maklera giełdowego) • **Sell in May and Go Away** (stock broker adage) • Powiedzonko, które mówi, że nie warto obracać papierami, gdy rynki są spokojne. Pojawiający się wówczas brak płynności może utrudnić *odkrycie ceny rynkowej* i wywołać nadmierną wrażliwość cen na zmiany. W związku z tym inwestowanie podczas letnich wakacji to nie jest najlepszy pomysł. Jest w nim również zawarta sugestia, że nikt nie będzie miał prawdziwych wakacji, jeśli jednocześnie będzie się niepokoił swoją sytuacją finansową. Wreszcie powiedzonko wskazuje na immanentną cechę rynku – sezonowość. Większość z tego to przesądy. Mogło ono zawierać pewną mądrość w czasach, które już odeszły, jednak stanie z boku nie jest możliwe w dzisiejszym nadaktywnym świecie. Co więcej, efektywne i racjonalne rynki przewidziałyby każdy istotniejszy trend sezonowy i odpowiednio wcześniej uwzględniłyby w wycenach to zjawisko.

Sprzedawaj plotki, kupuj fakty (powiedzenie maklera giełdowego) • **Sell on Rumour, Buy on Fact** (stock broker adage) • Zasada asymetrii inwestycyjnej, według której inwestor wykazuje wrażliwość na pogłoski w podejmowaniu decyzji o sprzedaży posiadanych akcji, ale jest ostrożniejszy w ocenie, gdy chodzi o kupno nowych akcji. Jeśli obawy inwestora okażą się niesłuszne, koszt zbyt wcześnie sprzedanych akcji jest nieznaczny, ponieważ zawsze można je odkupić, ponosząc tylko koszty transakcyjne wyjścia i ponownego zakupu. Jeśli jednak obawy się sprawdzą, to sprzedaż uchroni go od straty pieniędzy. Patrząc z drugiej strony, jeśli inwestor kupuje na podstawie fałszywych pogłosek, ponosi dotkliwą stratę nie do odrobienia. Jeśli jednak plotki sprawdziły się, decyzja kupna była dobra. Jednakże jego jedyną stratą jest tu *koszt utraconych korzyści* z powodu utraconego zysku, co łatwiej przeboleć niż utratę gotówki.

Sprzedaż i leasing zwrotny • **Sale and Lease-back Transaction** • Sprzedaż wykazywanego w bilansie składnika aktywów stronie trzeciej (często *instytucji*

finansowej), która następnie oddaje go przedsiębiorstwu w leasing. Tego rodzaju operacja pozwala zwiększyć *płynność*, sfinansować *wydatki inwestycyjne* i – w zależności od sposobu ujęcia leasingu – zmniejszyć udział *dźwigni* w strukturze kapitałowej, przy jednoczesnym zapewnieniu dalszego użytkowania kluczowych środków trwałych. Jest to również sposób na realizację *wartości ukrytej* w niezrealizowanych *zyskach kapitałowych*, powstałych np. z tytułu posiadania nieruchomości. Z tego względu sprzedaż i leasing zwrotny stosuje się często w ramach *restrukturyzacji przedsiębiorstwa.* Spółki o ratingu poniżej klasy inwestycyjnej mogą również uzyskać dostęp do tańszego kapitału w porównaniu z kredytodawcami lub rynkami kapitałowymi. Szczegółowe omówienie implikacji rachunkowych tego rodzaju transakcji można znaleźć w *Kompendium terminów z zakresu rachunkowości po polsku i angielsku*.

Sprzeniewierzenie • Defraudacja • Embezzlement • Oszustwo finansowe na wielką skalę, kiedy ci, którym powierzono pieniądze, kradną je. Zawsze istnieje ryzyko defraudacji, gdy w grę wchodzi *obowiązek powiernika*. Kontrole wewnętrzne i wrodzona uczciwość (większości) osób stanowią najlepszą obronę. W przypadku instytucji finansowych defraudacje często nie są ujawniane, ponieważ takie firmy niechętnie przyznają się publicznie do istnienia zarzutów w trosce o swoją reputację. Pochodzenie słowa: angielsko-francuskie „enbesilier" = „skończyć z".

„Frauda"

W każdym momencie istnieje zasób niewykrytych defraudacji w, a dokładniej może raczej poza firmami i bankami danego kraju. Zasób ten – nazwijmy go „frauda" – sięga w każdej chwili milionów dolarów. Jego wielkość zmienia się wraz z cyklem koniunkturalnym. W dobrych czasach ludzie są zrelaksowani, ufni i jest mnóstwo pieniędzy. Chociaż pieniędzy jest bardzo dużo, niektórzy potrzebują ich jeszcze więcej. W tych warunkach tempo defraudacji rośnie, tempo wykrywalności spada i „frauda" powiększają się gwałtownie. W okresie depresji sytuacja jest odwrotna. Pieniądz obserwujemy przenikliwym, podejrzliwym okiem. Zakładamy, że człowiek, który nim obraca, jest nieuczciwy, dopóki nie udowodni, że jest inaczej. Audyty są wnikliwe i drobiazgowe. Moralność w handlu poprawia się niezwykle. „Frauda" kurczą się.

J.K. Galbraith *The Great Cash*, s. 138

Stag (dosłownie: jeleń; slang) • **Stag** (slang) • Spekulant papierami wartościowymi, który zazwyczaj *zbiera śmietankę* dzięki szybkim transakcjom kupna i sprzedaży. W Wielkiej Brytanii słowo ma bardziej precyzyjne znaczenie i dotyczy spekulowania akcjami w *pierwszej ofercie publicznej*, na które popyt przekracza podaż. Korzenie słowa prawdopodobnie wywodzą się od agresywnego zachowania jelenia, szczególnie w okresie godowym.



Stała baza (żargon) • **Installed Base** (vernacular) • Każda inwestycja w aktywa bieżące spółki, dzięki której będzie ona dalej generować przepływy pieniężne w przyszłości, pod warunkiem realizacji nakładów inwestycyjnych na utrzymanie bieżących aktywów. Klasycznym przykładem jest operator telefonii komórkowej, którego umowy abonamentowe zapewniają długoterminowy dopływ gotówki.

Świeży start

Przyczyną, dla której Bóg był w stanie stworzyć świat w siedem dni, był brak **stałej bazy**.

Dlaczego można osiągnąć wzrost na rynkach rozwijających się od zera, „Fortune" (wydanie europejskie), 12 listopada 2007, s. 34

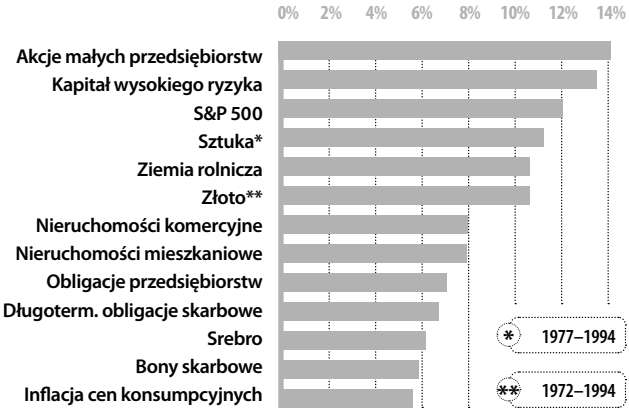
Standardy Sprawozdawczości Globalnego Inwestowania • Global Investment Performance Standards • GIPS • Porozumienie pomiędzy zawodowymi inwestorami z 27 krajów (2005 rok) dotyczące stosowania zasad obliczania i prezentacji wyników osiąganych przez firmy zarządzające. Etycznym fundamentem GIPS jest zasada rzetelnej prezentacji i pełnego ujawnienia informacji. Od 2006 roku GIPS będą certyfikowane przez CFA Institute (Instytut Dyplomowanych Analityków Finansowych).

Stopa dochodu obligacji • Bond Equivalent Yield • BEY • Stopa dochodu dolarowych instrumentów rynku pieniężnego wyrażona w 365-dniowym roku, stosowana do instrumentów rynku pieniężnego wyrażonych w funtach szterlingach oraz obligacji długoterminowych.

Stopa dochodu obligacji		
Wzór	=	$\frac{365 \times D}{360 - (D \times T)}$
D	=	Dyskonto
T	=	Czas pozostały do terminu zapadalności

Stopa dochodu, rentowność (inwestycje) • Yield (Investment) • Roczny *dochód netto* z inwestycji wyrażony jako procent początkowych kosztów. Rentowność jest zatem miarą zwrotu na inwestycji lub wydajności, która odróżnia zainwestowany kapitał od dochodu z inwestycji. Stopa dochodu istnieje pod różnymi postaciami: „dochód bieżący" (dochód z kuponu podzielony przez cenę rynkową inwestycji), „stopa dochodu w okresie do wykupu" (kalkulacja wewnętrznej stopy zwrotu), „stopa dochodu obligacji" (przeliczona na stawkę roczną półroczna stopa zwrotu), „stopa dochodu w okresie do wcześniejszego wykupu" (stopa dochodu z obligacji, która została wykupiona przed terminem zapadalności), „stopa dochodu w okresie do refundacji" (stopa dochodu do momentu wygaśnięcia ograniczeń przedpłaty), „stopa dochodu w okresie do sprzedaży" (stopa dochodu, gdy obligacja wraca do emitenta). Stopa dochodu określonego instrumentu będzie zazwyczaj funkcją stopy dochodu wolnej od ryzyka, marży kredytu (jako rekompensacja ryzyka), czasu trwania (okres czasu do terminu zapadalności) oraz każdej zawartej opcji. W sytuacji kiedy inwestycja obejmuje transakcje na rynku giełdowym, *arbitraż cenowy* zazwyczaj sprawia, że stopa dochodu instrumentu finansowego będzie zgodna z osiągalną na rynku stopą zwrotu inwestycji o podobnym ryzyku oraz terminie zapadalności.

Stopa dochodu
Inwestycje w USA: roczne stopy zwrotu w % (1945–1994)



Źródło: Morgan Stanley

Stopa dyskonta • **Discount Rate** • Wielkość służąca do obliczania bieżącej wartości netto przyszłych strumieni pieniężnych. Jako miara wartości pieniądza w czasie wartość stopy dyskonta jest zbliżona do rynkowych stóp procentowych. W decyzjach dotyczących wydatków kapitałowych angażujących przyszłościowo nadwyżki kapitałowe stopa dyskonta może też odzwierciedlać koszty kapitałowe właściciela projektu i premię od ryzyka związanego ze zmiennością nadwyżek finansowych w przyszłości. Zgodnie z powyższym stopy dyskonta (zwane także „stopami wekslowymi") są również wykorzystywane w transakcjach komercyjnymi papierami dłużnymi i wekslami, gdzie w momencie zapadalności instrumentu wpływa zryczałtowana kwota pieniężna.

Stopa dywidendy • **Dividend Yield** • Oczekiwana stopa zwrotu na *dywidendach* jako część rynkowej ceny akcji. Na większości rynków stopa dywidendy mieści się między 1% a 3% (np. 1,7% dla Indeksu S&P 500 w 2006 roku według „Fortune" – wydanie europejskie, 25 czerwca 2007, s. 32):

Stopa dywidendy		
Wzór =	$\frac{\text{Dywidenda na jedną akcję}}{\text{Cena akcji}}$	= 1% – 3%

Stopa dywidendy jest funkcją *zysku na akcję*, *wskaźnika wypłaty dywidendy* oraz ceny rynkowej akcji. Zakładając, że inne czynniki pozostają niezmienione, cena akcji zazwyczaj powinna ucierpieć przy niskiej stopie dywidendy, ponieważ inwestorzy trzymają akcje dla uzyskania środków pieniężnych. Jednak przedsiębiorstwa

z korzystnymi perspektywami wzrostu organicznego nie muszą koniecznie mieć wysokiego wskaźnika, jeśli zysk jest inwestowany w sposób produktywny z powrotem w przedsiębiorstwo, finansując jego rozwój. Wówczas akcjonariusze zbiorą przyszłe zyski kapitałowe poprzez zysk ze wzrostu ceny akcji, który odzwierciedla tworzenie wartości, i ich podatek dochodowy od dochodów z dywidend zostanie odroczony. Jednakże kiedy są jakiekolwiek wątpliwości co do *jakości zysku*, wtedy stopa dywidendy staje się bardziej istotna jako *sygnalizowanie*, że są osiągane rzeczywiste zyski. Ponadto w warunkach ekonomicznych, w których spodziewana jest deflacja oraz niski wzrost gospodarczy, większe zyski oraz zyski kapitałowe są mniej prawdopodobne i inwestorzy będą szukać stopy dywidendy bardziej przypominającej dochodowość *obligacji*. Ogólnie rzecz biorąc, przedsiębiorstwa z dobrze rozwiniętych i stabilnych sektorów (np. energetyka i bankowość) z reguły mają wysokie stopy dywidend w porównaniu do spółek z perspektywami szybkiego rozwoju (np. nowe technologie). Patrz również *wskaźniki giełdowe*.

Czas spłaty

Dywidendy są ważne. Wierzcie mi lub nie, ale od 1928 roku dywidendy stanowiły 51% całkowitego zysku na akcjach, co nie jest drobnostką. Dywidendy powinny być nawet jeszcze ważniejsze w czasie, gdy współczynniki C/Z są coraz mniejsze. Tak więc znalezienie firm, które spłacają swoich akcjonariuszy w formie dywidend, będzie kluczem [do sukcesu inwestycyjnego].

Uwagi znanego analityka inwestycyjnego, „Fortune", 21 grudnia 2009, s. 29

Stopa kapitalizacji rynkowej • **Market Capitalisation Rate** • Oczekiwana stopa zysku z papieru wartościowego. Stopa zysku jest funkcją oczekiwanej przyszłorocznej dywidendy oraz wszelkich zysków kapitałowych (które z kolei są funkcją oczekiwanych zmian dywidendy w przyszłości). W długim okresie stopa kapitalizacji rynkowej jest także przybliżeniem sumy stopy dywidendy i wzrostu zysku na akcję. Z uwagi na *arbitraż* na rynku kapitałowym wszystkie papiery wartościowe na tym samym poziomie ryzyka zostaną tak wycenione, że ich stopa kapitalizacji rynkowej będzie taka sama. Porównaj ze *wskaźnikiem C/Z do zyskowności*.

Wzór =	$\frac{\text{Dywidenda}_1 + \text{Zysk kapitałowy } (P_1 - P_0)}{\text{Cena rynkowa akcji } (P_0)}$	$\times 100\%$

Stopa nominalna obligacji • **Nominal Percentage Bond Price** • Cena *obligacji* wyrażona jako procent jej wartości nominalnej, czyli kwoty umownej należnej w terminie wykupu. Ze względu na *arbitraż cenowy* ceny obligacji rzadko są takie same jak ich wartość nominalna, gdy ich stopa oprocentowania różni się od rynkowych stóp procentowych. Tradycyjnie na rynkach obligacji podaje się ceny nie w postaci pieniężnej, a raczej w postaci stopy nominalnej.

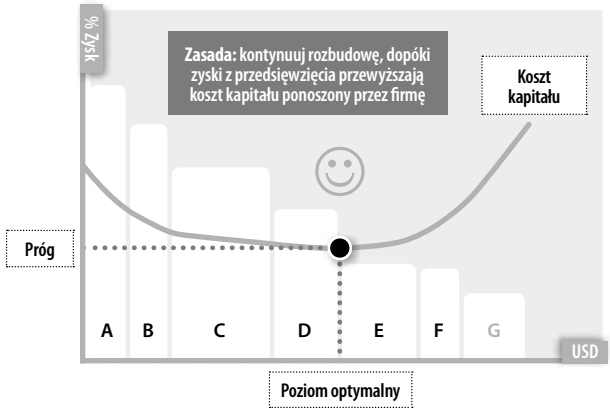
Stopa pokrycia w aktywach • **Asset Coverage** • *Wskaźnik* finansowy mierzący *wypłacalność* przedsiębiorstwa:

Stopień wypłacalności		
Stopa pokrycia w aktywach	=	$\frac{\text{Wartość księgowa netto sumy aktywów}}{\textit{Zadłużenie} \text{ albo } \textit{suma pasywów}}$

Wskaźnik ten w domyśle zawiera scenariusz likwidacji. Pomija różne priorytety roszczeń wierzycieli oraz strukturę czasową zobowiązań pod względem terminu wymagalności. Większość praw upadłościowych określa „niewypłacalność" jako sytuację, gdy stopa pokrycia w aktywach spadnie poniżej jedności.

Stopa progowa • **Hurdle Rate** • Minimalna wewnętrzna stopa zwrotu (lub – alternatywnie – stopa dyskonta użyta do obliczenia *wartości bieżącej netto*), jaką dana inwestycja musi przynieść, aby można było podjąć decyzję o poniesieniu *nakładów inwestycyjnych* na jej realizację. Stopa progowa jest wielkością ustalaną decyzją zarządu. Jej minimalna wartość powinna być ściśle powiązana z kosztem kapitału ponoszonym przez przedsiębiorstwo. Niedobór funduszy lub chęć zrekompensowania ryzyka związanego z przedsięwzięciem może być powodem ustalenia przez zarząd wyższej stopy progowej, przy której inwestycje podejmuje się bardziej wybiórczo. Przedsięwzięcia o niewielkim ryzyku lub nakłady związane z wymogiem zgodności z przepisami mogą mieć stosunkowo niższą stopę progową, odzwierciedlającą właściwą im atrakcyjność. Podstawowy sens korzystania ze stopy progowej jako kryterium inwestycyjnego polega na tym, że to zdrowa dyscyplina finansowa wymusza, by projekty inwestycyjne były uzasadnione względami ściśle komercyjnymi.

Stopa progowa



Stopa reinwestycji • **Reinvestment Rate** • Część dochodu operacyjnego danego podmiotu po opodatkowaniu, którą reinwestuje się w firmę zamiast wypłacania jej w postaci dywidend. Znana jest również pod nazwą *wskaźnik reinwestowania*. Zgodnie z ogólną *polityką dywidend* większość firm zwiększa tę stopę w miarę zwiększania się liczby możliwości inwestycyjnych.

Stopa zwrotu w terminie do wykupu • **Yield-to-Maturity** • **Y-t-M** • Jedyna stopa dyskonta, która równa się przyszłemu przepływowi pieniężnemu z instrumentu o stałym oprocentowaniu, zachowanego do terminu zapadalności do jego ceny rynkowej. Podobnie jak przy obliczaniu *wewnętrznej stopy zwrotu*, obliczając stopę zwrotu w terminie do wykupu, zakłada się, że wszystkie przepływy pieniężne zostały ponownie zainwestowane po stopie dyskonta. Stopa zwrotu w okresie do wykupu jest zwykle funkcją stopy wolnej od ryzyka na rynku plus spred kompensujący ryzyko kredytowe inwestycji. Podstawową zależnością na rynkach kapitałowych jest spadek ceny instrumentu wraz ze wzrostem stopy zwrotu w terminie do wykupu, i odwrotnie (patrz *arbitraż cenowy*).

Stopa zwrotu w terminie do wykupu

$$MV = \frac{\text{Odsetki}}{(1+R)^1} + \frac{\text{Odsetki}}{(1+R)^2} + \frac{\text{Odsetki}}{(1+R)^3} + \cdots\cdots + \frac{\text{Odsetki} + \text{Kwota główna}}{(1+R)^n}$$

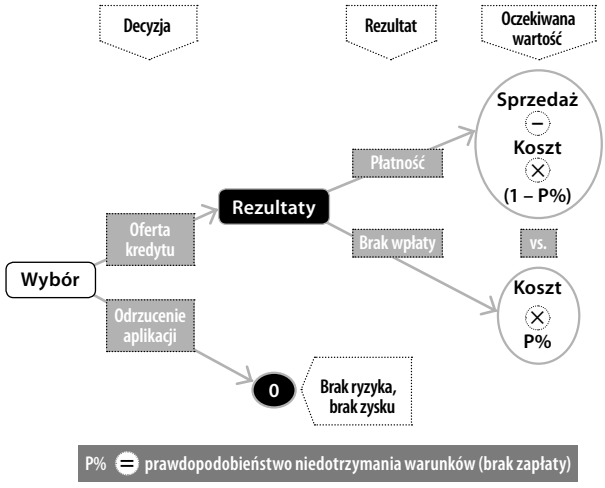
MV = wartość rynkowa instrumentu o stałym oprocentowaniu
Odsetki = stopa odsetek × wartość nominalna inwestycji
Kwota główna = kwota wykupu należna w terminie wykupu
n = liczba rocznych okresów w przyszłości
R = stopa dyskonta do rozwiązania równania = średnia ważona różnych stóp dyskonta dla danych okresów

Faktyczna stopa zwrotu z inwestycji będzie inna od swojej stopy zwrotu w terminie do wykupu, ponieważ przepływ pieniężny może nie zostać reinwestowany po tej samej stopie (patrz *ryzyko reinwestowania*). Również rzeczywiste zwroty mogą się różnić, jeśli inwestycja zostanie sprzedana przed terminem wykupu, co może przynieść zyski lub oznaczać straty.

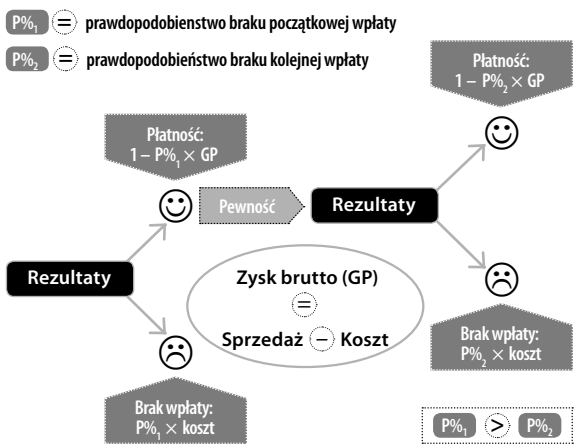
Stopień akceptacji ryzyka (żargon) • **Skłonność do ryzyka** • **Risk Appetite** (vernacular) • Gotowość do zaakceptowania określonego stopnia *ryzyka* w transakcji handlowej. Termin ten ma synonimy takie jak „apetyt na ryzyko", „zdolność do ponoszenia ryzyka" oraz „tolerancja ryzyka". Stopień akceptacji ryzyka jest funkcją kilku zjawisk. Istotny jest stosunek podejmującego decyzję do ryzyka. Większość z nas nie podejmie ryzyka, o ile nie musi tego robić. Kolejnym czynnikiem jest dywersyfikacja, zwłaszcza jeśli chodzi o rozmiar możliwych strat poniesionych na transakcji w porównaniu z posiadanymi zasobami finansowymi. Mniejsze firmy nie są w stanie spekulować oraz stracić tak wiele jak duże korporacje. (Być może fakt ten zainspirował powiedzenie: „Bogaci się bogacą, a biedni biednieją"). Poglądy na temat przyszłych warunków dla biznesu na pewno będą miały znaczenie (np. jeśli myślimy, iż zbliża się recesja, będzie obowiązywała większa doza ostrożności). W końcu zasada *optymalnej relacji ryzyka do dochodu* będzie decydować o akceptowanym poziomie ryzyka. Bardzo łatwo można zaobserwować to w przypadku sprzedaży w kredycie handlowym. Akceptowany poziom ryzyka będzie zawsze determinowany przez marżę sprzedaży. Sprzedawca mający neutralny stosunek do ryzyka będzie utrzymywał równowagę pomiędzy korzyściami podejmowania ryzyka a kosztem i rozważy je, biorąc pod uwagę oczekiwane prawdopodobieństwo. Oczekiwane korzyści mogą być określone ilościowo jako: *zysk brutto* × prawdopodobieństwo zapłaty (= odwrotność prawdopodobieństwa nieuiszczenia zapłaty). Oczekiwane koszty równałyby się stratom × prawdopodobieństwo niezapłacenia. Sytuacja progowa nastąpi, kiedy oczekiwane korzyści zrównają się z oczekiwanymi kosztami, tj. Koszt × P% = [(Cena – Koszt) × (1 – P%)]. Rozwiązując to w sposób algebraiczny: sytuacja taka zaistnieje, kiedy marża sprzedaży brutto równa się prawdopodobieństwu niewywiązania się z warunków. Dlatego też im wyższa jest marża zysku brutto, tym bardziej można podjąć ryzyko kredytu handlowego. W przypadku powtarzających się zamówień można podjąć większe ryzyko, ponieważ podobieństwo a priori nieuiszczenia zapłaty zmniejszy się, kiedy zaistnieje historia zapłat – zamówienia powtarzające się budują lojalność klienta oraz stwarzają nowe możliwości zysku. Biorąc pod uwagę, iż dostawcy zarabiają na marży, dajmy na to, 10–30%, kredyt handlowy powinien być przyznawany bez problemu. Niemożność otrzymania kredytu handlowego jest więc złym znakiem (o ile kupujący nie bierze rabatów z tytułu wcześniejszej zapłaty). W taki sposób inni

odpowiedzialni za decyzje finansowe będą odpowiednio ustosunkowywać się do ryzyka. Na przykład stosujące 1- lub 2-procentową marżę banki komercyjne będą bardzo ostrożne. W przeciwieństwie do nich właściciele *kapitałów wysokiego ryzyka* z docelowym zwrotem wysokości 30–50% będą bardziej skłonni do spekulacji poprzez podjęcie ryzyka.

Stopień akceptacji ryzyka: decyzja początkowa



Stopień akceptacji ryzyka: powtarzające się zamówienia



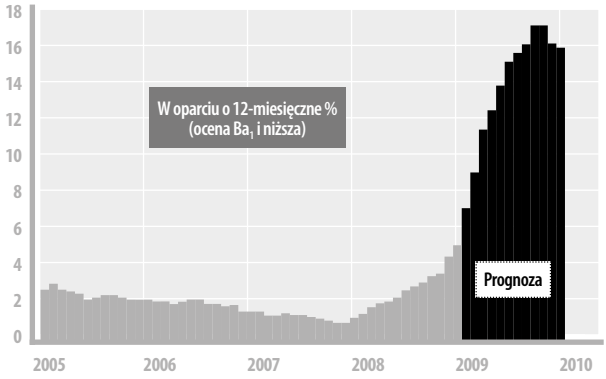
Stopień płynności aktywów (żargon) • **Cash Tied Up** (vernacular) • Wielkość określająca, jak długo aktywa obrotowe, szczególnie należności i zapasy, stanowią zamrożenie gotówki do momentu jej upłynnienia (tj. uwolnienia)

w trakcie *cyklu operacyjnego*. Czas, na jaki gotówka jest zamrożona, może być wyrażony wskaźnikiem spłaty należności (DSO – day's sales outstanding). Można powiedzieć: „Nasza gotówka jest zamrożona w należnościach i można ją odzyskać dzięki sprawniejszym procedurom windykacji".



Stopy przeterminowania • **Default Rates** • Odsetek długu występujący na danym rynku, który nie jest obsługiwany zgodnie z umową. Może to obejmować niezapłacone lub opóźnione płatności, bankructwo, sekwestr sądowy lub wymuszoną konwersję na kapitał. W przypadku *rynku obligacji* korporacyjnych stopy przeterminowania podają interesującą historię wyników sektora przedsiębiorstw. Stopy przeterminowania naturalnie odzwierciedlają ratingi kredytowe, czyli – jeśli są one dokładne, przy obligacjach klasy inwestycyjnej – ryzyko naruszenia warunków umowy powinno występować rzadziej niż w obligacjach klasy spekulacyjnej. Nic więc dziwnego, że agencje ratingowe dokładnie śledzą stopy przeterminowania, żeby potwierdzić słuszność swoich ratingów. A ratingi kredytowe zweryfikowane przez faktyczne stopy przeterminowania skutkują różnicami w oprocentowaniu, a przez to określają koszt kapitału. Zmiany stóp przeterminowania odzwierciedlają również ogólne warunki ekonomiczne oraz poszczególnych sektorów. Naruszenie warunków umowy jest nieoczekiwane, ale nie jest rzadkie. Według agencji ratingowej Moody's spośród 15 700 emitentów korporacyjnych, których agencja oceniała od 1920 roku, 3280 w pewnym momencie naruszyło warunki umowy (źródło: Moody's Investor Services, *Historical Default Rates of Corporate Bond Issuers, 1920–1999*).

Stopy przeterminowania
Stopa przeterminowania dla obligacji korporacyjnych USA



Źródło: Moody's

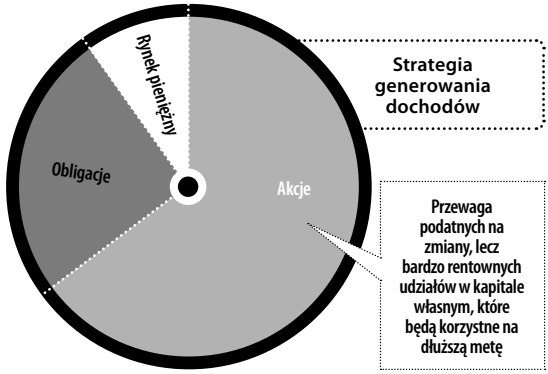
Stowarzyszenie Profesjonalnych Finansistów (USA) • **Association for Financial Professionals** (USA) • Instytucja reprezentująca osoby zajmujące najwyższe stanowiska finansowe w przedsiębiorstwach. Jej celem jest oferowanie produktów i szkoleń oraz umożliwienie dokształcania osobom pełniącym funkcje finansowe w przedsiębiorstwach. Strona internetowa: www.afponline.org.

Strategia CPPI • **Constant Portion Portfolio Insurance** • **CPPI** • Metoda ubezpieczania portfela, w której inwestor ustala dolny limit wartości portfela. Stosunkowo ryzykowne aktywa są łączone z tymi pozbawionymi ryzyka (np. ekwiwalentami środków pieniężnych), które działają jak poduszka, a struktura jest co jakiś czas dostosowywana w zależności od wyników portfela. Do uzyskania pożądanych efektów ochrony kapitału można użyć także *instrumentów pochodnych.* Patrz również *inwestowanie poprzez alokację aktywów*.

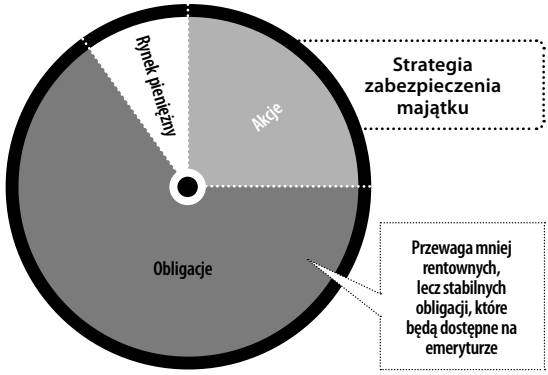
Strategia efektywności kosztowej • **Cost Leadership** • Strategia dążenia do obniżenia kosztów w celu zwiększenia udziału w rynku poprzez obniżkę cen lub podniesienia rentowności. Strategia efektywności kosztowej koncentruje się na korzyściach płynących z wydajności i efektywności, likwidacji marnotrawstwa i ścisłej kontroli kosztów. Strategia ta jest popularna na rynkach towarowych, które charakteryzują się wysoką elastycznością popytu (np. udział rynkowy jest silnie zależny od ceny). Patrz także *cięcie kosztów.*

Strategia inwestycyjna na całe życie (o malejącym ryzyku) • **Life Cycle Investing** • Długoterminowa strategia inwestycyjna dla osób prywatnych, która początkowo opiera się głównie na inwestycjach w akcje i stopniowo przechodzi na obligacje, w miarę jak osoba oszczędzająca zbliża się do emerytury. Dopóki ludzie są młodzi, mogą sobie pozwolić na większe ryzyko, ponieważ mają stałe pensje, z których mogą się utrzymać. Umożliwia im to uzyskanie lepszych długoterminowych zysków z inwestycji w akcje według strategii „kup i trzymaj". Zbliżając się do emerytury, nie można już pozwolić sobie na takie ryzyko. Zatem powinno się stopniowo przejść z inwestycji w akcje na inwestycje, np. w obligacje, które lepiej zachowują zgromadzony majątek. Strategia inwestycyjna na całe życie ma na celu czerpanie korzyści z lepszych długoterminowych zysków z akcji, których ryzyko zazwyczaj zmniejsza się, im dłuższy jest okres trzymania akcji. Strategia ta ma dużo wspólnego z *metodą uśredniania ceny*, ponieważ oparta jest na modelu zdyscyplinowanego oszczędzania: wczesnego, równomiernego i trwałego inwestowania przez całe życie.

Strategia inwestycyjna na całe życie: początek



Strategia inwestycyjna na całe życie: koniec



Zdrowy rozsądek

Strategia inwestycyjna musi być dopasowana do **życiorysu**. Wystarczy zdrowy rozsądek, by dojść do wniosku, że osoba, która ma 34 lata, wykorzysta inne instrumenty finansowe do osiągnięcia swoich celów niż osoba mająca 64 lata i zbierająca na emeryturę. [Młodzi] mogą wykorzystać swoje pensje do pokrycia strat z powodu ryzykownych inwestycji. [W późniejszym wieku] już nie mamy luksusu stałej pensji i nie możemy sobie pozwolić na to, aby stracić pieniądze potrzebne nam w bliskiej przyszłości.

Burton Malkiel *A Random Walk Down Wall Street*
(*Błądząc po Wall Street. Dlaczego nie można wygrać z ryzykiem*)

Strategia „kup i trzymaj" (żargon) • **Buy and Hold Investing** (vernacular) • Strategia inwestycyjna dla cierpliwych, która skupia się na dobraniu dobrych akcji w oparciu o *analizę fundamentalną*, a następnie trzymaniu ich przez dłuższy czas – niezależnie od „górek i dołków" na rynku – dopóki ich fundamentalne cechy pozostaną atrakcyjne. Jest ona przeciwieństwem strategii *zbierania śmietanki*. Nazywa się ją również strategią „prawdziwego pieniądza" (w przeciwieństwie do krótkoterminowego kapitału spekulacyjnego).

Trzymaj się!

Łączenie zwrotów i unikanie błędów wiele zmieniają. Badania naukowców wykazują, że w przypadku inwestorów **przetrzymujących akcje przez okres** 10 lat rzeczywisty historyczny zwrot z akcji występował przez 89% czasu, w porównaniu do jedynie 68% dla rocznego okresu trzymania akcji.

„CFA Magazine", wrzesień/październik 2005, s. 8

Strategia „Market timing" • **Market Timing** • Szybkie zakupy i sprzedaż funduszy powierniczych jako strategia szybkiego zysku. W przypadku funduszy międzynarodowych mogą występować rozbieżności cenowe z powodu różnych stref czasowych. Samo w sobie nie jest to nielegalne, lecz większość funduszy nie zachęca do tego. Jednakże nieetyczne fundusze mogą robić wyjątki dla wybranych inwestorów lub własnych pracowników. Ponieważ inwestorzy spekulacyjni szybko przerzucają swoje pozycje, dla długoterminowych inwestorów

tworzą się koszty. Oszacowano, że „market timing" kosztuje długoterminowych inwestorów w USA 5 miliardów dolarów rocznie (źródło: „Fortune" – wydanie europejskie, 23 listopada 2003, s. 93). Patrz również *zbieranie śmietanki*.

Strategia pompowania (slang) • **Pump and Dump** (slang) • Krótkoterminowe decyzje biznesowe podejmowane przez zarząd, które sprawiają, że *cena rynkowa* akcji chwilowo wzrasta, umożliwiając mu pozbycie się swoich akcji z zyskiem. Stanowi to potencjalne naruszenie systemu wynagrodzenia kadry menedżerskiej, który wykorzystuje *opcje* menedżerskie.



STRIPS • Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities • Praktyka oddzielnego obrotu kwotą główną obligacji i odsetkami. Kwota główna traktowana jest jako *obligacja zerokuponowa*, a odsetki jako *annuitet.* Początkowo banki inwestycyjne używały słowa „strip" w odniesieniu do każdego takiego rozdzielenia przepływów pieniężnych. Później Departament Skarbu USA sformalizował tę praktykę i nazwę poprzez emisję tego rodzaju papierów wartościowych.

Strona podażowa rynku (żargon) • **Sell-side of the Market** (vernacular) • Szeroka klasyfikacja nastawionych na sprzedaż inwestorów na *rynku kapitałowym*. Wykazują oni w związku z tym pewną tendencyjność i potrzeby. Znają inwestycję z racji jej posiadania i są mniej zainteresowani uzyskaniem o niej informacji (tj. nie występuje problem *asymetrii informacji*). Podjęli oni już decyzję o sprzedaży i chętnie widzieliby płynne rynki z dużą liczbą potencjalnych inwestorów po *stronie popytowej rynku*. Wykazują postawę *tradera* w przeciwieństwie do inwestujących według *strategii „kup i trzymaj"*. Są także relatywnie bardziej zainteresowani odpowiednim momentem transakcji niż przy inwestycjach długoterminowych, typu „*kup i trzymaj*".

Strona popytowa rynku (żargon) • **Buy-side of the Market** (vernacular) • Szeroka kategoria obejmująca potencjalnych inwestorów na *rynku kapitałowym* nastawionych na zakupy. Wykazują oni przy tym pewne uprzedzenia i potrzeby. Chcą ulokować fundusze tak, by „pieniądze pracowały". Czy jako inwestorzy długoterminowi, czy krótkoterminowi spekulanci, chcą poznać ryzyko i zwrot z potencjalnej inwestycji. Inwestorzy znajdujący się po stronie popytowej rynku są „outsiderami" kupującymi coś, co mogą dokładnie ocenić, dopiero gdy to kupią, dlatego dotyczy ich problem *asymetrii informacji* i są szczególnie zainteresowani przejrzystością i szczegółową informacją rynkową. Na ich korzyść działa możliwość wyboru. Dopóki nie zdeklarują się ostatecznie, zawsze mogą zainwestować w coś innego. Termin ten jest również wspólną nazwą dużych *inwestorów instytucjonalnych*, takich jak *fundusze powiernicze*, *fundusze hedgingowe* oraz *fundusze emerytalne*, którzy lokują duże kwoty na *giełdzie papierów wartościowych*, kupując akcje. Ta grupa generuje duże wolumeny prowizji od transakcji dla banków inwestycyjnych. Ponieważ fundusze tradycyjnie korzystają z usług firm udzielających im dobrych porad inwestycyjnych, analitycy odgrywają kluczową rolę w obsłudze strony popytowej. Porównaj ze *stroną podażową rynku.*

Struktura dwuwładzy • **Bicephalic Structure** • Struktura zarządzania najwyższego szczebla oparta na dwóch *przewodniczących* w radzie nadzorczej i dwóch prezesach. Władza i odpowiedzialność są wspólne: decyzje podejmuje się w wyniku konsensusu. Struktura taka nie jest sprawna, dlatego rzadko występuje. Może wynikać z równych praw dwóch udziałowców (np. spółka francusko-niemiecka w przypadku EADS – producenta samolotów) w bardzo dobrze współpracującym zespole lub z potrzeby zróżnicowania przywództwa dla uniknięcia ryzyka charyzmatycznego zarządu.

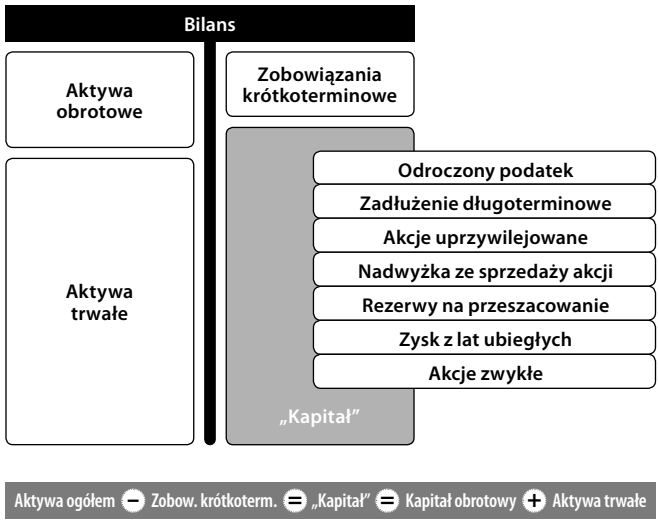
Przewaga

Z punktu widzenia inwestorów RIM ma jeszcze jedną przewagę nad konkurencją: zarząd. Fakt, że założyciel i długoletni współzarządzający prezes są ciągle u steru, stanowi dla inwestorów zapewnienie, że RIM będzie kontynuował wprowadzanie innowacyjnych produktów.

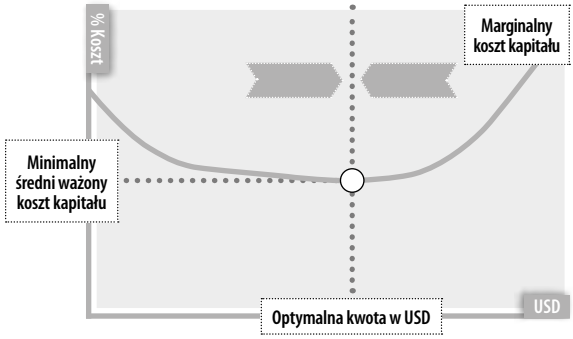
Artykuł o sukcesie spółki Research in Motion,
„Canadian Business Magazine", 9 kwietnia 2007, s. 34

Struktura kapitału • **Capital Structure** • Charakterystyka długoterminowych źródeł finansowania majątku przedsiębiorstwa, wykazywana w bilansie „pod kreską". Zalicza się do tego zadłużenie długoterminowe z różnymi warunkami i postanowieniami (np. dotyczącymi terminu zapadalności, amortyzacji, oprocentowania stałego i zmiennego, nadrzędności lub podporządkowania itp.) oraz *kapitał własny* (uprzywilejowany, zwykły itp.).

Struktura kapitału



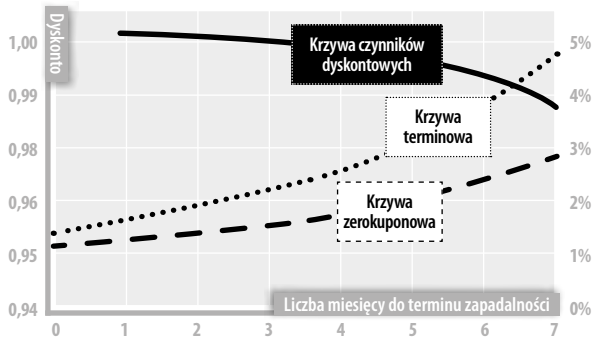
Struktura kapitału



W świecie, w którym wartość spółki byłaby oparta jedynie na przepływach gotówkowych, generowanych przez składniki majątku, struktura kapitałowa nie miałaby żadnego znaczenia. Określałaby jedynie sposób dystrybucji przepływów pieniężnych między wierzycielami a akcjonariuszami. Jednakże z uwagi na fakt, że należności narażają pożyczkodawcę na ryzyko *naruszenia warunków umowy* i *bankructwo*, struktura kapitału **ma** znaczenie. Dlatego określenie struktury kapitałowej jest ważną decyzją kierowniczą w ramach *funkcji finansowej*. Struktura ta kształtowana jest przez wiele czynników, takich jak: skłonność do ponoszenia *ryzyka*; dostępność i pewność różnych źródeł finansowania; wielkość firmy (większe firmy mają łatwiejszy dostęp do *rynków kapitałowych*, a *małe i średnie przedsiębiorstwa* są bardziej uzależnione od banków); charakterystyka branży (w szczególności *zmienność* przepływów gotówkowych) i podatek dochodowy, ponieważ odsetki można odliczyć, a *dywidendy* mogą podlegać podwójnemu opodatkowaniu. Korzystanie z kredytów ma wiele zalet (patrz *efekt dźwigni*), musi jednak podlegać ograniczeniom wynikającym z ryzyka naruszenia warunków umowy i ewentualnej *niewypłacalności*. Ponieważ wartość spółki określają nie tylko przepływy pieniężne związane z aktywami, ale również efektywność zarządzania aktywami, finansowanie z kredytów zapewnia określone korzyści behawioralne, o ile jest się w stanie sprostać kosztom oprocentowania. Przedsiębiorcy i menedżerowie mogą być stosunkowo bardziej zainteresowani działalnością, gdy całość finansowania uzupełniana jest kredytami. Również konieczność obsługi zadłużenia i przeznaczenia części przepływów gotówkowych na spłaty kapitału i odsetek wprowadza dyscyplinę i eliminuje nieporządek. Jest to jeden z powodów, dla których przeprowadza się transakcje *wykupu z zastosowaniem dźwigni*.

Struktura terminowa instrumentów o stałym dochodzie • Fixed Income Term Structure • Kwantyfikacja *wartości pieniądza w czasie* na rynkach finansowych za pomocą procesu arbitrażowego, który sprawia, że pieniądz jest porównywalny w różnych okresach czasu. Rynki finansowe posługują się „krzywą zerokuponową" (stopy procentowe awista jako funkcja terminu zapadalności), „krzywą terminową" (wszystkie terminowe stopy procentowe w zależności od tego samego terminu zapadalności, ale z różnymi datami waluty terminowej), „krzywą dyskonta" (dyskonto w zależności od różnych terminów zapadalności) oraz „*krzywą dochodowości*" (stopa dochodowości obligacji w zależności od różnych terminów zapadalności) do wyliczenia wpływu czasu na wartość pieniądza.

Struktura terminowa instrumentów o stałym dochodzie

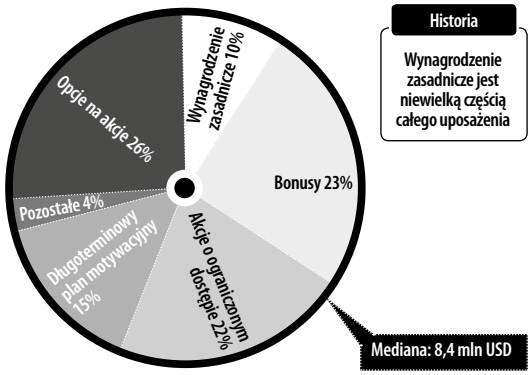


Struktura wynagrodzenia kadry menedżerskiej najwyższego szczebla • Executive Compensation, Structure • Parafrazując amerykańskiego pisarza F.S. Fitzgeralda, „bogaci zarabiają inaczej niż ty i ja". Wysokie sumy (mediana średniego wynagrodzenia CEO w USA w 2005 roku wynosiła 8,4 miliona dolarów) przyciągają uwagę i, powiedzmy to odważnie, nawet budzą zazdrość – patrz *wynagrodzenie kadry menedżerskiej najwyższego szczebla (debata)*. Kwoty te uzasadniają również potrzebę planowania finansowego i podatkowego. Z tego powodu typową strategią działania w przypadku podatku progresywnego jest odroczenie wynagrodzenia na dłuższy czas dla zmniejszenia obciążeń podatkowych. Z punktu widzenia udziałowców wynagrodzenie kadry menedżerskiej najwyższego szczebla jest bardzo dokładnie ustalane, tak aby stanowiło motywację do osiągania jak najlepszych wyników, dzięki czemu realizowana jest zasada „obie strony wygrywają", a więc interes udziałowców również brany jest pod uwagę. W rzeczywistości podstawowe wynagrodzenie jest zazwyczaj tylko niewielką częścią całkowitego uposażenia (patrz poniżej). Warunki

umowy osiągane często w drodze negocjacji mogą przybrać kuriozalną treść. Przykładowo, aby zachęcić dyrektora do zmian, można mu zagwarantować wypłatę premii nawet w razie niepowodzenia. Wtedy to dyrektor odchodzi z wynagrodzeniem kuriozalnie wysokim w zestawieniu z bałaganem, jaki po sobie zostawia.

Wynagrodzenie kadry menedżerskiej najwyższego szczebla

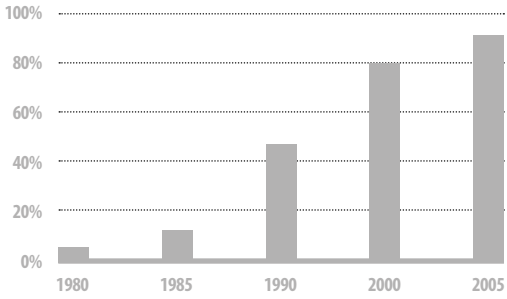
Uposażenie prezesów w USA, próba 200 dużych korporacji (wartość rynkowa 34 mld USD) 2005



Źródło: Pearl Meyer, New Bridge Consultants, „Financial Times", 29 sierpnia 2006, s. 10

Wynagrodzenie kadry menedżerskiej najwyższego szczebla

Procent większych firm amerykańskich z odroczonym planem wynagrodzenia dla zarządu



Źródło: „The Wall Street Journal", 16 stycznia 2006, s. 22, Clark Consulting

Strumień wpływów (metafora) • **Revenue Stream** (metaphor) • Przepływy ze sprzedaży bądź zysków netto w dłuższym okresie czasu. Zazwyczaj odosi się to do godnego zaufania źródła dochodów z niszy na rynku, od klientów bądź z produktu.

Subemisja (inwestycje) • **Gwarantowanie emisji** • **Underwrite (Investment)** • Zobowiązanie, by odgrywać rolę podstawowego i pierwszego podmiotu inwestującego w papiery wartościowe z zamiarem sprzedaży ich części i, jeśli to możliwe, nawet całości innym inwestorom na *rynku wtórnym*. Przez to gwarant działa w istocie jako „most" pomiędzy emitentem a nabywcą, bez względu na to, czy jest to inwestor długoterminowy, czy oportunistyczny trader. Na przykład bank inwestycyjny może objąć akcje podczas *pierwotnej oferty publicznej*, a następnie wykorzystując swoje kontakty na rynku (np. maklerów i stałych inwestorów), rozprowadzać je (ułatwiając ich absorpcję na rynku). Inny przykład: bank komercyjny może udzielić dużej pożyczki korporacyjnej lub państwa, która przekracza jego możliwości, z zamiarem późniejszego utworzenia konsorcjum z innymi kredytodawcami. Zyski z takich transakcji wynikają z różnicy pomiędzy ceną kupna a sprzedaży (patrz cytat poniżej). Możliwe jest, że gwarantowany instrument jest tak krótkoterminowy, że bardziej niż transakcję handlową przypomina to usługę prowizyjną. Jednak subemitent zawsze ponosi ryzyko, że „utknie" z papierem, którego rynek nie chce, przynajmniej nie za oferowaną cenę. Bank jest wtedy zmuszony obniżyć cenę, stracić na spredzie i „zepchnąć" walor lub trzymać go w nadziei na poprawę sytuacji rynkowej. Ponadto subemitent zobowiązany jest trzymać przynajmniej część inwestycji jako dowód zaufania danego papieru (powiedzenie: „Jeśli to taka okazja, to dlaczego sam nie inwestujesz?"). Podstawowa wartość dodana wynikająca z gwarancji pochodzi z *sygnalizowania*: szanowany gracz jest odważny i wystarczająco dobrze poinformowany, aby dać z siebie wszystko. Pozostaje także kwestia *kompleksowej analizy* – rynek chce wiedzieć, że ktoś wziął emitenta pod lupę. W efekcie emisja „sprzedaje się sama". Inwestorzy mówią sobie: „Jeśli to wystarczająco dobra okazja dla Goldman Sachs lub J.P. Morgan Chase (lub innej spółki), to dla nas tym bardziej". Funkcja subemitenta obejmuje także usługi pomocnicze, np. wycenę i udzielanie porad dotyczących czasu, struktury i wyceny emisji. Alternatywą jest bezpośrednia sprzedaż papierów wartościowych na rynkach kapitałowych. To nie jest trudne zadanie dla znanych emitentów – pożytki (czyli pewność pozyskanych środków, szybki dostęp do rynku itp.) wynikające z korzystania z usług subemitenta są tak wyraźne, że znaczne kapitały pozyskiwane są w ten właśnie sposób.

Dobre czasy się skończyły

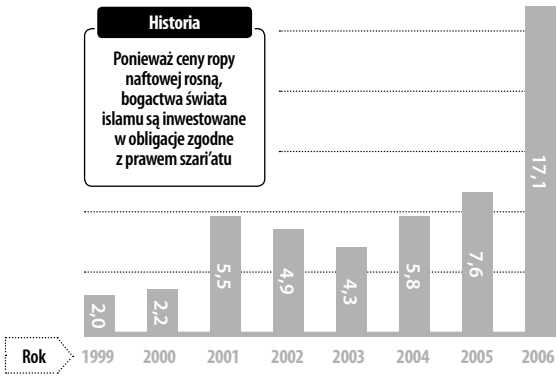
W okresie bańki pojawiało się wiele rodzajów usług, takich jak gwarancje, obligacje wysokodochodowe, fuzje i przejęcia, na których można było osiągnąć wysoką marżę i rekompensować sobie [niskie marże]. Teraz i te źródła zysku wysychają. Marże z tytułu **gwarancji emisji** spadły w ciągu ostatnich dwóch lat o 8%.

Can This Bull Run Again?, „Fortune" (wydanie europejskie), 30 grudnia 2002, s. 67

Subemisja zamknięta, rodzaj (żargon) • **Bought Deal** (vernacular) • *Emisja niepubliczna*, która została wynegocjowana i sprzedana przed emisją *akcji* lub *obligacji*. Nie ma więc potrzeby *gwarantowania* takiej transakcji. Zwykle w interesie większości emitentów papierów wartościowych jest szeroka dystrybucja ich akcji, pozwalająca na ustalenie maksymalnej ceny w drodze rynkowego procesu porównania ofert i sprzedaży. Jednak w niektórych wypadkach korzystne jest sprzedanie ich bezpośrednio inwestorom. Inwestorzy ci to często maklerzy specjaliści, mogący później powoli wpuszczać akcje na szerszy rynek z nadzieją na zyski kapitałowe. Wadą subemisji zamkniętej jest niemożność skorzystania z *praw poboru* przez dotychczasowych akcjonariuszy. Subemisja zamknięta jest innowacją finansową, która zwiększyła konkurencję i zlikwidowała ryzyko rynkowe ze strony emitenta. W USA subemisję zamkniętą opisuje Reguła 415 *Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (SEC)*.

Sukuk • **Sukuk** • Islamska obligacja, zgodna z prawami szari'atu, która wykorzystuje nieruchomości bądź inne aktywa do wytworzenia strumienia dochodu równego odsetkom z tradycyjnego zadłużenia. Aby usatysfakcjonować islamskich inwestorów, sukuki muszą być w zgodzie z religią, tak więc zabronione są dochody do wykorzystania w związku z hazardem, bronią bądź alkoholem. Emitenci obligacji muszą mieć zgodę uprawnionych znawców islamu, którzy potwierdzają, iż instrumenty są zgodne z prawem. Wielu świeckich emitentów obligacji używa obligacji sukuk, aby mieć dostęp do wielkich kapitałów w bogatych w ropę krajach arabskich.

Sukuk
Roczna ogólnoświatowa liczba wydanych obligacji w miliardach USD



Źródło: Bloomberg, „International Herald Tribune", 2 maja 2007, s. 14

Przybliżenie światów

W dzisiejszych czasach **finanse** w świecie **islamu** są prawdopodobnie jedynym obszarem, w związku z którym można powiedzieć, iż instytucje zachodnie pomagają rozwijać się tym regionom. Myślę, iż sektor bankowy jest mostem pomiędzy światem islamu a dzisiejszym światem Zachodu.

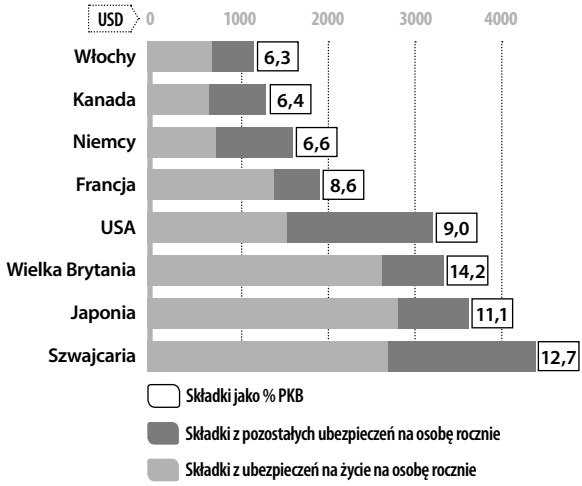
Make Money, Not War, „Financial Times", 23/24 września 2006, s. 18

Sum (slang) • **Bottom Fisher** (slang) • Lekko pogardliwe określenie inwestora, który gotów jest inwestować w akcje, których nikt inny nie kupuje (inwestorzy tacy są również często zwani *sępami*). Sum widzi potencjalną szansę wzrostu kursu tam, gdzie rynek postrzega wyłącznie tendencję zniżkową. Sum jest odważniejszy od inwestujących w *obligacje śmieciowe*. Wyszukuje on spółki w *trudnej sytuacji finansowej*. Poza możliwością tanich inwestycji (z nadzieją że rynek wcześniej zareagował zbyt ostro i ceny są niedoszacowane) strategia suma opiera się na nadziei na *uzdrowienie* spółki lub sprzedaż podzielonych aktywów po atrakcyjnej cenie. Nazwa nawiązuje do ryby zbierającej odpady z dna jeziora. Patrz także *pod prąd* oraz *podskok zdechłego kota.*

Suma ubezpieczenia • **Ochrona ubezpieczeniowa** (żargon) • **Insurance Cover** (vernacular) • Suma, na jaką chroni ubezpieczonego polisa ubezpieczeniowa. Słowo „cover" jest skrótem od słowa „coverage" (ang. – odszkodowanie) i oznacza, że ubezpieczyciel zobowiązuje się do pokrycia strat. Ubezpieczony może powiedzieć: „Jestem chroniony od pożaru na 100 000 dolarów".

Z powodu zawsze obecnej pokusy nadużycia większość ubezpieczycieli wypłaca odszkodowanie wysokości równej poniesionej stracie (odszkodowanie ma wyrównać straty, a nie być źródłem zysku).

Suma ubezpieczenia
Kraje G7 + Szwajcaria w 2001



Źródło: „The Economist", 21 grudnia 2002, s. 144, Swiss Re

Superdywidenda • **Special Dividend** • Dywidenda wypłacona oprócz normalnej dywidendy. Zdarza się to zazwyczaj jednorazowo, w celu redukowania zbyt wysokich poziomów środków pieniężnych, dla których spółka nie może znaleźć produktywnego zastosowania. Lepiej, żeby kapitał wrócił do akcjonariuszy, przez co zostanie wykorzystany w sposób bardziej produktywny. Przykładem radykalnego podejścia był fundusz firmy Microsoft, którego wartość w 2004 roku sięgnęła 56 miliardów dolarów. Został on rozwiązany w drodze superdywidendy oraz programu skupu akcji własnych wycenionych w okresie 4 lat na 75 miliardów dolarów (patrz poniżej). Patrz również *polityka dywidend.*

Priorytety

Gdy zastanawialiśmy się nad wariantami zarządzania środkami pieniężnymi, naszym priorytetem było zwiększenie regularnych płatności na rzecz akcjonariuszy, zwiększenie skupu akcji, zważywszy na naszą wiarę w perspektywy rozwoju firmy. [Naszym priorytetem była też] dystrybucja dodatkowych zasobów w postaci **jednorazowej superdywidendy**.

Prezes Microsoft Corporation, notatka prasowa, 20 lipca 2004

Sygnalizowanie (żargon) • **Signalling** (vernacular) • Przesłanie, jakie przedsiębiorstwo wysyła na *rynki kapitałowe* poprzez stosowaną przez siebie politykę *dywidend*. Jeżeli widoki na przyszłość są dobre, jednostkę stać na wypłatę dywidend i może podnieść ich wysokość. Zgodnie z *wyceną przedsiębiorstwa według modelu wzrostu dywidendy* spowoduje to wzrost cen akcji. Z drugiej strony jeżeli perspektywy są szczególnie dobre, firma może to zasygnalizować rynkowi poprzez ogłoszenie niższych dywidend. Znaczna część teorii finansowych zakłada, że dywidendy **nie powinny** mieć znaczenia (co przemawia przeciwko sygnalizowaniu). Jeśli nie występują konsekwencje podatkowe, dowodzić można, że akcjonariuszom powinno być wszystko jedno, czy otrzymają dywidendy pieniężne, czy też, jeżeli środki te pozostaną w jednostce i zostaną ponownie zainwestowane, skorzystają z *zysków kapitałowych* z tytułu wyższych cen akcji (przy założeniu, że ceny odzwierciedlają ponownie zainwestowane dywidendy zatrzymane przez firmę). Poza tym spółki mogą pozyskać nowy kapitał, aby wyrównać kwoty wypłacone akcjonariuszom. Ci spośród inwestorów, którzy jednak wolą regularne przychody z dywidend od okresowych przychodów ze sprzedaży akcji, odczytać mogą dywidendy jako sygnał i odpowiednio wycenić akcje. Sprawą dyskusyjną jest, czy polityka w sprawie dywidend cokolwiek sygnalizuje w sytuacji, gdy *efektywne rynki* mają przecież znać prawdziwą wartość przedsiębiorstw, niezależnie od starań ich kierownictwa, aby coś zasygnalizować.

Poruszeni

Dla GM kwestia **obcięcia dywidendy** jest olbrzymim problemem – o skali znacznie przekraczającej 1,1 miliarda dolarów. Gdyby miała nastąpić redukcja, pisałyby o tym gazety w całym kraju, a nawet na całym świecie. Spowodowałoby to poruszenie wśród nabywców zaniepokojonych kondycją GM – martwią się oni np. o zdolność dotrzymania gwarancji przez spółkę. Jest to niepotrzebne zmartwienie, a jednak istnieje. Prawdopodobnie nie będzie przesadą stwierdzenie, że obcięcie dywidendy byłoby katastrofą w dziedzinie public relations.

The Tragedy of GM, „Fortune" (wydanie europejskie), 27 lutego 2006, s. 42



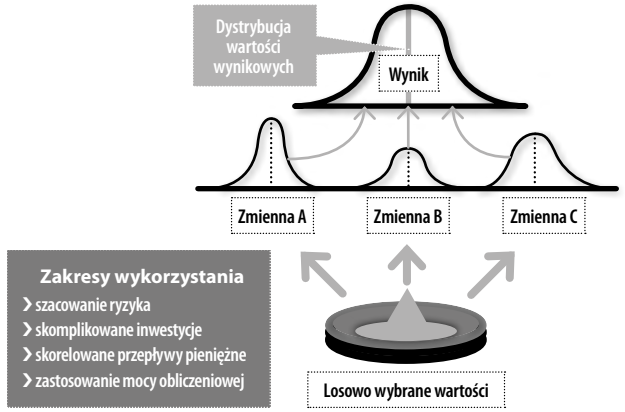
Symbol giełdowy • **Stock Symbol** • Symbol będący oznaczeniem papieru wartościowego. Walory notowane na giełdzie nowojorskiej lub AMEX mają symbole składające się z trzech lub mniej znaków. Papiery wartościowe notowane na rynku NASDAQ oznaczone są symbolami, które mają cztery lub pięć znaków. Jeśli w symbolu pojawia się piąta litera, określa ona papier jako inny niż pojedyncza emisja akcji zwykłych. Symbole giełdowe nazywane są także „tickerami".

Symboliczny czynsz (slang) • **Peppercorn Rent** (slang) • Tego rodzaju opłaty naliczane są zazwyczaj przy końcu podstawowego okresu długoterminowego *najmu* bądź *leasingu*, określającego cykl ekonomicznej żywotności danego dobra. Wynajmujący, po tym jak odzyskał koszt inwestycyjny i uzyskał pokaźny zwrot, zadowala się oddaniem najemcy przedmiotu najmu/leasingu w zamian za symboliczną kwotę.



Symulacja Monte Carlo • **Monte Carlo Simulation** • Metodologia pomiaru *ryzyka*, która posługując się liczbami losowymi symulującymi zmienność w modelach statystycznych, daje rozkład prawdopodobieństwa wokół wartości oczekiwanych. Przykładowo, *wartość bieżąca netto* związanych z danym projektem wydatków inwestycyjnych może być uzależniona od czynników takich jak wielkość sprzedaży, cena sprzedaży, ceny surowców i ekonomiczny okres użytkowania aktywów, a z kolei każdy z tych czynników może posiadać własny rozkład prawdopodobieństwa. Symulacja Monte Carlo jest w stanie uwzględnić niepewność tych czynników i stworzyć jeden rozkład prawdopodobieństwa dla końcowego wyniku. Symulacja Monte Carlo jest narzędziem skomplikowanym, lecz dającym dobre rezultaty. Znajduje zastosowanie szczególnie wtedy, gdy obliczenie wartości bieżącej netto wymaga uwzględnienia różnych, wzajemnie od siebie uzależnionych i skorelowanych w czasie przepływów pieniężnych. Wykorzystuje się ją również przy planowaniu wydatków inwestycyjnych, testach odpornościowych i szacowaniu wartości narażonej na ryzyko.

Symulacja Monte Carlo



Syndrom Lake Woebegon (slang amerykański) • **Lake Woebegon Effect** (USA slang) • Koncepcja naiwnego świata, gdzie każdy żyje na ponadprzeciętnym poziomie. Nazwa pochodzi od mitycznego miejsca, w którym wszystko dzieje się dobrze (po angielsku „woe be gone" oznacza dosłownie „nieszczęście odeszło"). Syndrom można czasami zaobserwować, słuchając oświadczeń inwestorów o ponadprzeciętnych konkurencyjnych *wynikach działalności* finansowej. Patrz również *inwestor alfa*.

Żałosny świat

Prywatne fundusze kapitałowe w dużej mierze zawdzięczają swoją reputację wśród inwestorów odmianie **syndromu Lake Woebegon**: przeczytaj prospekty funduszy, a pomyślisz, że jest to świat, w którym wszystkim żyje się ponad przeciętną. Prawda jest taka, że gdybyś kupił indeks na wszystkie fundusze kapitałowe, żyłbyś w żałosnym świecie.

Private Money, „Fortune" (wydanie europejskie), 5 marca 2007, s. 33

Synergia • **Synergy** • Zjawisko polegające na połączeniu kilku składników w taki sposób, że powstała po złożeniu całość jest większa niż suma poszczególnych części składowych. Efekt synergii występuje oczywiście jedynie w udanych połączeniach – jak dobre małżeństwo czy dobre partnerstwo. W działalności gospodarczej natomiast idea ta łatwo ulega wypaczeniu. Przykładowo, *fuzje* przedsiębiorstw często uzasadnia się spodziewanym efektem synergii – np.

eliminacją dublujących się kosztów czy ograniczeniem konkurencji. Z każdym jednak połączeniem przedsiębiorstw wiążą się znaczne koszty (takie jak odprawy pracownicze i integracja systemów komputerowych), a także dezorganizacja *zarządzania*, która negatywnie oddziałuje na obsługę klientów. Połączenie przedsiębiorstw może wykazać nieprawdziwość założeń odnośnie do korzyści spodziewanych po takim kroku. Wiele badań potwierdza, że większość połączeń nigdy nie spełnia pokładanych w nich nadziei na efekt synergii. Rachunkowość – według której 2 + 2 = 4 – ma do odegrania ważną rolę jako „weryfikator realności" tego rodzaju wizji.

Coś nie tak z arytmetyką?

Synergia stała się najnowszym magicznym hasłem [lat 60.], którego istota polegała na tym, że – jak w kółko tłumaczyli różni prezesi i promotorzy akcji – dwa plus dwa może, przy trafnym zarządzaniu, równać się pięć.

Andrew Tobias, wstęp do *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, 1980

Syntetyczne papiery wartościowe • Synthetic Securities • W najszerszym kontekście syntetyczne papiery wartościowe są synonimem *instrumentu pochodnego.* W węższym kontekście jest to połączenie instrumentów finansowych tworzących instrument rynkowy o innych cechach niż każdy z instrumentów składowych z osobna. Na przykład „aktywa syntetyczne" można tworzyć poprzez zakup *opcji kupna* i jednoczesną sprzedaż *opcji sprzedaży* na ten sam walor: inwestor odniesie te same korzyści (i poniesie to samo ryzyko) co w razie posiadania akcji. W przypadku „syntetycznych zobowiązań" stałe płatności z tytułu *obligacji* można zmienić w płatności o zmiennej stopie procentowej, zmieniając tym samym charakter pierwotnych aktywów i „produkując" nowy instrument finansowy. Wariantów jest tyle, ile instrumentów pochodnych i kreatywnych możliwości inżynierii finansowej. Rzeczywistą korzyścią z takiego połączenia jest to, że potrafią one imitować tradycyjne instrumenty finansowe (z drugiej strony, po co tyle zachodu?). Ale to potencjał tworzenia nowych, innowacyjnych instrumentów sprawia, że syntetyczne papiery wartościowe się przydają.

System emerytalny gotówkowy • System emerytalny PAYG • Cash Pension • Pay-As-You-Go Pension • System emerytalny polegający na wypłacaniu świadczeń emerytowanym pracownikom z aktualnych zysków wyłącznie w terminie, w którym przypada ich płatność. Koszty z tytułu emerytur

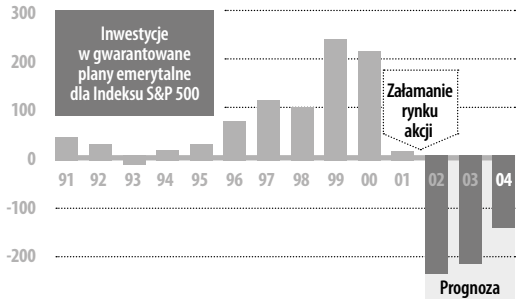
– przynajmniej wynikające z wypłat gotówkowych – ograniczają się zatem do osób aktualnie będących na emeryturze, i nie uwzględniają przyszłych zobowiązań wypłaty. Tym samym te osoby, a także te, które dopiero na nią przejdą, liczą na nieprzerwaną zdolność systemu emerytalnego do wypłacania należnych im świadczeń w przyszłości. Emerytury gotówkowe są specjalnością rządów. W przypadku firm, standardy rachunkowości wymagają odkładania zobowiązań emerytalnych z wyprzedzeniem w stosunku do przyszłych wypłat, gdy pracownicy uzyskają do nich uprawnienie. Patrz *świadczenia emerytalne*. Choć to przyszli emeryci przyjmują na swoje barki pośrednie ryzyko kredytowe z tytułu realizacji zobowiązań, których plan emerytalny może nie zdołać spłacić, państwu zwykle się ufa. Emerytura w gotówkowym systemie emerytalnym jest pośrednim środkiem finansowania zobowiązań z tytułu świadczeń emerytalnych, dla których w innym układzie należałoby stworzyć, z wpłat wnoszonych awansem, fundusz (kwoty netto od spodziewanego zwrotu z zainwestowanego kapitału) na pokrycie wypłat w przyszłości. Na korzyść gotówkowego systemu emerytalnego przemawiają trudności w określeniu wielkości „niewypracowanych emerytur" (przewidywany zakres obsługi pracowników w przyszłości).

System zleceń automatycznych • **Programmed Trading** • Wykorzystanie technologii informatycznej do automatycznego i ciągłego obrotu papierami wartościowymi, instrumentami finansowymi i walutą obcą bez udziału czynnika ludzkiego. Tego rodzaju obrót ma na celu przede wszystkim wykorzystanie możliwości arbitrażu, który dla tradycyjnych traderów byłby nieopłacalny ze względu na zbyt małe lub jedynie tymczasowe zyski. Wykorzystywane programy komputerowe mogą uwzględniać zadane parametry w rodzaju określonego spadku cen, który uruchamia sprzedaż (patrz *ubezpieczenie portfela*). Może to w efekcie doprowadzić do spirali cenowej (o ile nie ma programów działających „w przeciwnym kierunku"). Na system zleceń automatycznych patrzono podejrzliwie podczas krachu na giełdzie w 1987 roku (34-procentowy spadek indeksu S&P 500). Tego rodzaju system zwiększa wolumen transakcji, które i tak zostałyby zawarte bez wykorzystania komputerów. Wpływ zleceń automatycznych jest najbardziej odczuwalny w trzeci piątek marca, czerwca, września i grudnia, kiedy wiele opcji terminowych i *kontraktów terminowych typu futures* wygasa w tym samym czasie. Potocznie mówi się o „godzinie trzech wiedźm", kiedy wolumen transakcji i podatność na zmiany gwałtownie wzrastają.

Systemy świadczeń emerytalnych • **Pension Plans** • Sformalizowane systemy gromadzenia oszczędności na wypłatę przyszłych emerytur. Programy takie występują w różnych formach. Zwykle państwa tworzą programy na zasadzie „pay-as-you-go", wypłacając świadczenia emerytalne z przychodów

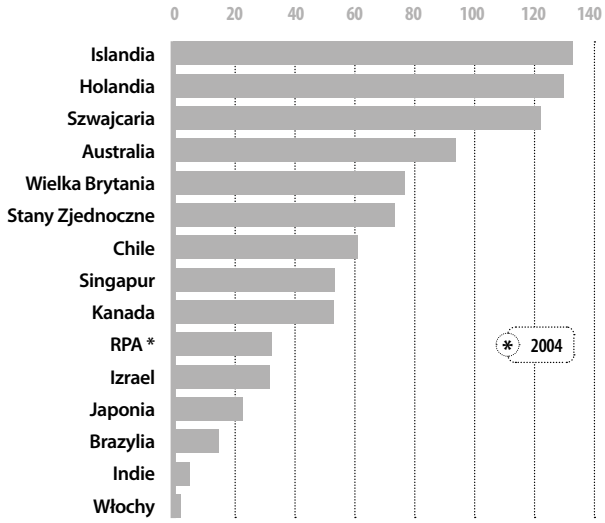
podatkowych. W efekcie młodsze pokolenia utrzymują starsze. W przypadku pracodawców programy świadczeń emerytalnych są dodatkiem do kosztów pracowników, które są ponoszone w celu zwiększenia lojalności („Chciałbym odejść, ale straciłbym świadczenia"). Podstawowa różnica występuje między systemami świadczeń emerytalnych ze zdefiniowaną składką, które określają wysokość składki (wnoszonej przez pracodawcę lub wspólnie z pracownikiem), a systemami ze zdefiniowanym świadczeniem. Wypłacana kwota jest całkowicie funkcją tego, ile pieniędzy zostało zgromadzonych w wyniku wnoszenia kolejnych składek do *funduszu emerytalnego*, jak i wyników poczynionych inwestycji. Takie systemy są z definicji w pełni kapitałowe, tzn. nie wiążą się z nimi żadne inne zobowiązania lub nadwyżki. Systemy ze zdefiniowanym świadczeniem określają wysokość wypłacanych kwot często w oparciu o formułę uwzględniającą lata pracy i ostatnie wynagrodzenie przed odejściem na emeryturę. W takich systemach zwykle powstają nadwyżka lub deficyt wynikające z różnicy między bieżącą wartością netto przyszłych wypłat a wartością pieniędzy zgromadzonych w funduszu emerytalnym (tzn. takie systemy niekoniecznie są dopasowane kapitałowo). Zmierzenie prawdziwego kosztu zdefiniowanego świadczenia emerytalnego stanowi skomplikowane zagadnienie dla rachunkowości, ponieważ trzeba oszacować zarówno przyszłe wypłaty, jak i historyczne wyniki funduszu emerytalnego. Innym ważnym aspektem funduszy emerytalnych finansowanych przez pracodawcę jest „przenaszalność", możliwość zachowania przez pracownika swojego udziału w świadczeniach emerytalnych, jeśli opuści firmę przed odejściem na emeryturę. W większości programów emerytalnych występuje element „wymuszonych oszczędności", ponieważ ludzie nie są z natury skłonni do planowania przyszłości z dużym wyprzedzeniem. Łączne działanie kilku sił (np. mobilność siły roboczej, ograniczenia podatkowe oraz obniżanie kosztów przez pracodawców) skłania do szerszego korzystania z prywatnych systemów emerytalnych.

Systemy świadczeń emerytalnych: finansowanie
w mld USD



Źródło: „Fortune", 9 grudnia 2002, s. 55, Credit Suiss First Boston

Systemy świadczeń emerytalnych
Fundusze emerytalne
Aktywa jako % PKB, 2006



Źródło: OECD

Szantaż „zielonymi” • **Greenmail** • Zakup dużego pakietu udziałów, któremu towarzyszy groźba złożenia oferty wykupu przedsiębiorstwa i nadzieja, że atakowana firma odkupi swoje udziały po wyższej cenie, aby bronić się przed atakiem. Jest to więc rodzaj szantażu finansowego, którego nazwa pochodzi od koloru banknotów dolarowych. Ponieważ szantaż „zielonymi” jest nie w porządku w stosunku do innych akcjonariuszy, jest obecnie zabroniony w większości kart zasad i praw korporacyjnych. Szantaż „zielonymi” był popularną taktyką *najeźdźców korporacyjnych*, którzy prowokowali zasiedziałe kierownictwo do lepszych wyników w zakresie tworzenia wartości dla akcjonariuszy. Choć obecnie postrzegany jest jako „odrażająca praktyka” (źródło: „Fortune” – wydanie europejskie, 11 czerwca 2007, s. 66), był prawdopodobnie przydatnym etapem w ewolucji ku większemu *aktywizmowi akcjonariuszy*. Patrz także *trująca pigułka*.



Szara strefa (slang) • **Grey Market** (slang) • „Widmowy" rynek papierów wartościowych, zanim trafią do emisji publicznej. Tworzą go niezwiązani z emisją wyspecjalizowani maklerzy. Wśród jego przykładów można wymienić:

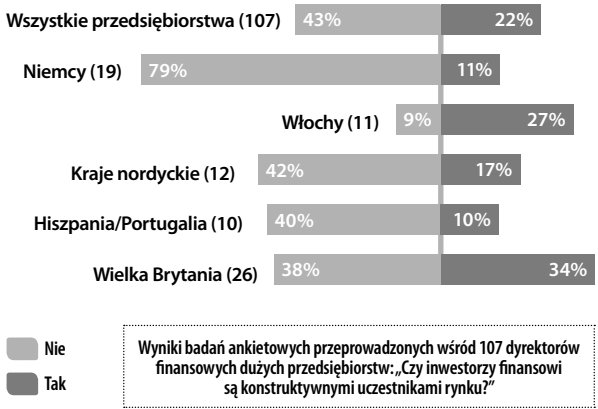
- akcje łączonych spółek przed zakończeniem fuzji,
- akcje, być może wymienione za papiery dłużne, które zostaną wyemitowane w ramach restrukturyzacji,
- duża emisja obligacji przed ustaleniem oprocentowania.

Transakcje zawierane są pod warunkiem dojścia emisji do skutku, co oznacza, że jeżeli do niej nie dojdzie, transakcje są anulowane. W rezultacie przedmiotem obrotu w szarej strefie są oczekiwania. Niekiedy szara strefa może rozpowszechniać informacje o prawdopodobnej przyszłej wartości papierów wartościowych, które mogą zdenerwować uczestników transakcji.

Szarańcza kapitałowa (slang) • **Locusts** (slang) • Słynny, obraźliwy, ale żywy opis brytyjskich i amerykańskich *funduszy zabezpieczających* w Niemczech, przedstawiony w 2005 roku przez Franza Münteferinga, socjaldemokratę, który został wicekanclerzem Niemiec. W swojej wypowiedzi Müntefering opisywał *aktywizm* zagranicznych funduszy wywierających presję na miejscowe zarządy niemieckich przedsiębiorstw w celu *tworzenia wartości dla akcjonariuszy* poprzez

generowanie lepszych wyników. Komentarz ten był nie tylko ksenofobiczny, lecz także błędny, biorąc pod uwagę istnienie *konfliktu w stosunkach agencyjnych* oraz potrzebę wywierania zdrowej dawki presji na przedsiębiorstwa.

Szarańcza kapitałowa



Źródło: „The Wall Street Journal" (wydanie europejskie), 16 maja 2008, s. 25, Greenwich Associates



„Sztanga" (budowa portfela inwestycyjnego) • **Barbell Efficient Frontier** • Portfel oparty na ekstremach i unikaniu wartości pośrednich, podobny do rozkładu ciężarów na sztandze. Na przykład inwestor może wybrać wszelkie

możliwe kombinacje pierwszego (największego) i dziesiątego (najmniejszego) decyla w zbiorze akcji. Może też połączyć kupno obligacji krótkoterminowych i długoterminowych, by uzyskać okres zapadalności jak w obligacjach średnioterminowych, ale korzystać z krzywej stopy procentowej dla papierów długo- i krótkoterminowych. W przypadku obligacji o stałej stopie procentowej długą 2 lata i 10 lat można połączyć z krótką pozycją na 5 lat. Wyrażenie to jest teraz również stosowane przez inwestorów kapitału wysokiego ryzyka na określenie „mieszanych" strategii inwestycyjnych, powiedzmy łączących nowo powstałe spółki z kapitałem na rozruch z firmami długo obecnymi na rynku, cały czas trzymając się z dala od głównego nurtu.

Sztuczny tłok (żargon) • **Noise Trading** (vernacular) • Określenie na niczym nieuzasadnione nasilenie zleceń giełdowych składanych przez naiwnych lub niedoinformowanych inwestorów. Zakłada się, że dobrze poinformowani inwestorzy opierają swoje decyzje na wyliczeniu *rzeczywistej wartości* (zwanej także wartością fundamentalną). Natomiast niedoinformowani inwestorzy mają tendencję do przejawiania zachowań stadnych oraz „pogoni za trendem", tj. jeśli widzą, że jakieś akcje przyniosły duże zyski w przeszłości, to szybko kupują je, pomimo tego, że ich wartość znalazła już pełne odbicie w cenie (porównaj z *hipotezą efektywnego rynku*). W ten sposób niedoinformowani inwestorzy stwarzają „sztuczny tłok" na rynku i są źródłem dodatkowej niestabilności cen, które odciągają uwagę od prawdziwego „tonu" sprawnie funkcjonującego rynku. Tymczasem sprytniejsi, zdyscyplinowani inwestorzy doceniają to, co się dzieje, i próbują wykorzystać taką naiwność, kupując i wywołując podniecenie przed nieuchronną korektą (patrz *realizacja zysków* oraz *teoria większego głupca*). „Sztuczny tłok" pomaga wyjaśnić, dlaczego rynki akcji są podatne na okresowe załamania, które nie powinny się zdarzać, gdyby rynki rzeczywiście były idealnie efektywne.

Szwindle • **Swindles** • Zręcznie zamaskowane oszustwa, skłaniające łatwowiernych inwestorów lub kredytodawców do udzielenia jednostce wsparcia finansowego. Wykorzystują one tak nieuchwytne metody, że przez pewien czas są nie do wykrycia dla audytu i regulatorów. Klasyczny przykład szwindlu stanowi *piramida Ponziego*, zwana również piramidą finansową. Szwindle są często specjalnie tak pomyślane, aby oszukać biegłego rewidenta i wszystkich wykazujących czujność. W latach 30. XX wieku ofiarą oszustwa padła firma audytorska, akceptując fałszywą deklarację *zarządu* odnośnie do towarów składowanych w magazynie poza terenem przedsiębiorstwa. Od tamtej pory ogólnie przyjęte zasady rachunkowości wymagają sprawdzenia realnego istnienia zapasów. Innym osławionym przykładem zmylenia biegłego rewidenta był przypadek

„wielkiego szwindlu z olejem sałatkowym" w latach 50. XX wieku. Oszust wykorzystał kwity składowe do ustanowienia zastawu na oleju roślinnym, który miał stanowić zabezpieczenie dla zaciągniętych kredytów bankowych. Olej był rzekomo składowany w ogromnych cysternach, faktycznie jednak wypełniał on jedynie ukryty przewód, podczas gdy reszta cysterny zawierała wodę. Rewident badający głębokość oleju za pomocą pręta pomiarowego był przekonany, że cysterna zawiera miliony jego litrów, podczas gdy w rzeczywistości było ich zaledwie kilkaset. Możliwość istnienia zmowy w zarządzie w celu zmylenia osób spoza przedsiębiorstwa to jeden z powodów, dla których rewidenci zastrzegają w *opinii z badania sprawozdania finansowego*, że badanie nie gwarantuje pewności w razie oszustwa.

Szybka akcja (slang) • **Piece of the Action** (slang) • Możliwość komercyjnego zysku, udział w grze inwestycyjnej czy po prostu szansa dołączenia do stymulującego życia biznesowego. Możemy zatem powiedzieć: „Kapitał wysokiego ryzyka może być zapewniony przez instytucje inwestycyjne lub zamożne osoby gotowe wesprzeć niesprawdzoną firmę w zamian za szybką akcję" (źródło: R. Brealey, S. Myers *Principles of Corporate Finance*, wydanie VI, rozdział 15, s. 405). Koncepcja szybkiej akcji (zamiast czegoś większego) sugeruje połączenie odrobiny hazardu z rozważną dywersyfikacją.

Szybkość obrotu zapasów • **Inventory Turnover** • Związek pomiędzy stanem zapasów w danym momencie a kosztami sprzedanych produktów, towarów i materiałów, które przepływają przez konto zapasów. Im mniejszy stan zapasów w stosunku do rocznych kosztów sprzedanych produktów, towarów i materiałów, tym wyższy wskaźnik szybkości obrotu zapasów, a tym samym tym szybsza rotacja zapasów. Przy założeniu, że pozostałe wielkości pozostają stałe, wysoki poziom wskaźnika szybkości obrotu zapasów jest pożądany: oznacza on obniżenie kosztów finansowania i zmniejszenie ryzyka występowania zapasów o obniżonej wartości użytkowej lub handlowej. Z drugiej strony poziom wskaźnika szybkości obrotu zapasów w bardzo dużym stopniu zależy od charakteru produktu i rynku. Niektóre towary (np. artykuły luksusowe) charakteryzują się niskim poziomem wskaźnika szybkości obrotu zapasów, ale za to wysoką marżą. Porównaj ze *wskaźnikiem szybkości obrotu należności* i *wskaźnikiem płynności „szybkim"*, a także z *zarządzaniem zapasami w systemie „dokładnie na czas"*.

Wzór = Roczny przepływ zysków i strat* / Średnie zapasy

Zależy od produktu brutto

Szybkość obrotu zapasów



Ś

Ślepy fundusz • **Blind Pool** • Forma spółki komandytowej, która nie określa planów inwestycyjnych komplementariusza. W ten sposób skonstruowane są zwykle *fundusze hedgingowe* oraz *fundusze typu private equity*, aby komplementariusz miał zapewnioną jak największą swobodę. Choć *odpowiedzialność* jest nieco rozmyta, inwestorzy mogą nadzorować swoje inwestycje dzięki otrzymywaniu regularnych sprawozdań z działalności funduszu. Ponadto inwestorzy w ślepych funduszach są zwykle doświadczeni i mają duże zaufanie do zarządzających.

Średnia • **Average** • Jedna liczba podsumowująca wspólną istotę grupy liczb. Średnie mogą być obliczane na kilka różnych sposobów, jednak „średnia arytmetyczna" jest metodą stosowaną najczęściej:

Liczby = 2, ***3***, ***3***, ***3***, 11, 14, 16, 18, 20		
Rodzaj	**Definicja**	**Przykład**
Średnia arytmetyczna	◆ Suma liczb podzielona przez ich liczbę w zbiorze	90/9 = 10
Mediana	◆ Środkowa wartość w zbiorze liczb ustawionych narastająco	11
Liczba modalna	◆ Liczba, która pojawia się w zbiorze najczęściej	3

Jak w każdym podsumowaniu różnorodnych informacji, wyniki należy interpretować ostrożnie. Na przykład poszukując tego, co jest najbardziej typowe, mediana mówi często więcej niż średnia arytmetyczna, która jest wypaczona ze względu na koncentrację na ekstremach. (Przykładowo, pomimo ogólnego wzrostu średniego poziomu dochodów większość gospodarstw domowych w USA nie odczuwa poprawy własnej sytuacji, gdyż większa część dochodów

wytwarzana jest przez mniejszą liczbę gospodarstw; patrz poniżej). Ponadto każda średnia fałszuje obraz indywidualnych przypadków, na których menedżerowie powinni się skoncentrować.

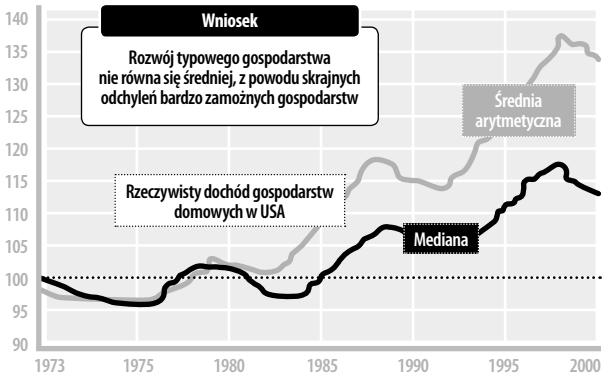
I co z tego?

Wykorzystano **średnie arytmetyczne** i dzienne ceny zamknięcia akcji. Ceny akcji zawierają efekty podziału akcji (splitu). Stopy zwrotu zostały obliczone w oparciu o normalne, a nie logarytmiczne podstawy. Roczne zyski skalkulowano na podstawie specyficznych rocznych wskazań w określonych dniach na giełdzie papierów wartościowych. Uzyskane dzienne ceny zamknięcia podzielono przez wcześniejsze roczne ceny (w dolarach amerykańskich). Średnia matematyczna za cały rozpatrywany okres pozwoliła obliczyć średnie obliczane dziennie roczne zyski. Inne metody obliczeniowe mogą przynieść inne wyniki…

Druk małą czcionką na reklamie firmy paliwowej MOL twierdzącej, że wykazuje największy wzrost cen akcji wśród wybranych firm o podobnym profilu, fragment z „The Economist", 22 grudnia 2007

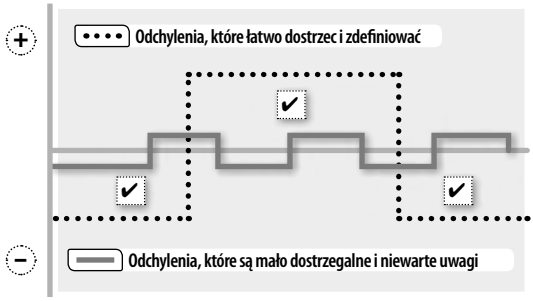
Wszystkie te zniekształcenia pomagają nam zrozumieć, dlaczego Mark Twain powiedział, że istnieją trzy rodzaje kłamstw: „kłamstwa, cholerne kłamstwa i statystyka", albo dlaczego kiedyś matematyk utopił się w jeziorze, którego średnia głębokość wynosiła jedynie 10 cm.

Średnia: średnia arytmetyczna a mediana



Źródło: „Financial Times", 3 maja 2006, s. 11

Średnie
„Ukryte w średniej"



Średni okres wykupu/zapadalności, czas trwania, duracja • Duration • Średni czas realizacji zdyskontowanych przepływów pieniężnych *instrumentu finansowego*. Obliczany jako średnia ważona okresu oczekiwania na realizację wpływów środków pieniężnych ujętych w ich wartości bieżącej (PV), przy czym wartości bieżące kolejnych lat są wagami. Obrazuje to poniższy przykład (z użyciem liczb z hasła *stopa zwrotu* do *terminu wykupu*):

Okres zapadalności – przykład						
Rok	0	1	2	3	4	Razem
Przepływy pieniężne danego roku	0	45	45	45	1,045	1,180
Rynkowe stopy procentowe	6%	6%	7%	8%	9%	-
Współczynnik dyskonta zgodny ze stopą procentową	1	0,943	0,873	0,794	0,708	-
Wartość bieżąca przepływów pieniężnych	0	42,44	39,29	35,73	739,86	857,32
Udział w całkowitej wartości PV	0	5,0%	4,5%	4,2%	86,3%	100%
Średnia ważona czasu według udziału PV w całkowitej wartości PV	0	0,05	0,09	0,13	3,45	3,72
Okres zapadalności	3,72 roku					

Jak widać, duracja (z wyjątkiem obligacji zerokuponowych) będzie zawsze krótsza od nominalnego czasu realizacji. Zgodnie z teorią *wartości pieniądza w czasie* duracja wyraża czas potrzebny dla odzyskania nakładów inwestycyjnych. Każdy wpływ zrealizowany przed terminem zapadalności stanowi częściowe pokrycie początkowego nakładu inwestycyjnego. Wpływy zrealizowane po tym okresie stanowią zyski. Duracja jest popularnym miernikiem

ryzyka stopy procentowej, ponieważ jest kluczowym czynnikiem *wrażliwości obligacji* na zmiany stop procentowych. Jest też bardzo często stosowana w zarządzaniu zobowiązaniami w bankach. Dzięki dopasowaniu duracji swoich aktywów i zobowiązań banki mogą zabezpieczać się przed ryzykiem zmian stóp procentowych.

Średni ważony koszt kapitału • Weighted Average Cost of Capital • WACC • Łączne koszty w strukturze kapitałowej przedsiębiorstwa albo w formie odsetek od długu po opodatkowaniu, albo oczekiwanej dywidendy od kapitału, liczone łącznie dla uzyskania „ważonego" albo „złożonego" kosztu kapitału dla całego przedsiębiorstwa:

Przykład: średni ważony koszt kapitału

Składniki kapitału długoterminowego	Udział w finansowaniu (1)		Koszt przed opodatkowaniem	Tarcza podatkowa		Koszt ważony
Dług długoterminowy	30%	×	(2) 12 %	(3) (1 – 35)	=	2,3%
Akcje uprzywilejowane (4)	20%	×	10 %	0	=	2,0%
Zatrzymane zyski (5)	50%	×	15 %	0	=	7,5%
	100%		**Średni koszt ważony**			11,8%

Noty wyjaśniające

1. Wagi odpowiadają udziałom źródeł finansowania długoterminowego albo w oparciu o względną wartość rynkową (idealnie), albo księgową wartość bilansową

2. Wewnętrzna stopa zwrotu IRR wartości rynkowej długu, tj. stopa dochodu brutto do terminu zapadalności obligacji lub stopa kuponu odsetkowego, jeśli używamy wartości księgowej

3. Wskaźnik korygujący dla ulgi podatkowej (tarcza podatkowa), ponieważ odsetki stanowią koszt uzyskania przychodu

4. Dywidendy dla akcji uprzywilejowanych są umowne (chociaż zależne od generowanych zysków); nie ma ulg podatkowych, ponieważ dywidendy nie stanowią kosztu uzyskania przychodu

5. Koszt utraconych korzyści przez akcjonariuszy z zysków zatrzymanych w spółce wobec dystrybucji zysku na reinwestycje gdzie indziej, przy podobnym poziomie ryzyka; mierzone albo za pomocą modelu wyceny aktywów kapitałowych, przy dodaniu do zysku firmy z obligacji premii za ryzyko kredytowe, lub za pomocą modelu wzrostu dywidendy

WACC jest ważnym czynnikiem przy decyzjach budżetowania nakładów kapitałowych. Długoterminowy projekt inwestycyjny może być finansowany przez określony składnik kapitału (tj. tylko dług albo tylko kapitał własny), decyzja o inwestowaniu powinna opierać się na ogólnym WACC firmy, który odzwierciedla optymalną długoterminową równowagę między różnymi składnikami kapitału. WACC jest również stosowany przy obliczaniu ekonomicznej wartości

dodanej. W warunkach niskiej inflacji WACC dla firm o dużej kapitalizacji rynkowej może wahać się w granicach, powiedzmy, od 10% do 15%.

Świadome unikanie • **Taktyka strusia** (żargon) • **Conscious Avoidance** • **"Ostrich" Defence (USA)** (slang) • Świadomy wysiłek zrobiony w celu uniknięcia wiedzy o niewłaściwych działaniach innych osób, aby nie ponosić odpowiedzialności za te działania, zgodnie ze starym powiedzeniem: „błoga ignorancja". Niewiedza może być wykorzystana jako obrona przed posądzeniem o niewłaściwe postępowanie. Przykładowo, w razie posądzenia o przestępstwo korporacyjne lub zmowę CEO może twierdzić, że nie był świadomy prawdziwej sytuacji finansowej, gdyż były to sprawy zbyt „złożone, techniczne i szczegółowe" i były one bezpośrednio kontrolowane przez dyrektora finansowego. Taktyka strusia może być przekonująca, jeśli niewłaściwe działania są znacznie oddalone od normalnego zakresu kontroli sprawowanej przez daną osobę. Szef nie może być odpowiedzialny za wszystko, co dzieje się w firmie. Taką niewiedzę należy jednak traktować jako wiarygodną z dużą ostrożnością, gdyż szef powinien wiedzieć o danych sprawach lub też mógł próbować uniknąć wiedzy na dany temat od samego początku. Tak jak w przypadku kierowcy zatrzymanego za przekroczenie prędkości fakt, że nie widział znaku ograniczenia prędkości, nie zwalnia go od odpowiedzialności.



T

Taktyki obronne • **Defence Tactics (Against Takeover)** • Działanie w ramach gospodarki finansowej przedsiębiorstwa, dzięki któremu zarząd spółki poszukuje sposobów na uniknięcie przejęcia przedsiębiorstwa. Niektóre z powszechnie stosowanych taktyk (w żargonie bankowym) to:

Trzymać psy z daleka	
Obrona	**Opis**
„Biały rycerz"	• Znaleźć inne, bardziej przyjazne przedsiębiorstwo, które przejmie firmę
„Domokrążca"	• Zaproponować wykupienie przedsiębiorstwa, które chce przejąć firmę
„Interwencja u władz"	• Prowadzić lobbing wśród władz antymonopolowych, aby zablokować transakcję
„Klejnoty korony"	• Wyprzedać aktywa atrakcyjne dla przejmującego przedsiębiorstwa
„Trująca pigułka"	• Celowo „zatruć" atrakcyjną dla przejmującego cechę
„Zepsuty towar"	• Celowo zmniejszyć płynność lub zwiększyć dźwignię
„Wypłata"	• Wypłacać sowite odprawy albo złote spadochrony
„Strzelanie do kaczek"	• Przedstawiać zarząd przejmującego przedsiębiorstwa w złym świetle

Te posunięcia są w najlepszym razie legalnym sposobem na maksymalizację cen udziałów dla udziałowców; w najgorszym nie są niczym więcej niż próbą zachowania stanowisk przez aktualny zarząd (ponieważ firma przejmująca sugeruje, że „potrafi lepiej zarządzać przedsiębiorstwem niż obecny zarząd"). Chociaż opracowanie taktyk obronnych może oznaczać sowite honoraria dla doradzających bankowców inwestycyjnych, to jednak przede wszystkim stanowi kwestię z zakresu *nadzoru właścicielskiego*. Ostatecznym wyznacznikiem tego, kto posiada firmę, powinien być najlepszy interes udziałowców. Pod tym względem

najbardziej skuteczną taktyką obronną jest podwyższenie wyników przedsiębiorstwa tak, że wysoka cena akcji wymusza ofertę wyższą od ceny rynkowej.

Tarcza podatkowa (żargon) • **Tax Shield** (vernacular) • Obniżka przypadającej do zapłaty kwoty podatku dochodowego wynikająca z dokonania określonej transakcji lub inwestycji. Przykładowo, tarcza podatkowa wynikająca z poniesienia wydatku stanowiącego w całości koszt uzyskania przychodu (czyli w całości odejmowanego od podstawy opodatkowania) wynosi: kwota × (stopa podatkowa). Tak więc koszt netto danego wydatku po opodatkowaniu wynosi: kwota × (1 – stopa podatkowa) lub (kwota – tarcza podatkowa). Koszty odsetek stanowią np. koszty uzyskania przychodu, więc pomniejszają koszt kredytów i pożyczek po opodatkowaniu. Koncepcja tarczy podatkowej przypomina nam, że przynajmniej w przedsiębiorstwach podlegających opodatkowaniu powinno się brać pod uwagę skutki dokonywanych transakcji po opodatkowaniu.

Obliczenie tarczy podatkowej: koszt odsetek			
Deklaracja podatkowa	**Bez zadłużenia**	**Z zadłużeniem**	**Różnica**
Zysk operacyjny	100 000	100 000	
Koszt odsetek	0	– 20 000	– 20 000
Podstawa opodatkowania	100 000	80 000	
Podatek do zapłaty (40%)	40 000	32 000	+ 8000
Zysk netto po opodatkowaniu	60 000	48 000	* – 12 000
* Wzór na obliczenie tarczy podatkowej: 20 000 × (1 – 40%) = 12 000			



Teksańskie transakcje zabezpieczające • **Teksańskie transakcje hedgingowe** (amerykański slang) • **Texas Hedge** (USA slang) • Kupiec, który ma *długą pozycję* na rynku pieniężnym dzięki wydłużaniu pozycji na rynku transakcji terminowych, co zwiększa efekt *zmienności* na rynku. Normalny mechanizm zabezpieczający w odróżnieniu od typu teksańskiego polega na zajmowaniu krótkiej pozycji na rynku transakcji terminowych. Oryginalnie określenie stosowano do hodowców bydła, którzy albo gustowali w *spekulacjach*, albo nieco pogubili się w transakcjach hedgingowych.

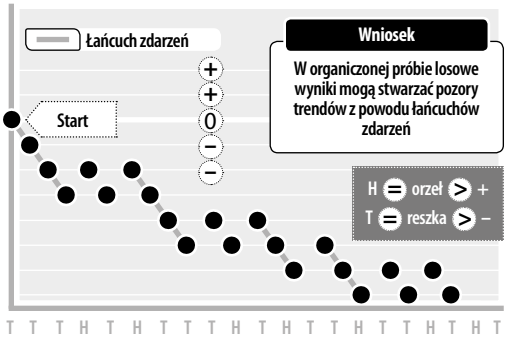


Teoria arbitrażu cenowego • **Teoria APM** • **Arbitrage Pricing Model/Theory** • **APM** • Model wyceny papierów wartościowych alternatywny do *modelu wyceny aktywów kapitałowych*. W przeciwieństwie do modelu CAPM, który określa zwroty w postaci funkcji liniowej wyłącznie *ryzyka systemowego*, teoria APM może określać zwroty w postaci funkcji liniowej więcej niż jednego czynnika makroekonomicznego. Czynniki zależą od firmy. Na przykład akcje spółki naftowej mogą być wrażliwe na ceny ropy, wzrost zużycia, ceny energii alternatywnej itp. Inwestorzy będą poszukiwali premii za ryzyko w oparciu o postrzegane ryzyko związane z tymi czynnikami.

Teoria błądzenia losowego • **Random Walk Theory** • Założenie, że zmiany w cenach akcji są przypadkowe, a zatem nieprzewidywalne. Akcje powinny mieć swoją podstawową cenę w zależności od powodzenia spółki oraz oczekiwań inwestorów. Wartość ta powinna ulegać zmianie wraz z pojawieniem się nowych informacji, co powodowałoby z dnia na dzień małe wahania ceny akcji wokół podstawowej ceny. Takie zachowanie cen akcji potwierdza *hipotezę*

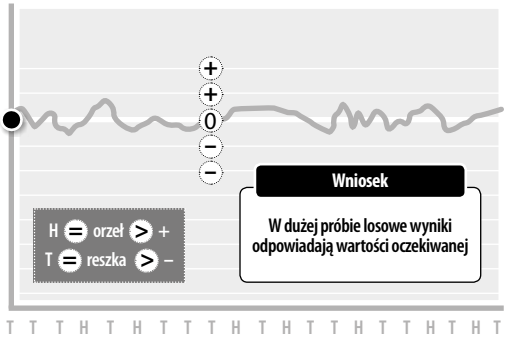
rynku efektywnego o „słabym" stopniu. Brak powiązania między przeszłymi wahaniami cen a wzrastającymi zmianami w cenach akcji sugeruje, że rynki już w pełni przyswoiły **wszystkie** informacje z przeszłości, łącznie z następstwami wszelkich trendów. W żaden sposób nie można przewidzieć, czy następne wahanie cenowe będzie w dół, czy w górę albo o ile spadnie lub wzrośnie cena. Jeśli cena rynkowa się zmieni, będzie to reakcja na całkowicie „świeże" (tzn. nieprzewidziane) informacje. Zatem trendy cenowe nie mogą być z góry przewidziane. Mimo iż patrząc wstecz, może się wydawać, że określone trendy faktycznie zaistniały, jest to jedynie skumulowany wpływ nowych informacji lub łańcuch wydarzeń. Tak samo jak w rzucaniu monetą, tak i tu można się dopatrzyć prawidłowości w ograniczonej liczbie prób, które jednak na dłuższą metę zanikają, kiedy to wyniki przybliżają się do oczekiwanej wartości. Konsekwencje błądzenia losowego dla *analizy papierów wartościowych* są dalekosiężne: próba przewidzenia przyszłości na podstawie trendów z przeszłości jest bezskuteczna.

Błądzenie losowe



Źródło: rzucanie monetą przez autora, 9 maja 2007, Euro Hotel, Bukareszt

Błądzenie losowe

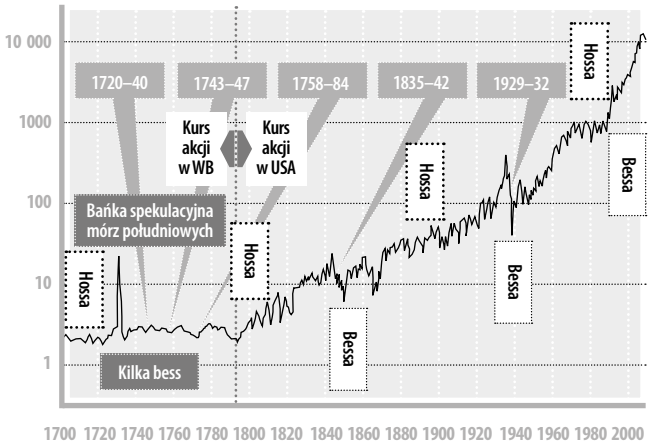


Podejrzane interesy

Na Wall Street określenie „**błądzenie losowe**" jest czymś wręcz nieprzyzwoitym. Określenie to jest epitetem ukutym przez środowisko akademickie i rzuconym jako zniewaga w stronę profesjonalnych jasnowidzów. Innymi słowy, skrajnie upraszczając, chodzi o to, że nawet małpa z zawiązanymi oczami, która dostałaby strony finansowe gazety [z notowaniami spółek], mogłaby wybrać równie dobry portfel jak ten starannie dobrany przez ekspertów. Jednak analitycy finansowi w eleganckich garniturach w prążki nie lubią być porównywani do prymitywnych małpiszonów…

Burton Malkiel *A Random Walk Down Wall Street*
(*Błądząc po Wall Street. Dlaczego nie można wygrać z rynkiem*)

Teoria fal Elliotta • **Elliott Wave** • Teoria inwestowania na rynku giełdowym stworzona przez Ralpha Nelsona Elliotta, Amerykanina, który twierdził, że ruchy giełdy są jak powtarzający się wzór fal. Oparta na podobnych rytmach występujących w naturze teoria Elliotta sugeruje, że rynek porusza się według serii 5 szczytów i 3 dołków. Patrz również *analiza techniczna*.



Teoria fal Elliotta
Brytyjski, a potem amerykański rekordowy kurs akcji w latach 1700–2002

Impulsywny

Bardzo szczegółowe badania związane z ludzką działalnością wskazują na to, że praktycznie wszystkie wydarzenia wynikające z procesów społeczno-ekonomicznych podlegają określonym regułom, które sprawiają, że te wydarzenia się powtarzają w podobnych i stałych powtarzających się seriach **fal** lub impulsów o określonej liczbie i w określonym schemacie. Rynek akcji odzwierciedla impulsy falowe powszechne w działalności społeczno-ekonomicznej. Podlega swoim regułom, tak jak wszystko inne we wszechświecie.

Ralph Nelson Elliott, sierpień 1938

Teoria opcji realnych • **Real Option Theory** • Teoria, która zajmuje się wyceną skutków przyszłych decyzji. Opcja to prawo kupienia/sprzedania czegoś. Zachowując „otwarte opcje" w przeciwieństwie do „zatrzaskiwania drzwi", możemy w przyszłości skorzystać z nadarzających się możliwości. Na przykład oceniając decyzje nakładów kapitałowych, teoria opcji realnych stara się skwantyfikować wartość „otworzenia" większej liczby przyszłych wariantów niż w momencie dokonywania inwestycji. Tradycyjna analiza nakładów kapitałowych zakładała w oparciu o niezmienne projekcje, że przepływy środków pieniężnych albo będą osiągnięte, albo nie. Tymczasem w rzeczywistości w zarządzaniu wynikami projektu ciągle dokonuje się pomiarów wraz z upływem czasu. Teorię opcji realnych stosuje się również do decyzji, czy zrealizować papier wartościowy (zamknąć przyszłe opcje), czy angażować się w *restrukturyzację* długu (pozostawiając opcje otwarte). Skwantyfikowanie wycen w teorii opcji realnych wymaga bardzo skomplikowanych technik ilościowych.

Mnóstwo możliwości

Możliwości wyboru przedstawiane większości biznesmenów to wybór między rodzajami polityki określanymi jako tymczasowa i stała. Polityka tymczasowa polega na wykorzystaniu łatwych do skonstruowania instrumentów, które szybko się zużywają, a polityka stała – na budowie bardzo kosztownych instrumentów o dużej trwałości. […] W każdym wypadku „najlepsze" wyniki będą zagwarantowane, jeśli wybrana zostanie konkretna seria modernizacji, napraw lub usprawnień, która zmaksymalizuje wartość bieżącą przyszłego strumienia dochodów.

Irving Fisher *The Theory of Interest*, 1930

Teoria portfela papierów wartościowych • Modern Portfolio Theory • MPT • Fundamentalna koncepcja wyjaśniająca, jak racjonalni inwestorzy będą korzystać z dywersyfikacji dla optymalizowania swoich portfeli i jak powinno być kompensowane ryzyko. Teoria ta została opracowana w USA w 1952 roku przez prof. Harry'ego Markowitza, który w 1990 roku za swoje osiągnięcia otrzymał Nagrodę Nobla. Ponieważ MPT opiera się na bardzo skomplikowanych matematycznych obliczeniach, poniżej przedstawiamy cztery kluczowe idee, które leżą u jej podstaw:

1. **Dywersyfikacja:** ponieważ zwrot na portfelu będzie średnią ważoną indywidualnych, poszczególnych zwrotów, podatność na wahania zwrotów portfela nie będzie się sumować. Raczej w związku z relatywnym zachowaniem dynamiki poszczególnych rentowności (zwanych kowariancjami) większa część tych zmian będzie wzajemnie się znosić. Sumaryczna wrażliwość na wahania grupy inwestycji zostanie dzięki temu zredukowana. Poziom tej wzajemnej redukcji będzie zależeć od siły i kierunku kowariancji. W zależności od tego, w jaki sposób dana branża – reprezentowana przez akcje w portfelu – reaguje na cykle gospodarcze, korelacje pomiędzy rentownością mogą być zupełnie przeciwne (kowariancja równa –1), niezależne (kowariancja równa 0) lub doskonale zbieżne (kowariancja równa +1). Tak długo, jak długo portfel składa się z inwestycji z kowariancjami mniejszymi od +1, będzie miała miejsce dywersyfikacja, redukując ogólną wrażliwość na wahania. Ponieważ doskonale przeciwne kowariancje występują rzadko, większość papierów wartościowych z różnych sektorów ma kowariancje mniejsze niż +1. W związku z tym jeśli w portfelu zgromadzi się więcej niż 20 niezależnych inwestycji, większa część ryzyka portfelowego zostanie wyeliminowana, z wyjątkiem rezydualnego, znanego jako *ryzyko systematyczne*.
2. **Ryzyko systematyczne:** ryzyka rezydualnego w portfelu nie da się uniknąć, ponieważ oddziałuje ono na każdą inwestycję w ten sam sposób. Dywersyfikacja nie wyeliminuje tego ryzyka. Jego pierwotnym źródłem są cykle gospodarcze, które w różnym stopniu mają wpływ na wszystkich graczy ekonomicznych. Jednakże indywidualne inwestycje będą miały różne poziomy wrażliwości (nazywane beta w modelu wyceny aktywów kapitałowych, CAPM) w stosunku do ryzyka systematycznego.
3. **Zwroty i premie za ryzyko:** indywidualni inwestorzy nie mogą sobie skompensować niezdywersyfikowanego ryzyka poszczególnych akcji, ponieważ konkurują oni z innymi racjonalnymi inwestorami, z założenia zawsze dobrze dywersyfikującymi portfele. Takich inwestorów nie dotyczy ryzyko poszczególnych inwestycji i nie potrzebują oni żadnej rekompensaty za ryzyko, ponieważ ono nie występuje. Na rynkach efektywnych jedyne ryzyko, które

będzie kompensowane, to właściwy danej inwestycji poziom ryzyka systematycznego. CAPM z kolei zalicza ten zwrot jako zwrot wolny od ryzyka (zwrot dla czystej oszczędności) plus premia za ryzyko równa rynkowym wymaganiom kompensacji dla ryzyka systematycznego, z uwzględnieniem indywidualnego dla danego waloru stopnia wrażliwości wobec takiego ryzyka systematycznego.

4. **Granica efektywności:** zróżnicowane portfele będą dywersyfikować ryzyko w różnym stopniu, w zależności od tego, jak „pracują" kowariancje w ramach różnego składu inwestycji w portfelu. Dla każdej rentowności portfela będzie istniała odpowiadająca jej struktura portfela, dająca najniższą możliwą wrażliwość na wahania, czyli „najlepszy" skład (bo żaden racjonalny inwestor nie zaakceptowałby nieskompensowanego ryzyka, jeśli można by tego uniknąć poprzez zmianę struktury inwestycji w portfelu). Każda rentowność będzie miała związany z nią poziom ryzyka. Kombinacja dostępnych zwrotów wraz z najniższymi możliwymi związanymi z nimi ryzykami jest podzbiorem całego uniwersum wszystkich możliwych portfeli. Ten podzbiór nazywamy „granicą efektywności". Na tej granicy wyższe rentowności mogą być osiągane już tylko przy wyższym ryzyku, ale przynajmniej jest to minimum możliwego ryzyka. Racjonalny inwestor powinien wybrać tylko ten graniczny portfel, zakładając albo pożądany zwrot, albo pożądany poziom ryzyka.

Teoria portfela ma zasadniczy wpływ zarówno na firmy, jak i na inwestorów. Na firmy – ponieważ wskazuje, że nie ma uzasadnienia dla wewnętrznej dywersyfikacji, bo inwestorzy i tak mają wystarczająco zdywersyfikowane portfele. Raczej menedżerowie powinni koncentrować się na tym, jak budować jak największą wartość tam, gdzie firma czuje się rzeczywiście mocna. Inwestorom teoria portfela mówi, że wybór akcji (znajdowanie najlepszych spółek) jest mniej istotny niż dywersyfikowanie i utrzymanie portfela przez wystarczająco długi czas, tak aby wyeliminować podatność na wahania poprzez proces uśredniania w czasie. Także oczekiwania na zwroty powinny być bardziej racjonalne, poprzez uznanie faktu, że dobrze zdywersyfikowane oczekiwane zwroty z portfela są relatywnie pewne w długim okresie, a więc przynoszą odpowiednio skromniejsze zyski (długoterminowa premia za ryzyko wynosi dla akcji 5–7%).

Teoria przedsiębiorstwa • **Theory of the Firm** • Podstawowa koncepcja ekonomiczna, według której głównym celem przedsiębiorstwa jest długofalowa maksymalizacja jego wartości. Teoria ta wyraża się następującym równaniem:

Istota działalności przedsiębiorstwa					
Wartość przedsiębiorstwa	=	Wartość bieżąca prognozowanych zysków (π)	=	$\sum_{t=1}^{n}$	$\frac{TRt - TCt}{(1 + \mathbf{i})^t}$

Gdzie	**Zmienne**	**Czynniki warunkujące**
π	Zyski	Pomiar w rachunkowości
TR	Łączna wartość przychodów	Marketing
TC	Łączna wartość kosztów	Produkcja
i	Odsetki	Koszty finansowania
t	Okres	„Zegarki"
n	Liczba lat	Stabilność = wypłacalność

Być może równanie to formalizuje jedynie oczywistą teorię, że celem przedsiębiorstwa nie jest jedynie *zysk* – ale również uzyskiwanie go jak najszybciej. Zawiera ono jednak także głębsze implikacje. Całkowite przychody są funkcją poziomu sprzedaży, cen, strategii marketingowych, kanałów dystrybucji itp. Całkowite koszty są funkcją wielkości produkcji, wkładu materiałowego, technologii, korzyści skali itp. Na stopy dyskonta wpływają *struktura kapitałowa*, dźwignia i rynki finansowe. Z kolei na wszystkie powyższe zmienne dodatkowo oddziałują strategia, struktura organizacyjna, pracownicy i uregulowania prawne. Co więcej, istnieją również współzależności między całkowitymi przychodami, całkowitymi kosztami i wielkością odsetek (wystarczy zauważyć, jak korzyści skali mogą zredukować koszty, co pozwala obniżyć ceny i zwiększyć popyt). Podobnie jak większość modeli ekonomicznych teoria przedsiębiorstwa opiera się na założeniach, które mogą tylko w przybliżeniu odzwierciedlać rzeczywistość rynkową (jak np. eliminacja czynnika niepewności, dostępność informacji, koszty transakcyjne). Można twierdzić, że przedsiębiorstwa często dążą do celów innych niż optymalizacja wyników (np. do utrzymania wyników na poziomie „zadowalającym", zwiększenia udziału w rynku, minimalizacji ryzyka). Jednakże teoria przedsiębiorstwa sprawdza się w zastosowaniu do większości przedsiębiorstw na całym świecie. Patrz także *zysk ekonomiczny.*

Teoria przeniesienia odpowiedzialności podatkowej • Conduit Theory • Pogląd, że określone narzędzia inwestycyje powinny być zwolnione z podwójnego opodatkowania – zyski z tych inwestycji powinny w całości trafić do właścicieli, a więc bez obciążenia podatkiem spółki inwestującej.

Teoria rynku, podejście adaptacyjne • **Adaptive Markets Theory** • Teoria ta wyjaśnia sposób zachowania się rynków papierów wartościowych. Podobnie jak w biologii ewolucyjnej mówi się, że rynki przystosowują się do nowych warunków poprzez nagłe zmiany. Natychmiast po wyczerpaniu się jakiegoś sposobu osiągania zysków rynek zmienia system działania i powstają nowe możliwości. Zwroty z inwestycji nie podlegają więc krzywej rozkładu normalnego czy krzywej dzwonowej zgodnie z *błądzeniem losowym* w *hipotezie rynku efektywnego.* Zamiast tego omylni uczestnicy rynku, o czym mówi *teoria finansów behawioralnych*, są nieodporni na instynkty stadne i błędną wycenę ryzyka. Zyski można zatem osiągnąć dzięki wyrafinowanym modelom ilościowym, które wyrównują te błędy. Termin został stworzony przez Andrew Lo z Massachussetts Institute of Technology i zyskał większe uznanie po *kryzysie kredytowym* w latach 2007–2008. Kamieniem milowym była publikacja *Challenges in Quantitative Equity Management* wydana przez Fundację Badań Instytutu *CFA (Dyplomowanych Analityków Finansowych)* (www.cfapubs.org).

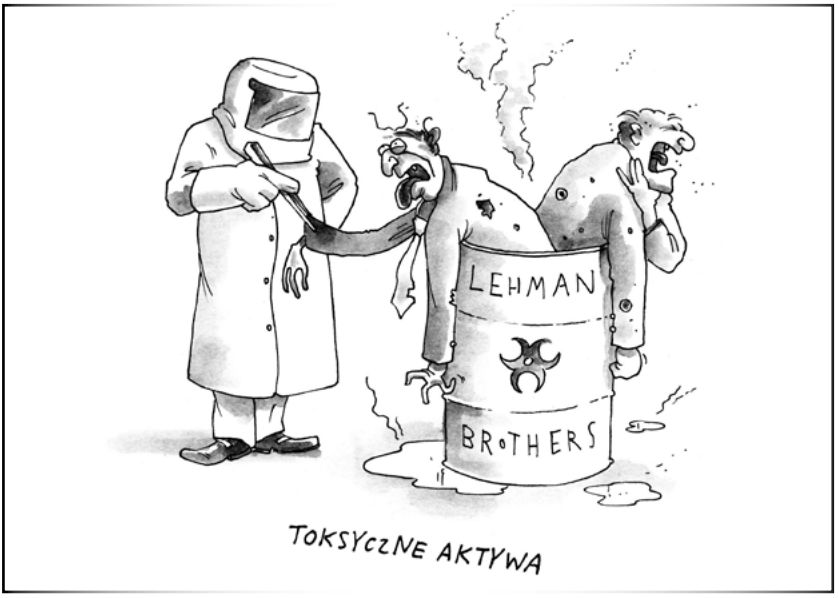
Teoria większego głupca • **Greater Fool Theory** • Pojęcie dotyczące inwestowania na *giełdzie papierów wartościowych* pozwalającego na (lekką) głupotę i przepłacenie za akcje (w stosunku do ich *wartości wewnętrznej*), ponieważ prawdopodobnie znajdzie się jeszcze większy głupiec, który będzie chciał je później odkupić. Element teorii większego głupca można znaleźć w *analizie technicznej*. Podczas okresu poprzedzającego *rynek* zawodowi inwestorzy mogą zająć *pozycje krótkie* we wczesnej fazie wzrostów z nadzieją na sprzedaż z pokaźnym zyskiem w miarę napływu bardziej entuzjastycznych (i mniej opanowanych) kupujących. Patrz również *finanse behawioralne*.

Do przemyślenia

„Res tantum valet, quantum vendi potest".
(Dana rzecz jest warta tyle, ile ktoś chce za nią zapłacić).

Toksyczne aktywa (żargon) • **Toxic Assets** (vernacular) • Szerokie określenie wszelkiego rodzaju inwestycji instytucji finansowych, które są skomplikowane, spekulacyjne, z natury trudne do wyceny, podlegają księgowaniu według aktualizowanej wartości rynkowej oraz – co najważniejsze – podważają zaufanie rynku do ich posiadaczy. Nasuwa się konotacja „trujące", ponieważ mogą one zarazić skądinąd zdrowe bilanse, powodując „śmierć", tj. niewypłacalność. Toksyczne aktywa są często kojarzone z *instrumentami CDO*, które były używane do sekurytyzowania substandardowych kredytów hipotecznych w okresie

poprzedzającym *kryzys kredytowy lat 2007–2009*. Warunki na rynku kredytów hipotecznych pogorszyły się najpierw w USA wraz z gwałtownym wzrostem stopy przeterminowania i masowym przejmowaniem przez banki obciążonych nieruchomości. Zaskakujące, że biorąc pod uwagę ich niewątpliwy rating kredytowy, nawet bezpieczne pakiety papierów CDO wykazywały oznaki utraty wartości. Tymczasem rynek wtórny CDO został poddany restrykcjom (ze względu na regulacje posiadanie CDO zostało ograniczone głównie do banków i innych instytucji finansowych). Jeśli zdesperowany bank próbował pozbyć się toksycznych aktywów, było niewielu kupców, o ile w ogóle mógł ich znaleźć. A te toksyczne aktywa, które były sprzedawane, uzyskiwały bardzo wysokie dyskonto. Wobec ucieczki w poszukiwaniu jakości, gdy nikt nie chciał nawet dotknąć czegokolwiek, co pachniało ryzykiem, ceny rynkowe wpadły w samonapędzający się spadek. To nie był koniec złych wieści. Ze względu na zasady księgowania według wartości godziwej bieżąca wartość toksycznych aktywów nie pozostawała bez wpływu na nie cen rynkowych. Wynikające z tego odpisy powodowały jeszcze większe straty nawet wtedy, gdy toksyczne aktywa nie były przeznaczone na sprzedaż. Strach przed bankami zapchanymi toksycznymi aktywami był tak wielki, że w szczycie kryzysu międzybankowe rynki kredytowe przestały funkcjonować. Bardzo możliwe, że toksyczne aktywa mają rzeczywistą wartość, która jest o wiele większa niż bieżąca kwota bilansowa zaksięgowana według wartości godziwej. Ale wobec braku płynnego rynku, co stara się złagodzić Program Ratunkowy Zagrożonych Aktywów, banki mogą tylko czekać na korzystniejsze warunki rynkowe.



Trader • **Trader** • Osoba zatrudniona w celu prowadzenia obrotu papierami wartościowymi w imieniu ich właściciela, zazwyczaj instytucji finansowej, np. banku inwestycyjnego. Jako że stawka i korzyść są często dość wysokie, uczestnik rynku giełdowego musi być bystry, mieć wyczucie chwili odpowiedniej do realizacji zysków i zdolność do ponoszenia ryzyka. To są cechy awanturnika świata finansów. Stała ocena – *aktualizacja wyceny rynkowej* oznacza, że działania traderów są przejrzyste i natychmiast widoczne. Aby umożliwić wykorzystanie ich talentów, większość banków zazwyczaj udziela im szerokich kompetencji decyzyjnych, aczkolwiek z limitem zaangażowania w celu minimalizacji ryzyka. Jest to istotne, zważywszy na częste pokusy, gdy rozporządza się cudzymi pieniędzmi. Ścisły związek pomiędzy decyzjami a wynikami sprawia, że wynagrodzenie tradera jest w znacznej mierze zależne od wyników. W dobrych latach utalentowani traderzy mogą uzyskiwać wysokie premie. Napięcie związane z taką pracą, możliwość szybkiego awansu, ale i równie szybkiego zwolnienia, a także odprawy przy przejściu na wcześniejszą emeryturę sprawiają, że większość traderów to osoby młode lub zaprawieni w bojach zawodnicy.

Typowy

Był typowym **traderem** – niesfornym, hałaśliwym i wymagającym – osobą, którą należy trzymać z daleka od nerwowych, sztywnych bankierów.

Kurt Eichenwald *Conspiracy of Fools* (*Spisek głupców*), 2005, s. 628

Transakcja nierozliczona • **Unsettled Transaction** • Transakcja kupna lub sprzedaży *papierów wartościowych* zawarta przed końcem okresu obrachunkowego, a rozliczona po zakończeniu okresu. W rachunkowości opartej na dacie zawarcia transakcji takie transakcje uznawane są w księgach na koniec okresu.

Transakcja nieskuteczna • **Failed Trade** • Transakcja dotycząca *papierów wartościowych*, walut lub towarów – sytuacja, gdy ma nastąpić płatność, ale nie nastąpiło „rozliczenie" (czyli transakcja nie została sfinalizowana) z powodu jakiejś przeszkody z winy *strony*, np.:

- opóźnienia,
- błędu,
- sporu,
- braku płatności.

Transakcja nieskuteczna jest przejawem ryzyka rozliczeniowego. Ważną funkcją systemu *izb rozrachunkowych* jest zapewnienie, by do transakcji nieskutecznych nie dochodziło lub by przeszkody były szybko usuwane.

Transakcja wirtualna (slang) • **Flip Transaction** (slang) • Każda transakcja, której skutki zostaną w krótkim czasie odwrócone, stawiając uczestniczące w niej strony w wyjściowej pozycji finansowej. Transakcja taka polega najczęściej na kupnie, po którym szybko następuje sprzedaż. Można przykładowo powiedzieć, że spekulujący inwestor „przerzucił" nieruchomość, tzn. kupił ją i zaraz odsprzedał dla szybkiego zysku (zamiast czekać na zysk długofalowy lub korzystać z nieruchomości). Transakcje tego rodzaju są często przeprowadzane w poszukiwaniu zysków, ze względu na podatek dochodowy, ze względów prawnych lub związanych z praniem brudnych pieniędzy, aby stworzyć pozory prowadzenia działalności. Z punktu widzenia zasady nadrzędności treści ekonomicznej nad formą prawną mogą to być zasadniczo transakcje fikcyjne. Patrz również *zbieranie śmietanki*.

Dobry wujek

Pamiętacie, kiedy to inwestycje w trakcie jednej sesji, a nie baseball, były ulubioną rozrywką Amerykanów? Wątpię, by większość z Was była w stanie wymienić trzy pierwotne oferty publiczne z ostatnich pięciu lat. Wynika to z tego, że najpopularniejszym modelem prowadzenia działalności [w Dolinie Krzemowej] jest obecnie „zakładanie **wirtualnych** firm" – uruchamianie niewielkich firm i szybka sprzedaż temu, kto oferuje najwięcej. Najlepiej, gdy kupcem jest Google, Microsoft, Yahoo! lub AOL, inwestorzy w Web 2.0.

Web Boom 2.0, „Time" – wydanie europejskie,
25 grudnia 2006–1 stycznia 2007, s. 45

Transakcje carry trade (żargon) • **Carry Trade** (vernacular) • Pożyczanie lub sprzedaż walut o niskim oprocentowaniu i inwestowanie w waluty z wyższymi stopami procentowymi, by zarobić na różnicy. Szczególnie aktywnym rynkiem od zawsze jest rynek jena japońskiego i dolara amerykańskiego. Carry trade to zagadka. Teoretycznie na efektywnym rynku nie powinno być miejsca dla takiego arbitrażu. Działanie „parytetu stóp procentowych z pokryciem" oznacza, że wszelkie różnice stóp procentowych są uwzględniane w różnicy między rynkami transakcji natychmiastowych (tzw. transakcji spot)

i transakcji terminowych: na rynku transakcji terminowych waluty o wyższej stopie procentowej są wyceniane z dyskontem, natomiast te o niskiej stopie procentowej – z premią. Ponadto „parytet stóp procentowych bez pokrycia" sugeruje, że waluty o wyższej stopie powinny rekompensować posiadaczom ryzyko spadku kursu. W rzeczywistości często działo się odwrotnie: badania wykazują, że wzrost wartości walut o wysokich stopach procentowych przynosił zwroty w transakcjach carry trade (porównaj z „The Economist", 24 lutego 2007, s. 80). Tak więc stabilne zyski ze spredu stóp procentowych mogą zostać nagle i całkowicie zlikwidowane w wyniku obniżenia wartości waluty (na zasadzie „przyjdzie walec i wyrówna"). W sumie handel tego typu jest wysoce spekulacyjny i zwykle zanika przy turbulencjach na rynku. Patrz również *metoda round-tripping*.

Transakcje PIPE • **Private Investment In Public Equity** • **PIPE** • Zakup pokaźnego pakietu akcji zwykłych skarbu państwa, zazwyczaj z dyskontem w stosunku do obecnej wartości rynkowej akcji, przez firmę typu private equity, fundusz powierniczy lub innego inwestora instytucjonalnego w celu zebrania kapitału dla emitenta. Oprócz szybkiego dostępu do kapitału transakcje PIPE mogą być pod pewnymi względami korzystniejsze od wprowadzenia na giełdę. Stabilny, cierpliwy akcjonariusz może ustabilizować strukturę własności. Firmy typu private equity zwykle bardziej asertywnie naciskają na wyniki, nawet bez pełnej kontroli w radach nadzorczych spółek publicznych. Również zachęty dla kierownictwa w stylu firm private equity mogą zapewnić lepsze działanie spółki publicznej w interesie jej akcjonariuszy.

Transakcje switchowe (slang) • **Switch Transactions** (slang) • Sztuczne tworzenie aktywności na rynku poprzez wykorzystanie automatycznie anulujących się transakcji. Zgodnie z wcześniejszą umową inwestor wyraża zgodę na zakup nowej emisji papierów wartościowych w zamian za możliwość sprzedaży emitentowi równej liczby porównywanych papierów. Co prawda pozycje sprzedającego i kupującego nie zwiększają się, ale transakcje tworzą wrażenie aktywnego rynku, który może potem wykorzystać emitent, znajdując stronę trzecią, inwestorów chętnych do działania na „płynnym" rynku.

Transfer zysków • **Repatriate Earnings** • Przesłanie zysków – lub bardziej dokładnie – przepływ gotówki z inwestycji zagranicznej na rynek ojczysty. Międzynarodowa korporacja np. posiada *spółki* zależne w innych krajach. Ponieważ ich wyniki są konsolidowane w sprawozdaniach finansowych firmy matki, ich zyski będą należeć do zysków grupy niezależnie od tego, czy pozostają one za granicą, czy nie. Jeśli spółka córka posiada atrakcyjne możliwości inwestycji lokalnych,

może również ponownie zainwestować swoje zyski. Jednakże aby użyć zysków tej firmy w innych częściach grupy, przepływ gotówki musi trafić do firmy macierzystej. Można to przeprowadzić na kilka sposobów, np. *dywidendy*, ustalanie cen transferowych, opłaty z tytułu zarządzania, *odsetki.* Wybór zależy zazwyczaj od tego, na co pozwala prawo danego kraju oraz co jest najbardziej opłacalne z punktu widzenia podatków. Ostatecznie każda zagraniczna inwestycja bezpośrednia musi być oceniona tak jak każda inna inwestycja kapitałowa. Oznacza to bieżącą wartość netto *istotnych przepływów gotówkowych* w przyszłości. Z punktu widzenia ex-ante repatriacja zysków powinna być analizowana netto, po opodatkowaniu w kraju pochodzenia oraz zamieniona na walutę kraju spółki matki po dostosowaniu do przewidywanych zmian kursów wymiany walut.

Trująca pigułka (slang) • **Poison Pill** (slang) • Pułapka zastawiana w celu obrony przed niechcianym przejęciem firmy, najczęściej w postaci pewnych kosztów nakładanych na nabywcę. Przykładami mogą być:

- odprawy dla członków kierownictwa,
- agresywna *dźwignia* bilansu,
- wyprzedaż aktywów, które mogą być atrakcyjne dla nabywcy,
- wyodrębnienie podstawowej działalności firmy atrakcyjnej dla nabywcy.

Często powodem stosowania trującej pigułki jest ochrona członków istniejącego kierownictwa przed nowym właścicielem, który może pozbawić ich stanowisk. Jeśli taka taktyka prowadzi do zniechęcenia oferentów do zapłacenia atrakcyjnej ceny za udziały, działanie to jest naruszeniem *praw udziałowców.* Patrz także *biały rycerz.*



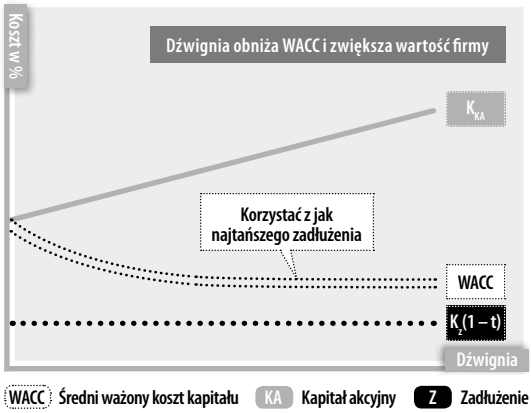
Trzy F • **Three Fs** • Humorystyczne, aczkolwiek najprawdopodobniej prawdziwe określenie (niestety tylko po angielsku) źródeł kapitału początkujących przedsiębiorców potrzebnego na rozruch nowego przedsiębiorstwa: family – rodzina, friends – przyjaciele, fools – głupcy. Patrz również *luka kapitałów własnych*.

Turnaround Management Association (USA) • **TMA** • Międzynarodowe stowarzyszenie non-profit promujące dobre praktyki w dziedzinie „odnowy korporacyjnej" oraz uzdrawiania przedsiębiorstw. TMA, założone w 1988 roku, ma ponad 8100 członków (2008 rok) ze świata przemysłu. Patrz www.turnaround.org.

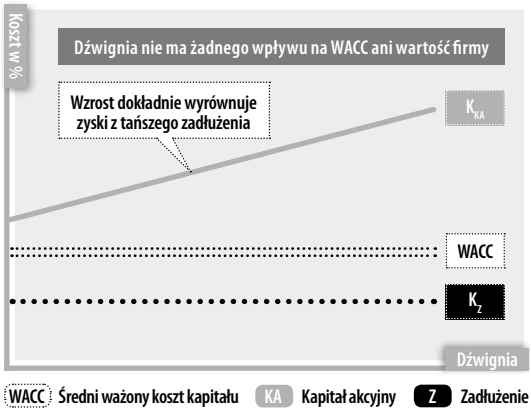
Twarda waluta • **Hard Currency** • Każda stabilna waluta, co do której oczekuje się, że utrzyma swoją wartość w stosunku do innych walut. W XIX wieku prawdziwie twardymi walutami były te oparte na parytecie złota, jak brytyjski funt szterling. W XX wieku status ten przejął dolar amerykański, pomimo odłączenia od parytetu złota. Dolar amerykański nadal traktowany jest jako twarda waluta, pojawiły się też inne, takie jak frank szwajcarski czy euro.

Twierdzenia Modiglianiego-Millera • **Modigliani-Miller Propositions** • Dwa słynne twierdzenia autorstwa laureatów Nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii, Franco Modiglianiego (1918–2003) i Mertona Millera (1923–2000), które wywarły przemożny wpływ na *finanse korporacyjne*. Twierdzenie pierwsze: struktura kapitałowa – wielkość kapitału własnego i długu – nie oddziałuje na wartość przedsiębiorstwa (patrz *zasada braku zależności*). Drugie twierdzenie (sformułowane w tym samym duchu „braku zależności"): *polityka dywidend* nie przekłada się na wartość firmy. Ze względu na założenia leżące u podstaw obu twierdzeń żadne z nich nie przystaje idealnie do rzeczywistego doświadczenia. Ważne jest jednak to, że zmuszają one do przemyślenia problemu finansów i ich znaczenia oraz trafnie określają rolę finansów, która okazuje się „ważna, ale na pewno nie najważniejsza". Patrz także *kapitalizm finansowy*.

Zasada M-M: dźwignia
Z opodatkowaniem



Zasada M-M: dźwignia
Brak opodatkowania



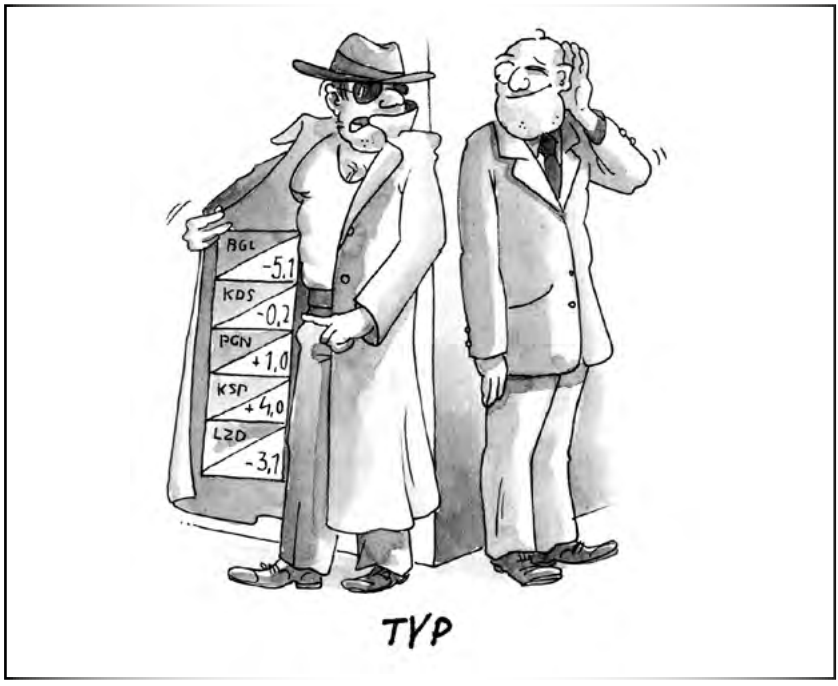
Twoja pierwsza strata to twoja najlepsza strata (powiedzenie inwestora) • **Your First Loss Is Your Best Loss** (investors' adage) • Lepiej, żeby inwestor od razu pogodził się z małą stratą, niż uparcie trwał na stanowisku tylko po to, żeby patrzeć, jak straty stają się coraz większe. Wiedzieć, kiedy spasować (używając języka graczy karcianych), to trudna decyzja w inwestycjach. Z jednej strony szybkie wyjście świadczy o dyscyplinie i psychologicznym harcie ducha pozwalającym przyznać się do błędu. Z drugiej strony zbyt szybka sprzedaż może spowodować, że będziemy się rzucać z kąta w kąt pomiędzy wahaniami cen, zbieraniem śmietanki a utratą nagród, które daje cierpliwość. Patrz *ulga hazardzisty* i *ubezpieczenie portfela*.



Tworzenie wartości dla akcjonariuszy • Shareholder Value Creation •

Etos *zarządzania*, który za najwyższy priorytet uznaje interesy *akcjonariuszy* jako prawnych właścicieli firmy. Tak powinno być zawsze, jednak *konflikt w stosunkach agencyjnych* oznacza, że uwaga pewnego swojej pozycji kierownictwa może być skierowana gdzie indziej (m.in. na przywileje, imponujące budynki, spektakularne transakcje, np. *przejęcia*). Powiedzenie „nasi akcjonariusze są najważniejsi" jest zbliżone do wychwalania macierzyństwa. Tworzenie wartości dla akcjonariuszy jest więc raczej kwestią podkreślenia znaczenia, a nie wyboru. Po raz pierwszy użył tego sformułowania w 1981 roku profesor rachunkowości w swoim artykule w „Harvard Business Review" (źródło: „Fortune", 18 listopada 2002, s. 25). Począwszy od końca lat 80. XX wieku, tworzenie wartości stało się znaczącym ruchem, najeźdźcy korporacyjni lub wymagające rady nadzorcze były częściej gotowe do usunięcia kierownictwa w imię podnoszenia wartości dla akcjonariuszy. W tworzeniu wartości dla akcjonariuszy więcej wagi przywiązuje się do ceny akcji, co odzwierciedla wiarę w słuszność teorii rynku efektywnego. Większy nacisk kładzie się więc na zwiększanie *zysku na akcję* i zwolnienie niewykorzystanych środków poprzez wypłatę dobrej *dywidendy* lub programy *skupu akcji własnych*. Innym aspektem jest wyraźniejsza zbieżność interesów kierownictwa z interesami akcjonariuszy poprzez np. wykorzystanie *opcji na akcje*. Słabości tego podejścia mogą wynikać z orientacji na doraźne efekty lub z dążenia do tworzenia wartości kosztem innych *interesariuszy*. Patrz również *całkowita stopa zwrotu dla akcjonariuszy*.

Typ • Poufna informacja o kursach akcji na giełdzie • Tip (Stock Market) • Nieoficjalna informacja dotycząca tzw. gorących akcji. Informacja ta może pochodzić od kogoś dopuszczonego do tajemnic służbowych lub kogoś „wtajemniczonego" dzięki przypisywanym mu wybitnym zdolnościom inwestycyjnym. Warto również pamiętać o tym, że we własnym interesie każdego, kto już raz zainwestował, jest, aby inni też kupowali – z jednej strony by poprzez wzmożone kupno rosła cena walorów, a z drugiej zaś – ze względu na komfort psychiczny, jaki daje fakt, że inni potwierdzają w ten sposób słuszność jego decyzji. Publikowane na stronach internetowych dokumenty z takimi wskazówkami inwestycyjnymi zwane są „tip sheets". W gruncie rzeczy trzeba pamiętać o powiedzeniu: „Zazwyczaj darmowe porady są warte tyle, ile się za nie zapłaciło".



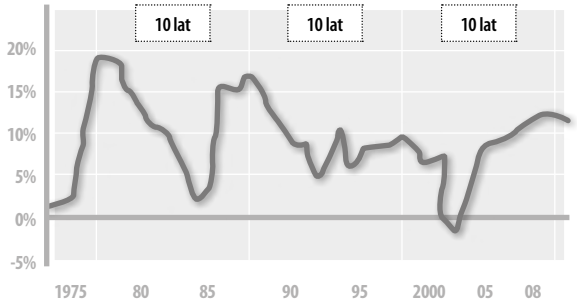
U

Ubezpieczenie • **Assurance** • Działanie mające na celu zmniejszenie ryzyka. Audytorzy realizują usługi ubezpieczeniowe poprzez rewizję sprawozdań finansowych, aby zwiększyć wiarygodność informacji finansowej. Instytucje ubezpieczeniowe również oferują usługi ubezpieczeniowe – w Wielkiej Brytanii często nazywają się instytucjami zabezpieczającymi (nazwa ta daje lepsze skojarzenia potencjalnym klientom). W języku angielskim słowo „assure" oznacza 'zabezpieczyć', 'upewnić'. Wiąże się z ubezpieczeniami na życie, ponieważ w przeciwieństwie do ubezpieczeń majątkowych śmierć jest pewna, nie wiadomo tylko, kiedy nastąpi. Stąd ubezpieczenie na życie dotyczy zdarzenia pewnego i tak słowo „assurance" zastąpiło „insurance" w tego typu ubezpieczeniach.

Ubezpieczenie • **Insurance** • Produkt finansowy, który przenosi pewne ryzyka na inne podmioty w zamian za opłatę zwaną składką ubezpieczeniową. Ubezpieczenie jest ważnym narzędziem *zarządzania ryzykiem* tak dla klientów biznesowych, jak i indywidualnych. Ubezpieczenie jest oferowane przez firmy ubezpieczeniowe, które profesjonalnie oceniają ryzyka aktuarialne. Istnieje zasadnicza różnica pomiędzy ubezpieczeniem na życie dotyczącym osób fizycznych a ubezpieczeniem majątkowym zabezpieczającym wartość aktywów przed szkodami naturalnymi i stratami z tytułu wypadków losowych. Ten drugi typ może być bardzo zmienny w związku z wewnętrznymi cyklami na rynku ubezpieczeń oraz występowaniem nieoczekiwanych klęsk żywiołowych. Większość firm ubezpieczeniowych działa jak pośrednicy finansowi – dodatkowy dochód jest reinwestowany w inwestycje długoterminowe, aby uzyskiwać dochód inwestycyjny ze zobowiązaniem wypłaty na żądanie. Z uwagi na ich działalność inwestycyjną zarobki firm ubezpieczeniowych często podlegają cyklom rynków kapitałowych. Pochodzenie pojęcia „ubezpieczenie": ze

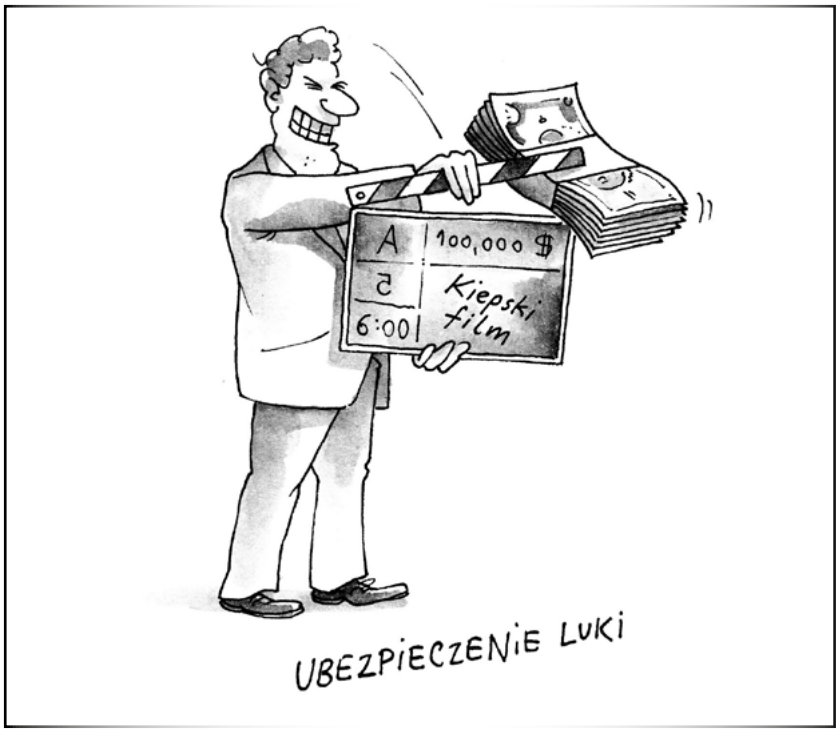
starofrancuskiego „enseurance" = gwarancja, ochrona przed stratą wyewoluowało w angielskim do „ensure" lub „assure" w znaczeniu „dać zapewnienie" i w XVII wieku do pojęcia „odszkodowanie finansowe". Patrz również *reasekuracja*.

Ubezpieczenie
Zwrot z kapitału ubezpieczyciela majątkowego i wypadkowego w USA



Źródło: „The Economist", 17 czerwca 2008, s. 85, Insurance Information Institute i in.

Ubezpieczenie luki • **Gap Insurance** (Hollywood) • Gwarancja towarzystwa ubezpieczeniowego dotycząca minimalnego poziomu wpływów z filmu. Pod koniec lat 90. XX wieku wielu niezależnych producentów miało możliwość finansować swoje produkcje i pokrywać koszty dystrybucji kredytem bankowym zabezpieczonym kontraktem ze studiem filmowym z gwarantowanym odbiorem (*umowa typu „odbierz lub płać"*). Jeśli jednak studio nie pokryło całości kosztów, wielu ubezpieczycieli było nakłanianych do pokrycia „luki". Zakładając, że wycena takiego ryzyka wymagała znajomości wartości artystycznej i komercyjnej filmu (wiedza, której nie ma nawet Hollywood), praktyki takie były godnym uwagi przykładem komercyjnego szaleństwa. Szacuje się, że w latach 1995–2000 wielkie międzynarodowe korporacje ubezpieczeniowe przeznaczyły 2 miliardy dolarów na pokrycie kosztów z tego tytułu (źródło: „Fortune" – wydanie europejskie, 7 lipca 2003, s. 17). Do 2003 roku odszkodowania, z których wiele w postaci roszczeń trafiło na drogę sądową, były liczone w setkach milionów dolarów.



Ubezpieczenie na życie z rentą kapitałową (Wielka Brytania) • **Endowment Policies** (UK) • Indywidualny plan oszczędnościowy, w którym przychody inwestuje się na *giełdzie papierów wartościowych*, a następnie wykorzystuje do spłaty hipotek, w terminach zapadalności. Z czasem do produktu włączono również ubezpieczenie na życie. Ubezpieczenia takie stały się w Wielkiej Brytanii kontrowersyjne po tym, jak gwałtowny spadek kursu akcji na giełdzie uniemożliwił wielu oszczędzającym spłatę hipotek po przejściu na emeryturę. Posiadacze tych polis często twierdzili, że nie zostali dostatecznie ostrzeżeni o ryzyku, i często domagali się odszkodowania od ubezpieczycieli.

Ubezpieczenie portfela • **Portfolio Insurance** • Rodzaj *systemu zleceń automatycznych*, który pozwala na wyjście z rynku, kiedy pęka bańka spekulacyjna (tj. gdy przeważa negatywny nastrój rynkowy, rynek ogarnia panika i następuje masowe pozbywanie się akcji). W celu ustalenia momentu sprzedaży wykorzystuje się wyrafinowane modele matematyczne. Słowo „ubezpieczenie" portfela jest mylące. Nie jest to bowiem ostrożnościowy mechanizm, który w jakiś sposób zabezpiecza inwestora przed stratami. To jest raczej z góry ustalony plan, by szybko sprzedać, gdy zostają przekroczone określone progi (na zasadzie: „Już

nas tu nie ma!"). U podłoża leży powiedzenie: „*Twoja pierwsza strata to twoja najlepsza strata*". I w konsekwencji kwestionuje *hipotezę rynku efektywnego*, ponieważ zakłada, że poważne niedopasowania cen mogą „prześlizgnąć się" na rynek, wywołując konieczność nagłych i radykalnych korekt. Ubezpieczanie portfela było modne w latach 80. XX wieku i obwinia się je o krach w październiku 1987 roku (patrz poniżej).

Spirala w dół

Początkowy [spadek na giełdach w październiku 1987 roku] rozpętał mechaniczną sprzedaż, bez względu na cenę, przez wiele instytucji stosujących *ubezpieczenie portfela* […] ta sprzedaż z kolei powodowała dalszą sprzedaż przez ubezpieczycieli portfela i fundusze inwestycyjne.

Zespół kryzysowy do spraw mechanizmów rynkowych (Raport Komisji Brady'ego), 1988, s. V

Ubezpieczenie z tytułu przerwy w działaniach • Business Interruption Insurance • Zakres ubezpieczenia zawierający rekompensatę z tytułu utraty *przepływów gotówki* spowodowanej tymczasowym brakiem zdolności produkcyjnych np. z powodu pożaru, powodzi i innych poważnych uszczupleń majątku wynikających z ryzyka wydarzeń. Jak wskazuje jego nazwa, utrata jest tymczasowa, do czasu kiedy majątek zostanie odbudowany (dlatego ubezpieczenie to jest zazwyczaj sprzedawane jako dodatek do podstawowego ubezpieczenia majątku). Wypłata jest ustalana na podstawie szacunku utraconych przepływów gotówki. Ubezpieczenie takie zapewnia zaspokojenie istotnej potrzeby: dla przedsiębiorstwa składniki aktywów to nie tylko inwestycja, ale również źródło generowania dochodów.

Udziałowcy mniejszościowi • Minority Shareholders • Udziałowcy, którym liczba posiadanych *akcji* nie zapewnia większości głosów na *walnym zgromadzeniu akcjonariuszy* – co uniemożliwia im sprawowanie kontroli nad przedsiębiorstwem. Udziałowcy mniejszościowi to zazwyczaj inwestorzy bierni, inwestujący w przedsiębiorstwo w oparciu o zaufanie do skuteczności *zarządu* lub kontroli sprawowanej przez udziałowców większościowych. Jako współwłaścicielom przedsiębiorstwa przysługuje im prawo do wszelkich wypłacanych *dywidend* w stosunku do liczby posiadanych akcji. Ponieważ akcje należą do aktywów wymiennych, inwestycje udziałowców mniejszościowych są wyceniane proporcjonalnie na *rynku giełdowym* (wyjątek stanowią duże

pakiety kontrolne akcji, za które domagać się można *premii za kontrolę*). Jeśli udziałowcy mniejszościowi nie zgadzają się z polityką zarządu, mogą co najwyżej sprzedać swoje akcje (o ile rynek jest wystarczająco płynny). Ze względu na swoją słabą pozycję negocjacyjną udziałowcy mniejszościowi są często lekceważeni, a także narażeni na nadużycia udziałowców większościowych. Kwestią powszechnie poruszaną jest doprowadzenie do traktowania ich na równi z większymi *inwestorami strategicznymi* i *instytucjonalnymi* pod względem dostępu do informacji i ofert nabycia akcji. Ochrona praw udziałowców mniejszościowych stanowi istotną rolę prawa gospodarczego oraz regulatorów rynku kapitałowego. Ich uczciwe traktowanie to również test dla *infrastruktury instytucjonalnej*. Choć indywidualnych drobnych inwestorów łatwo jest ignorować, nie należy zapominać, że łącznie odgrywają oni fundamentalną rolę na *rynkach kapitałowych*. Dla potrzeb księgowych udziały mniejszościowe wykazuje się w księgach właściciela po koszcie historycznym (metodą kosztową dla udziału wysokości 0–20% całkowitej liczby akcji) lub po koszcie powiększonym o udział w zyskach niepodzielonych (metodą praw własności dla udziału wysokości 20–50% całkowitej liczby akcji).

Udział w zyskach (żargon) • **Carried Interest** (vernacular) • Prawo do stałej części procentowej przyszłego przepływu środków pieniężnych z tytułu nieruchomości, projektu lub inwestycji, niezależne od nakładów, jakie inni inwestorzy muszą ponieść na ich utrzymanie lub rozwój. Ta część procentowa może być podporządkowana (czyli może będzie musiała poczekać) udziałom innych inwestorów. Prawo takie zapewnia stały udział procentowy w płynących z przedsięwzięcia korzyściach, bez ciężarów finansowych związanych z prawem własności, które ponoszą inni. Oto kilka przykładów takiego rozwiązania:

Weź udział!	
Działalność	**Przykład**
Inwestycje finansowe	• Jednostka zarządzająca prywatnym funduszem kapitałowym otrzymuje w ramach wynagrodzenia udział w funduszu (zamiast wynagrodzenia w formie pieniężnej), co ma stanowić bodziec do efektywnego inwestowania
Deweloper	• Właściciel gruntu może wnieść posiadany teren jako wkład w przedsiębiorstwo budowlane, które zabuduje teren, a następnie będzie wynajmować lokale
Zasoby naturalne	• Właściciel nieeksploatowanych zasobów naturalnych może wnieść swoje prawa do zasobów jako aport do spółki, która w zamian będzie te zasoby eksploatować

Udział w zyskach często oferowany jest stronom, które nie posiadają zasobów finansowych lub nie są zainteresowane inwestowaniem w dany projekt, jednocześnie będąc w posiadaniu kluczowego elementu zapewniającego powodzenie przedsięwzięcia (np. praw własności, szczególnych umiejętności lub talentów). Udział w zyskach stanowi warunkowy składnik majątku, który może przedstawiać trudności przy wycenie.

Udziały (żargon) • **Equity Stake** (vernacular) • Obecne lub przyszłe roszczenie do *akcji* przedsiębiorstwa. Udziały kojarzą się najczęściej z roszczeniem nabytym w wyniku umowy, a nie w wyniku zakupu akcji na rynku giełdowym. Przykładowo, fundusz kapitałowy wysokiego ryzyka (venture capital) może wnieść do przedsiębiorstwa długoterminowy kapitał w formie *obligacji zamiennych* – co umożliwia mu zmianę statusu wierzyciela na status akcjonariusza. Może się też zdarzyć, że w ramach restrukturyzacji zadłużenia wierzyciele zamiast spłaty pieniężnej otrzymają akcje. Posiadanie udziałów jest równoznaczne z posiadaniem żywotnego interesu w powodzeniu danego przedsiębiorstwa.

Ujawnienie informacji finansowej • **Financial Disclosure** • Podawanie informacji dotyczących sytuacji przedsiębiorstwa do wiadomości użytkowników sprawozdań finansowych. Minimalny zakres tych informacji określają standardy rachunkowości. Zgodnie z nimi *sprawozdanie finansowe* zawierać musi bilans, rachunek zysków i strat, sprawozdanie ze źródeł i wykorzystania środków pieniężnych oraz część opisową składającą się z informacji dodatkowej i sprawozdania zarządu (z działalności jednostki). Podawanie innych, uzupełniających informacji zależy w dużej mierze od przedsiębiorstwa. Zakres i sposób ujawniania danych wymagają przemyślanej decyzji: zbytnia drobiazgowość może nie tylko obciążyć czytelników zbędnymi szczegółami, ale również zdradzić informacje konkurencji; z kolei nadmierne okrojenie może się wiązać z pominięciem informacji istotnych dla rzetelnej prezentacji rzeczywistości finansowej. Podawane informacje powinny więc być wyważone, bezstronne, jasne i użyteczne przy podejmowaniu decyzji przez *interesariuszy*. Nadużycia związane z ujawnianiem informacji polegać mogą na zniekształcaniu lub – co jest znacznie bardziej rozpowszechnione – przemilczaniu pewnych faktów.

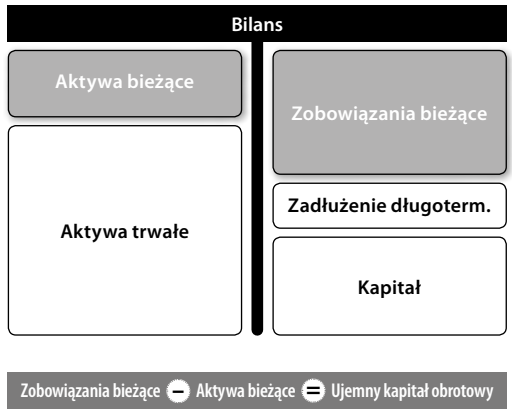
Wpuśćcie światło

Światło dzienne jest najlepszym środkiem odkażającym.

Louis Brandeis,
Sąd Najwyższy USA

Ujemny kapitał obrotowy • **Negative Working Capital** • Nadwyżka zobowiązań bieżących nad aktywami bieżącymi. Jeżeli *obrót* byłby taki sam po stronie aktywów bieżących i zobowiązań bieżących, przedsiębiorstwo miałoby problem z *płynnością* spowodowany nieodpowiednim dopasowaniem przepływów pieniężnych (zobowiązania pochłaniałyby więcej środków pieniężnych, niż generowałyby jej aktywa). Sytuacja taka może jednak być utrzymywana w przedsiębiorstwie o zapewnionej kontynuacji działalności pod warunkiem, że rotację aktywów bieżących da się przyspieszyć (np. przez sprzedaż za środki pieniężne lub *zarządzanie zapasami w systemie „dokładnie na czas"*).

Ujemny kapitał obrotowy



Ujemny kapitał obrotowy oznacza, że kredytodawcy krótkoterminowi są efektywnie źródłem finansowania długoterminowego – co jest w pewnym stopniu niezgodne z podstawową zasadą finansowania działalności przedsiębiorstw. Mogą oni tolerować taką sytuację albo z powodu silnej pozycji rynkowej dłużnika, albo po prostu przez niedopatrzenie. Hipermarkety np. często mają ujemny kapitał obrotowy ze względu na swoją siłę nabywczą. Dla przedsiębiorstwa o ujemnym kapitale obrotowym lepszym rozwiązaniem może być wcześniejsze spłacenie dostawców, na korzystniejszych warunkach cenowych. Ujemny kapitał obrotowy może również występować w sytuacjach *trudności finansowych*, gdy kredytodawcy długoterminowi ogłaszają niedotrzymanie warunków i zmieniają swoje kredyty na krótkoterminowe.

Ulga hazardzisty (slang) • **Gambler's Comfort** (slang) • Poczucie satysfakcji z uniknięcia straty lub tego, że mogło być znacznie gorzej (patrz *twoja pierwsza strata to twoja najlepsza strata*). Większość ludzi z natury unika ryzyka, dlatego

uniknięcie straty ceni sobie wyżej niż szansę na osiągnięcie korzyści. Ulga ta może być wzmocniona instynktem stadnym: w grupie straty są wyraźnie widoczne, podczas gdy niedoszłe zyski (*koszty utraconych korzyści*) niezauważane. Jednakże ulga hazardzisty to często „chłodna ulga". Ludzie zwykle nie wyobrażają sobie, jak poważne mogłyby być straty. Wyjaśnia to, dlaczego spółki tak często nie korzystają ze strategii hedgingu: w dobrej sytuacji rynkowej akcjonariusze nie doceniają tego, że nieosiągnięte zyski są uzasadnioną ceną, jaką płaci się za ochronę przed niepowodzeniem, kiedy sytuacja na rynku staje się niekorzystna.

Ryzykowny hedging

Spółka została z marnym poczuciem **ulgi hazardzisty**, że mogło pójść jeszcze gorzej. Dochody, które się nie pojawiają, są mniej bolesne niż rzeczywista strata. Ten argument, podawany w wielu historiach o hazardzistach, wcale nie jest przekonujący. Dyrektorzy finansowi twierdzą, że programy zabezpieczające kosztują, a producenci nie mają dużej przewagi nad spekulantami w zgadywaniu, w którym kierunku nastąpi zmiana cen. Co więcej, inwestorzy nie doceniają wpływów z hedgingu, ale gorąco krytykują straty. Dla poważnych przemysłowców hedging jest po prostu zbyt ryzykowny.

Hedging, „The Wall Street Journal" – wydanie europejskie, 28–30 lipca 2006, s. 18

Ulga podatkowa z tytułu dywidendy • **Dividend Tax Credit** • Potrącenie lub zmniejszenie przypadającego do zapłaty podatku przysługujące uprawnionemu do dywidendy, aby w ten sposób wyeliminować, nawet jeśli tylko częściowo, „podwójne opodatkowanie" dochodów przedsiębiorstwa. Podwójne opodatkowanie występuje, kiedy zarabiająca jednostka-przedsiębiorstwo płaci podatek raz i następnie odbiorca dywidendy również musi zapłacić podatek. Ponieważ inwestor jest właścicielem przedsiębiorstwa, można by powiedzieć, że podatki już zostały zapłacone, aczkolwiek wiele systemów podatkowych rozróżnia te dwie jednostki i zatem obydwie powinny być opodatkowane osobno. Całkowitą eliminację podwójnego opodatkowania można by osiągnąć, gdyby opodatkowane dywidendy przy wypłacie już nie podlegały opodatkowaniu. Jednakże większość systemów ulg podatkowych z tytułu dywidendy jedynie próbuje łagodzić, zamiast całkowicie usuwać problem podwójnego opodatkowania. Poniżej podany jest przykład:

Ulga podatkowa z tytułu dywidendy – przykład	
Podatek dochodowy płacony przez przedsiębiorstwo	
Dochód przedsiębiorstwa podlegający opodatkowaniu	100 000
Podatek dochodowy (np. 25%)	*–25 000*
Zysk netto po opodatkowaniu	75 000
Dywidenda (np. 33%)	25 000
Podatek płacony przez inwestora	
Otrzymane dywidendy	25 000
Podatek do zapłacenia (np. krańcowa stawka 40%)	10 000
Ulga podatkowa (np. 20% dywidendy)	–5000
Podatek dochodowy netto od dywidendy	*5000*
Suma zapłaconego podatku od pojedynczego źródła	***30 000***

Jedną z konsekwencji ulgi podatkowej z tytułu dywidendy jest większa gotowość przedsiębiorstw do wypłacania dywidend swoim akcjonariuszom, ponieważ wiedzą, że zyskają tym sposobem jakąś ulgę podatkową. To z kolei sprawia, że *programy skupu akcji własnych* stają się mniej atrakcyjne.

Ulica (kolokwializm funkcjonujący w USA) • **The Street** (USA slang) • *Rynek giełdowy*, który fizycznie mieści się w okolicach Wall Street w Nowym Jorku. Wyrażenie to kojarzy się zazwyczaj z niepotwierdzonymi pogłoskami i nieformalnymi źródłami informacji (jak np. bary, w których przesiadują maklerzy, transakcje wewnętrzne lub zasłyszane opinie analityków).

Na rogu

[„Ulica"] to miejsce, gdzie krzyżują się życie i pieniądze.

Fragment z profilu korporacyjnego spółki,
www.TheStreet.com, Inc.

Ulubieniec Wall Street (slang) • **Darling of Wall Street** (slang) • Modne wśród inwestorów walory czy firma, w których, mówiąc w przenośni, każdy jest zakochany. Może to być również podziwiany model biznesu, wyjątkowy zarząd czy długotrwałe, utrzymujące się rekordowe rezultaty. Status takiego uwielbienia trudno utrzymać, ponieważ oczekiwania wkrótce znajdują odbicie w cenach akcji.

Umorzenie obligacji • **Amortisation, Bond** • Spłacenie *obligacji*, z łacińskiego słowa „mort" znaczącego „uśmiercić" w sensie zlikwidowania zobowiązania. Słowo to ma również inne znaczenie – odpisanie wartości niematerialnych – w rachunkowości (patrz również *Kompendium terminów z zakresu rachunkowości po polsku i angielsku*).

Umowa odsprzedaży • **Reverse Repurchase Agreement** • **Reverse Repo** • Umowa, zgodnie z którą jedna ze stron zobowiązuje się zakupić papier wartościowy, a następnie odsprzedać go z powrotem jego pierwotnemu właścicielowi. Przeciwieństwem jest umowa odkupu.

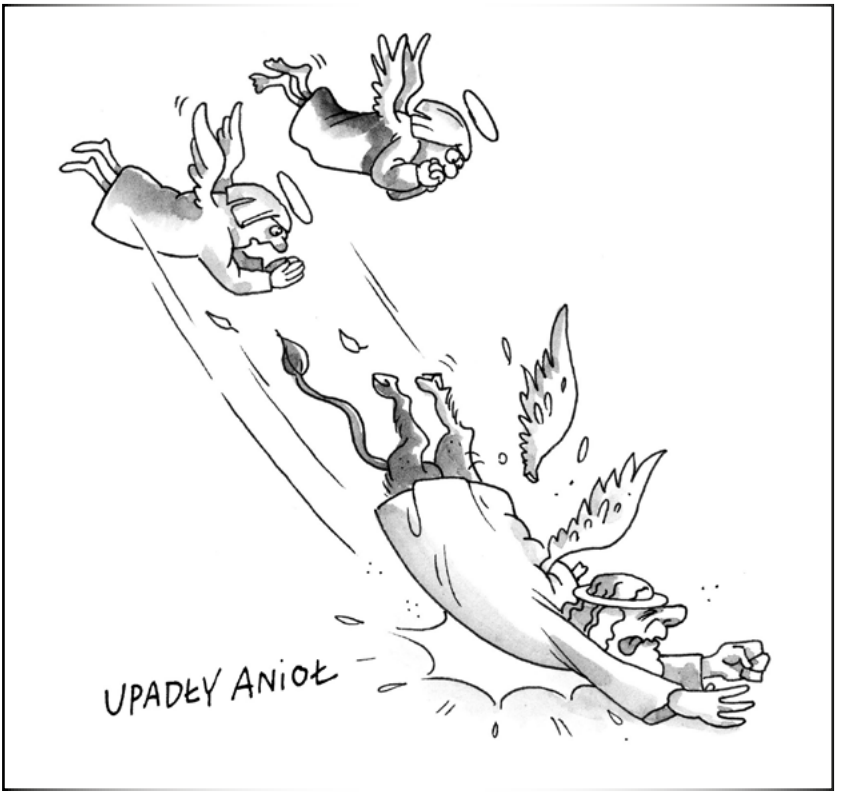
Umowa o przerób • **Przesył z gwarantowanym minimum usługi i płatności** • **Throughput Agreement** • Kontrakt typu *„cokolwiek by się działo"* na przerób lub transport surowca oraz zapłatę odpowiedniej stawki. Może być stosowany przy *finansowaniu projektów* w celu wyeliminowania ryzyka rynkowego związanego z wykorzystaniem zdolności przetwórczych/przesyłowych. Umowa taka jest równoważna z *umową typu „odbierz lub płać"*, która jest odwrotną, „lustrzaną" wersją *umowy typu „dostarcz lub płać"*. W umowie o przerób/przesył z gwarantowanym minimum usługi i płatności jedna strona zobowiązuje się zarówno wobec strony dostarczającej, jak i odbierającej. Rozwiązanie takie jest często stosowane w odniesieniu do gazociągów i ropociągów, kiedy operator rurociągu nie jest właścicielem produktu w czasie tranzytu. Różni się to od kontraktu na dostawę „wsadu" oraz oddzielnej *umowy typu „odbierz lub płać"* z kupującym, który odbiera produkt. Tego typu umowa ma na celu zapewnienie pośrednikowi, który jest prawnie właścicielem produktu, ustalonej marży za kupno i sprzedaż „własnego" produktu.

Umowa o subemisję usługową • **Firm Commitment Offering** • Umowa, na mocy której bank inwestycyjny przejmuje ryzyko wprowadzenia nowych papierów wartościowych na *rynek kapitałowy* poprzez zakup emisji po ustalonej cenie bezpośrednio od emitenta. Bank następnie odsprzedaje czy też „plasuje" papiery wartościowe inwestorom. Odsprzedaż może często wspomagać zdolność dystrybucyjna samego banku inwestycyjnego, za pośrednictwem sieci oddziałów detalicznych. Subemisja usługowa zapewnia spółce zbierającej kapitał gwarantowaną sumę nowych funduszy. Jednakże w zamian emitent ponosi wyższe opłaty. Subemisja usługowa jest częściej spotykana niż *gwarancja emisji* po najwyższej możliwej cenie.

Umowa typu „dostarcz lub płać” • **Supply-or-Pay Contract** • Bezwarunkowe zobowiązanie typu „*cokolwiek by się działo*” wynikające z umowy na dostarczenie minimalnej ilości produktów bądź usług za określoną cenę wyznaczonemu kupcowi. Jeśli dostawca nie jest w stanie dostarczyć produktów bądź usług, jak zostało to przewidziane wcześniej, musi zapewnić dostawę z innego źródła albo zapłacić wystarczającą kwotę kupcowi, aby zrekompensować dodatkowe koszty dostawy zastępczej bądź, w gorszym wypadku, straty handlowe wynikające z odcięcia od źródła zaopatrzenia. Umowa typu „dostarcz lub płać” w efekcie eliminuje ryzyko związane ze źródłem zaopatrzenia. Czasami jest używana w *finansowaniu projektów*, aby uniknąć narażania projektu na ryzyko. Obowiązek „dostarcz albo płać” jest tak wiążący, jak zdolność kupującego do dotrzymania zobowiązania.

Umowa typu „odbierz lub płać” • **Take-or-Pay Contract** • Bezwarunkowe zobowiązanie typu „*cokolwiek by się działo*” wynikające z umowy, zgodnie z którym nabywca lub odbiorca jest zobowiązany zakupić minimalną ilość produktów bądź usług za określoną cenę. Jeśli kupiec nie może dokonać bądź nie dokona zakupu, jak zostało to uzgodnione, musi wpłacić gotówkę. Niektóre bardzo restrykcyjne wersje zobowiązania wymagają płatności nawet wtedy, kiedy produkt nie został dostarczony. Umowa typu „odbierz lub płać” wyklucza ryzyko sprzedaży i często jest stosowana w *finansowaniu projektu*, aby zmniejszyć główne ryzyko pojedynczego projektu. Jest ona często używana jako część techniki *pozabilansowego finansowania.* Wtedy można z kolei przeprowadzić modyfikację analityczną i dodać bieżącą wartość zobowiązania „bierz lub płać” do bilansu właściciela projektu (zarówno jako aktywa, jak i odpowiednie należności). Porównaj z *umową typu „dostarcz lub płać”.*

Upadły anioł (slang) • **Fallen Angel** (slang) • Papier wartościowy klasy inwestycyjnej, który stracił swoją wartość rynkową na skutek obniżenia jego oceny jako dobrej inwestycji poniżej klasy inwestycyjnej. Odesłanie do upadłych aniołów sugeruje, że zostało popełnione jakieś wykroczenie. Patrz również *obligacje śmieciowe*.



Upłynnić (żargon) • **Liquidate** (vernacular) • Zamienić aktywa na *gotówkę* (patrz *płynność przedsiębiorstwa*), sprzedając je za cenę, jaką rynek gotowy jest zapłacić. Zwykle jest to działanie z obawy o przyszłą wartość aktywów lub z powodu desperackiego poszukiwania gotówki, by móc dalej działać. Określenie to kojarzy się poczuciem ogólnej paniki, gdy inwestorzy sprzedają bez względu na ponoszone straty lub zaprzepaszczone okazje. Patrz także *bezpieczna przystań (o aktywach)*.

Na zdrowie

Trzeba upłynnić pracę, upłynnić akcje, upłynnić farmerów, upłynnić nieruchomości. Ludzie będą pracować ciężej i żyć bardziej moralnie.

Rady Paula Mellona, amerykańskiego sekretarza skarbu w przededniu wybuchu wielkiego kryzysu 1929–1942

Uposażenie (dyrekcji) • **Emoluments (Directors')** • Określenie stosowane w Wielkiej Brytanii oznaczające całość świadczenia finansowego za wykonywane usługi lub sprawowane stanowisko. „Dyrektor firmy" w tym wypadku może oznaczać menedżerów wysokiego szczebla lub członków rady nadzorczej (rady dyrektorów – w systemie anglosaskim). W przypadku członków rady nadzorczej uposażenie obejmuje wynagrodzenie, premie, udział z zyskach, opcje na akcje itp. Tradycyjnie członkostwo w radzie miało charakter honorowy, gdyż wiązało się z niewielkim zaangażowaniem czasowym, dlatego też przysługujące wynagrodzenie nie było wysokie. W ostatnich latach, wraz z upowszechnieniem *ładu korporacyjnego*, następuje istotna zmiana roli członków rady nadzorczej, od których wymaga się większego wysiłku, zaangażowania, profesjonalizmu i odpowiedzialności.

Pokusa

Jedyną drogą w bankach – spółkach akcyjnych do spełnienia ostatniego z warunków [przyciągnięcia doświadczonych ludzi biznesu] jest zaoferowanie dyrektorom – najbardziej aktywnym i najwyższego szczebla – powiedzmy szerokiemu zarządowi, wysokiego wynagrodzenia. Bez tego zawsze będzie istnieć pokusa osiągnięcia nienależnych korzyści, albo w postaci przyznawania sobie samym nadmiernie wysokich kredytów, albo też pożyczania zbyt wysokich sum przyjaciołom.

Walter Bagehot *Sound Banking*, 1856

Uprzywilejowane pupilarne papiery wartościowe • **Akcje w zarządzie powierniczym** (USA) • **Trust Preferred Shares** • **Trust Preferred Stock** • Akcje uprzywilejowane zbudowane tak, że stała dywidenda stanowi dla firmy koszt uzyskania przychodu na takiej samej zasadzie jak odsetki od zadłużenia.

Ustawianie się (przed dużym zleceniem) (żargon) • **Front Running** (vernacular) • Obrót akcjami lub obligacjami zanim zrobi to duży fundusz inwestycyjny, po otrzymaniu informacji, że dany fundusz zamierza właśnie te walory kupić lub sprzedać. Ponieważ duża transakcja zwykle wpływa na cenę rynkową w sposób przewidywalny, osoba dysponująca informacjami poufnymi może skorzystać na tej wiedzy. Transakcje polegające na ustawianiu się przed dużym zleceniem są niezgodne z prawem i czasem podkopują reputację sektora *funduszy powierniczych*, gdy zarządzający aktywami angażują się w takie

transakcje na szkodę swoich klientów. Nazywane są również „uprzedzaniem operacji". Porównaj z *kolorowaniem (formą czerpania korzyści z informacji poufnych)*.

Uzasadnienie biznesowe (żargon) • **Business Case** • **Commercial Case** (vernacular) • Precyzyjnie wyliczona wysokość *zysku*, jaki będzie wypracowany z działalności gospodarczej lub z inwestycji. „Case" – tu w znaczeniu uzasadnienia, które ma być wnikliwie przebadane i podważone prawie tak jak na rozprawie sądowej. Dlatego tu liczy się nie tylko budżet przedsięwzięcia lub prognoza, ale również ekonomiczne uzasadnienie, które stoi za przyjętymi założeniami. Pochodzenie słowa: ze staroangielskiego „bisignis" – 'niepokój', 'stan ruchliwości' w średniowiecznym angielskim ewoluowało do znaczenia 'zadanie do wykonania', w slangu amerykańskim „biz".

Powiedziane

Nikt tu nie mówi, że nie możesz zbudować dwumiejscowego sportowego auta, ale wszystko sprowadza się do zrobienia **biznesowego uzasadnienia**.

Członek zarządu o tym, dlaczego Ford nie wprowadzi nowego modelu, cytat z „Time", 16 grudnia 2002, s. 68

Uzdrowienie, sanacja przedsiębiorstwa • **Turnaround, Corporate** • Samodzielne odzyskanie przez przedsiębiorstwo dobrej kondycji i konkurencyjności, początkowo poprzez wyeliminowanie problemów, a następnie przez wygenerowanie zysku. Naprawa złej spółki, zwłaszcza znajdującej się w trudnej sytuacji finansowej, może być niezwykle trudna. Osoby z zewnątrz, którym zwykle mówi się, aby okazały cierpliwość lub skłonność do ustępstw, powinny zachować w pamięci następujące wskazówki:

- przeszłość: przyczyną coraz gorszych wyników spółki mogą być wcześniejsze błędy, wysiłki na rzecz osiągnięcia *zysków* za wszelką cenę oraz utrata *zaufania* dostawców, klientów i pracowników; w rezultacie przedsiębiorstwo często wpada w pułapkę spiralnego ruchu w dół i może się z niej wydostać, jedynie przezwyciężając kryzys,
- obecne kierownictwo: ludzie zajmujący kierownicze stanowiska w firmie rzadko są w stanie zaradzić złu z powodu rozmaitych ułomności ludzkiej natury, takich jak wygodnictwo płynące z przyzwyczajenia, samozadowolenie

oraz niezdolność przyznania się do własnych błędów i podjęcia odważnych, radykalnych działań,
- widoki na przyszłość: przedsiębiorstwo może z definicji nie posiadać podstaw do zyskownej działalności – wyrażających się udziałem w rynku, kosztami własnymi, zdolnością zaspokajania potrzeb klientów oraz konkurencyjnością – i nie uzdrowi go żadna wewnętrzna restrukturyzacja.

Nieufni kredytodawcy mogą spotkać się z niewielką zachętą do współdziałania z kierownictwem przedsiębiorstwa w jego uzdrawianiu, tak więc często wymagane jest wstrzymanie działalności firmy, aby dać jej szansę opracowania ulepszonych metod działania. Rozwiązaniem alternatywnym dla uzdrowienia jest m.in. postępowanie naprawcze (uzdrowienie firmy wymuszone przez pożyczkodawców), sprzedaż przedsiębiorstwa bardziej prężnej firmie konkurencyjnej lub jego likwidacja – dobrowolna albo po ogłoszeniu upadłości.

Całkowita reorganizacja
Najważniejsze działania podczas recesji



Źródło: P.A. Geroski, P. Gregg *Coping with Recession: UK Company Performance in Adresity*, fragment z *Survey of Management*, „The Economist", 9 marca 2002, s. 18

Uzupełniające źródło finansowania • **Financial Backer** • Źródło finansowania projektu lub działalności gospodarczej zazwyczaj działające jako zaplecze. Instytucja taka lub osoba może nie mieć czasu, chęci lub wiedzy, aby zaangażować się bezpośrednio, ale ma wystarczającą wiarę w sukces przedsięwzięcia, aby udzielić pomocy finansowej. Przykładem może być poręczyciel pożyczki, *sponsor* projektu lub inwestor zewnętrzny na starcie działalności.


UZUPEŁNIAJĄCE ŹRÓDŁO
FINANSOWANIA

W

Waga (inwestycje portfelowe) • **Weight (Portfolio Investment)** • Udział określonej inwestycji w *portfelu*. Jeśli udział określony jest jako „zgodny z rynkiem", będzie równy udziałowi w indeksie. Często *analitycy* rekomendują akcje, opisując je jako „przeważone" (czyli kupuj) lub „niedoważone" (czyli sprzedawaj).

Wall Street • **Wall Street** • Dzielnica finansowa w USA, zlokalizowana na dolnym Manhattanie, gdzie mieści się nowojorska giełda papierów wartościowych. (Nazwa ulicy pochodzi od angielskiego wyrażenia oznaczającego dosłownie „ulica przy murze" i odnosi się do kamiennego muru w miejscu, gdzie pierwotnie znajdowały się rogatki miasta). Wall Street kojarzona jest z amerykańskim *rynkiem kapitałowym*, a zwłaszcza z obrotem *papierami wartościowymi*. Ze względu na swoje rozmiary i wartość zaangażowanego kapitału (*kapitalizacja rynkowa* przekraczająca 15 bilionów dolarów w 2007 roku) rynek amerykański jest najważniejszym rynkiem na świecie, co sprawia, że równie ważne jest jego serce – Wall Street. Z pewnością jest tu więcej ekspertów do spraw rynku, a zjawisko imperium pieniądza jest bardziej wyraźne niż gdziekolwiek indziej na świecie. Świat wielkich pieniędzy jest tak odległy od zwykłego śmiertelnika, że ludzie często mówią: „Wall Street to nie cała Ameryka" (prawdziwe życie toczy się na amerykańskiej prowincji). Odnoszący niebywałe sukcesy inwestor Warren Buffett na przykład prowadzi interesy z domu w Nebrasce (miejscu chyba najbardziej „duchowo" odległym od Wall Street). Patrz też *indeks Dow Jones*, *Graham*, *efekt bogactwa*.

Klejnot w koronie lub przekleństwo

Pieniądz porusza się po zagmatwanych ścieżkach. Gdy na **Wall Street** wszystko dzieje się jak należy, jest klejnotem w koronie. Jest źródłem nowych technologii, pomaga zwalczać ubóstwo, podnosi poziom życia, rozszerza możliwość wyboru dla konsumentów i realizuje ambicje. Gdy na **Wall Street** wszystko się wali, jest przekleństwem kapitalizmu. Jest wtedy źródłem niestabilności, roztrwonionej fortuny i nieziszczonych marzeń. Powinniśmy obawiać się świata opływającego w oszczędności, których nie da się produktywnie zainwestować, pozostaje nam mieć nadzieję, że Wall Street, stale poszukując nowych transakcji, nigdy do tego nie dopuści.

When Capitalism Turns Cautious, „Newsweek", 2003

Wall Street Journal, The • **Wall Street Journal, The** • Szeroko cytowana i wpływowa gazeta, której właścicielem jest Dow Jones Company, spółka, od której nazwy wywodzi się nazwa głównego indeksu giełdy nowojorskiej. W 2008 roku, po wyjaśnieniu obaw dotyczących niezależności gazety, spółka Dow Jones została wykupiona przez imperium News Corporation Roberta Murdocha. Patrz *prasa finansowa*.

Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy (w spółkach akcyjnych) • **Zgromadzenie wspólników (w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością)** • **Annual General Meeting** • **AGM** • Doroczne forum *akcjonariuszy/wspólników* przedsiębiorstwa, zazwyczaj wymagane przepisami prawa gospodarczego. Zgromadzenie takie posiada najwyższą władzę nad działalnością przedsiębiorstwa dzięki uprawnieniom do formalizowania decyzji wysokiej rangi w zakresie:

- wyboru członków *zarządu*,
- zlecania przeprowadzenia badania sprawozdań finansowych biegłym rewidentom i określania ich wynagrodzenia,
- zatwierdzania *sprawozdań finansowych*,
- zatwierdzania zmian w akcie założycielskim lub statucie spółki,
- żądania wyjaśnień od *zarządu*,
- likwidacji przedsiębiorstwa,
- wyrażania zgody na emisję nowych *akcji*,
- zatwierdzania *dywidend*.

Choć z punktu widzenia *ładu korporacyjnego* walne zgromadzenie akcjonariuszy jest ważnym wydarzeniem, może ono stać się czystą formalnością, jeżeli zarząd posiada uprawnienia pełnomocnika do oddawania głosów w imieniu akcjonariuszy. Także rynkowy zdrowy rozsądek dyktuje niezadowolonym akcjonariuszom po prostu sprzedaż swoich akcji zamiast trudzenia się zgłaszaniem wątpliwości i zadawaniem pytań na forum publicznym. Wyjątek od tej reguły stanowią *inwestorzy instytucjonalni*, którzy mają coraz większy wpływ na decyzje innych uczestniczących w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. Patrz również *fundusze/akcjonariusze aktywiści.*

Walor-barometr rynku (żargon) • **Bellwether Stock** (vernacular) • Akcje dużego i wielobranżowego przedsiębiorstwa, których cena z reguły odzwierciedla ogólny stan gospodarki. Na przykład General Electric z USA jest uważane za przedsiębiorstwo, którego kurs jest wskaźnikiem dla całego kraju („bell-wether"). W angielskim używa się w tym określeniu słowa „wether", co oznacza „baran", i „bell", co oznacza „dzwon", który umieszcza się na szyi barana przewodnika, prowadzącego resztę stada.



Walory ARS • **Auction-Rate Securities** • Instrumenty długoterminowe – na przykład obligacje lub akcje uprzywilejowane – mogące osiągnąć oprocentowanie na poziomie krótkoterminowych stóp procentowych na rynku pieniężnym dzięki regularnym aukcjom, co dostosowuje stopę zysku do warunków rynko-

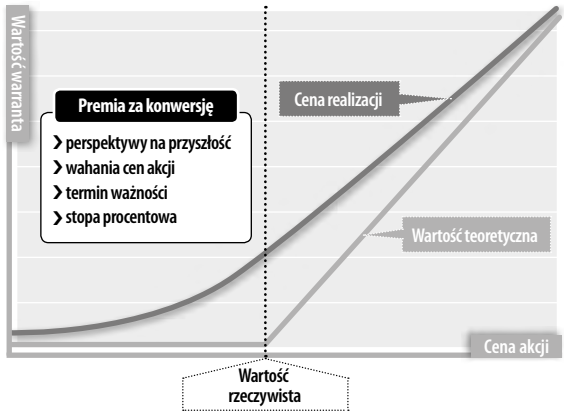
wych. W USA zwykle tego typu papiery emitują miasta, szpitale i inne cieszące się zaufaniem instytucje. Podczas aukcji posiadacze walorów mogą określić minimalny zysk do przyjęcia i zrolować kwotę główną. Mogą też sprzedać je według wartości nominalnej, jeśli inni oferenci są gotowi przyjąć mniejsze zyski. Inwestorzy mogą również złożyć ofertę niekonkurencyjną i przyjąć dowolny zysk, jaki pojawia się pośród innych oferentów. Jeśli brak chętnych do kupna, „kupcem ostatniej szansy" często są banki, organizatorzy emisji posiadanych walorów, by utrzymać płynność na rynku. Z powodu powiązania zysków z sytuacją na rynku pieniężnym oraz możliwości rezygnacji, walory ARS są instrumentem równoważnym z krótkoterminowym zadłużeniem o zmiennej stopie procentowej. Podczas kryzysu kredytowego w 2008 roku wiele rynków ARS zanotowało duży spadek płynności w wyniku konieczności zachowania przez inwestorów posiadanych walorów i niemożności wyjścia z inwestycji.

Walory zabezpieczone hipoteką • Mortgage-Backed Securities • MBS • Rodzaj *walorów CDO* (papiery wartościowe oparte na długu) z zabezpieczeniem w postaci nieruchomości. Walory te są w obrocie na rynku. Pożyczki wyszukiwane są przez maklerów i banki komercyjne, a następnie opakowane w formie rynkowych papierów wartościowych z ratingiem kredytowym. Normalnie wymagane byłoby istnienie zabezpieczenia rzeczowego, aby zmniejszyć ryzyko niedotrzymania warunków, jednakże ze względu na słabe standardy gwarantowania emisji oraz nerwowe rynki kredytowe podczas kryzysu kredytów *substandardowych* walory zabezpieczone hipoteką stały się synonimem brudnych papierów wartościowych. I to do tego stopnia, że w roku 2008 regulatorzy i banki centralne byli zmuszeni odegrać rolę *kupca ostatniej szansy* dla tychże papierów.

Warrant • Świadectwo udziałowe • Warrant • Prawo do nabycia *aktywów finansowych* (przeważnie są to akcje) po określonej cenie, która jest wyższa od bieżących cen rynkowych w momencie emisji. Warranty są często dołączane do *obligacji* jako zachęta, dając pożyczkodawcom możliwość czerpania korzyści z sukcesów pożyczkobiorcy. W zamian koszty odsetek mogą być zmniejszone. Warranty mogą też być dołączane do akcji zwykłych albo wręczane w zamian za zapłatę gotówką (np. na opłatę prowizji banku inwestycyjnego). Warranty pełnią podobną funkcję jak *opcje kupna*, jednakże są emitowane przez przedsiębiorstwa (a nie przez giełdę) oraz mają termin ważności mierzony w latach (a nie miesiącach). Do upływu terminu ważności warrant będzie miał przybliżoną wartość do opcji w połączeniu z wartością wewnętrzną (rzeczywistą) oraz wartością zewnętrzną, czyli czasową (patrz *model Blacka-Scholesa wyceny opcji*). Z powodu ich przedłużonego terminu ważności warranty wykazują

wyższą zmienność niż papiery wartościowe. Inną wersją warrantów są „warranty pokryte" (lub „nagie"), emitowane przez banki oraz domy maklerskie. Z powodu niższego nakładu oraz mniejszego ryzyka strat maksymalnych w porównaniu do bezpośredniego kupowania akcji przy aktywnym obrocie są one popularnym narzędziem spekulacyjnym dla inwestorów detalicznych.

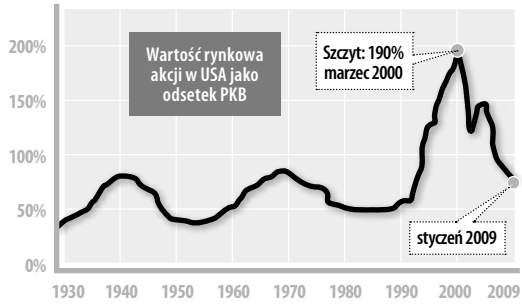
Warrant
Odpowiednik amerykańskiej „opcji kupna"



Źródło: „Time", 4 lutego 2008, s. 54

Wartość akcji w porównaniu do PKB • **Stock Values versus GNP** • Pogląd, że powinien występować racjonalny związek między *kapitalizacją* giełdy danego kraju a jego produkcją mierzoną produktem narodowym brutto. Tradycyjnie kształtuje się on średnio na poziomie nieco powyżej 50% (patrz wykres) w ramach przedziału od 40% do 80% PKB. Odpowiednio do tego mogą być podejmowane strategiczne decyzje o zakupie lub sprzedaży.

Wartość akcji w porównaniu do PKB



Źródło: „Fortune" (wydanie europejskie), 16 lutego 2009, s. 27

Dwa oblicza

W krótkim okresie rynek jest maszynką do głosowania, ale w długim okresie staje się urządzeniem do ważenia.

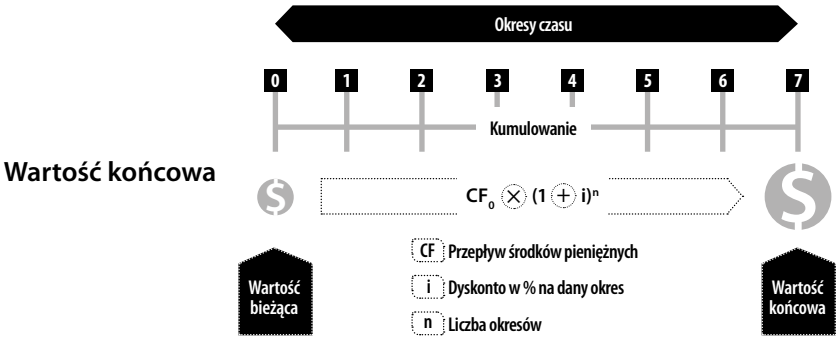
Przypisywane Benjaminowi Grahamowi

Wartość aktywów netto • **Net Asset Value** • **NAV** • Wartość rynkowa *funduszu powierniczego* obliczana na koniec każdego dnia giełdowego. Dla papierów wartościowych w obrocie dokonuje się aktualizacji wyceny do wartości rynkowej. Łączną kwotę portfela dzieli się następnie przez łączną liczbę akcji lub jednostek, by uzyskać wynik jednostkowy.

Wartość bieżąca (zdyskontowana) • **Present Value/Discounted Value** • Wartość przyszłego *wpływu* lub *rozchodu środków pieniężnych* wyrażona w kategoriach *aktualnej wartości pieniądza*. Oblicza się ją według następującego wzoru:

Jaka jest wartość?		
Wartość bieżąca Wzór	=	$\frac{\text{Przepływ pieniężny (t)}}{(1+I)^t}$
t = okres (rok) realizacji danego przepływu pieniężnego I = *stopa dyskonta* w skali rocznej		

Wartość bieżąca netto jest łączną wartością obejmującą wszystkie przepływy pieniężne, zarówno dodatnie, jak i ujemne. Obliczanie wartości bieżącej w rezultacie eliminuje wpływ *wartości pieniądza w czasie*. Jeśli kwantyfikację ryzyka można wbudować w stopę dyskontową, można podjąć racjonalne decyzje inwestycyjne w oparciu o *analizę koszty-korzyści* niezależną od czasu i ryzyka. Wartość bieżąca jest jednym z najważniejszych i najpopularniejszych obliczeń w finansach. Patrz *proces budżetowania inwestycji*.



Wartość bieżąca netto • **Net Present Value** • **NPV** • Wartość netto przyszłych, dodatnich lub ujemnych, *przepływów pieniężnych* (z tytułu inwestycji, instrumentu finansowego itp.) skorygowana (zdyskontowana) z racji utraty *wartości pieniądza w czasie*.

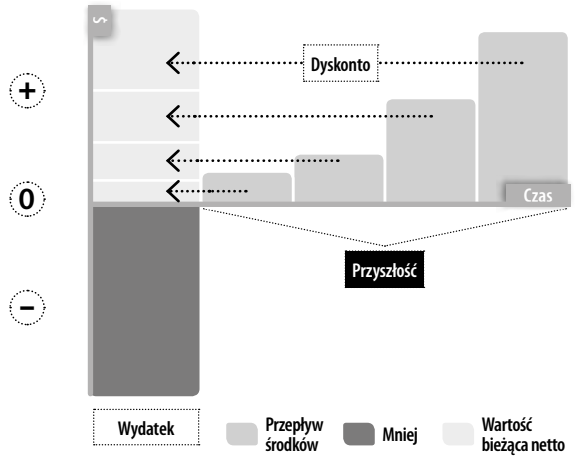
Wartość bieżąca netto

$$NPV = \sum_{t=1}^{n} \frac{CF^t}{(1+i)^t} - I$$

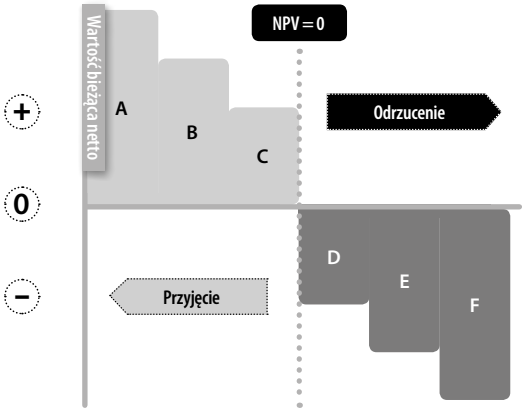
Gdzie	Zmienna	Uwagi
NPV	Wartość bieżąca netto	• Generalna reguła: inwestycja jest opłacalna, jeżeli NPV > 0
t	Okres	• Należy przypisać przepływy pieniężne do okresów, w których będą dyskontowane
n	Liczba okresów	• Prognozowana liczba okresów, w ciągu których inwestycja przynosić będzie zwrot
CF	Przepływy pieniężne netto	• Tylko przyrostowe przepływy pieniężne • Należy uwzględnić wartość końcową i przepływy kapitału obrotowego • Należy skorygować o opodatkowanie • Należy skorygować o inflację
i	Stopa dyskonta	• Przyjmuje się stopę dyskonta równą kosztowi kapitału • Należy ją skorygować o ryzyko • (Ewentualnie) należy ją skorygować o inflację
I	Inwestycja	• Wydatki poniesione w celu wygenerowania przepływów pieniężnych • Inwestycja pozwala na uzyskanie *tarczy podatkowej* przy obliczaniu podatku dochodowego

Ponieważ kapitał ma swoją cenę, złotówka otrzymana w przyszłości jest warta mniej niż złotówka otrzymana dzisiaj. Wartość bieżąca netto przedstawia wartość przyszłych strumieni pieniężnych w kategoriach dzisiejszych pieniędzy. Zgodnie z teorią maksymalizacji zysku inwestycje powinno się podejmować jedynie wtedy, gdy ich wartość bieżąca netto jest dodatnia. Wartość bieżąca netto, obok pokrewnego pojęcia *wewnętrznej stopy zwrotu*, jest metodą zalecaną przy podejmowaniu decyzji dotyczących *wydatków inwestycyjnych* (w odróżnieniu od metody okresu zwrotu i księgowej stopy zwrotu). W razie braku odniesienia do *wartości rynkowej* wartość bieżąca netto może być również wykorzystana do wyceny aktywów.

Wartość bieżąca netto

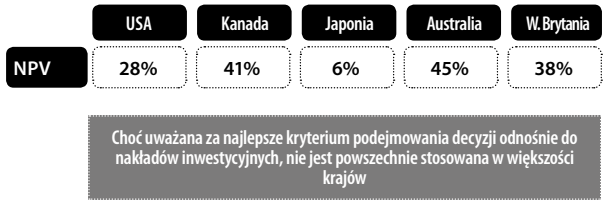


Wartość bieżąca netto: decyzje dotyczące nakładów inwestycyjnych



Metoda wartości bieżącej netto

Badanie na temat wykorzystania w praktyce



Źródło: Ch. Horngren i inni *Cost Accounting*, 2003

	OKRES			
Istotne przepływy pieniężne	0	1	2	3
Przepływy pieniężne				
Wydatki	–2 260 000			
Unowocześnienie wyposażenia		–100 000	–100 000	
Odzysk końcowy				500 000
Zainwestowany kapitał obrotowy/ Odzysk	–375 000			375 000
Przepływy operacyjne				
Zasilenie środkami pieniężnymi z produkcji		1 500 000	1 500 000	1 500 000
Koszt inkrementalny: nadzór		–75 000	–75 000	–75 000
Koszt inkrementalny: bieżące utrzymanie		–25 000	–25 000	–25 000
Koszt utraconych korzyści: utracony dochód z wynajmu		–25 000	–25 000	
ROCZNE PRZEPŁYWY PIENIĘŻNE	–2 635 000	1 275 000	1 275 000	2 275 000
Wartość bieżąca		**3 568 628**		
Wartość bieżąca netto (NPV)	933 628			

Wartość czasowa (opcji) • **Time Value (of an Option)** • Szacunkowa ocena, czy opcja posiada przyszłą *wartość wewnętrzną*, która może powstać przed wygaśnięciem opcji. Nawet jeśli opcja nie ma żadnej wartości wewnętrznej w danym momencie, może mieć ją w przyszłości. Wartość bieżącą tej przyszłej możliwości wygenerowania zysku można zmierzyć, używając wzoru matematycznego. Najbardziej znany jest model wyceny opcji Blacka-Scholesa. W miarę jak opcja zbliża się do terminu wygaśnięcia, jej wartość czasowa spada do zera.

Wartość czasowa i wartość wewnętrzna w połączeniu stanowią wartość godziwą opcji.

Wartość dodana (żargon) • **Value Added** (vernacular) • Jest to różnica pomiędzy wartością wkładu a wartością produktu (patrz *podatek VAT* w *Kompendium terminów z zakresu rachunkowości po polsku i angielsku*). Jednakże znaczenie terminu jest szersze i odnosi się do dostarczania przez firmy klientom czegoś więcej niż istniejące konkurencje. Często kwestia, czy i jak nowa oferta odróżnia się od tego, co jest już dostępne na rynku, pojawia się w kontekście nowej działalności biznesowej. Myśląc tym tokiem, możemy (miejmy nadzieję) powiedzieć: „Wartość dodana tej książki istnieje w dawaniu Czytelnikom wiedzy, której nie mieli wcześniej".

Wartość firmy • Wewnętrznie wytworzona wartość firmy • Goodwill (Economic) • Internally Generated Goodwill • Teoretyczna wartość przypisywana przedsiębiorstwu ze względu na jego ponadprzeciętną zdolność generowania zysku, nieznajdującą odbicia w wartości jego aktywów w rachunkowości opartej na koszcie historycznym. Opisywana jest również przez księgowych jako wewnętrznie wytworzona wartość firmy na podstawie podnoszących wartość wydatków na wartości niematerialne i prawne, które mogą być zaksięgowane według większości zasad rachunkowości. Z uwagi na to, że jest to w istocie premia za *stopę rentowności* przedsiębiorstwa, może ona zostać zmierzona w następujący sposób:

Ekonomiczna wartość firmy						
Ekonomiczna wartość firmy	=	ROA (badanego przedsiębiorstwa o ponadprzeciętnych wynikach)	minus	ROA (średnia dla porównywalnych przedsiębiorstw)	×	Aktywa (badanego przedsiębiorstwa, ponadprzeciętny wynik)
ROA = rentowność aktywów: zysk netto przed uwzględnieniem odsetek/aktywa ogółem, średnia						

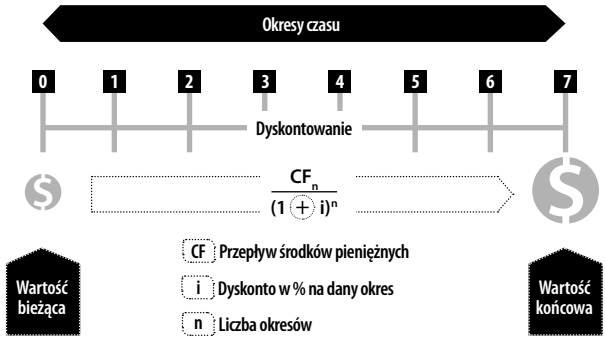
Ponieważ ekonomiczna wartość firmy jest wartością niematerialną, trafnie nazwano ją wartością przedsiębiorstwa, której nie można „dotknąć". Można jednak wymienić szereg powodów świadczących o jej istnieniu:

- bariery utrudniające nowym przedsiębiorstwom wejście do danej branży,
- historyczne, trwałe, dające przewagę powiązania gospodarcze,
- monopol w dziedzinie unikatowych lub specyficznych towarów lub usług,
- lojalność konsumentów w stosunku do produktów lub marki,
- wyłączność na pewnym obszarze rynku lub *franczyza*,
- doskonałe umiejętności *zarządcze*.

Mimo iż przedsiębiorstwo może charakteryzować wysoki poziom ekonomicznej wartości firmy, niekoniecznie widać to w bilansie. Połączenie zasady ostrożnej wyceny i zasady kosztu historycznego pozwala na wykazanie jej w postaci księgowej *wartości firmy w sprawozdaniach finansowych* jedynie w razie nabycia przedsiębiorstwa w transakcji na warunkach rynkowych. W związku z tym księgowi ujmują wartość firmy tylko wówczas, gdy ktoś jest gotów ją nabyć. W takich wypadkach ekonomiczna wartość firmy zwykle znika, ponieważ zysk musi „zawierać" (tzn. uzasadniać) inwestycję nabywcy. Innymi słowy, ekonomiczna wartość firmy to zjawisko ukryte, które znika, gdy zostanie rozpoznane. Tymczasem wartość firmy „widać" tylko w postaci ponadprzeciętnych zysków dotychczasowych właścicieli. Różnica pomiędzy takimi zyskami, skapitalizowanymi przy skorygowanej o ryzyko stopie dyskontowej, a wartością księgową netto stanowiłaby miarę ekonomicznej wartości firmy. Jednakowoż wartość ekonomiczną firmy legitymizują tylko ponadprzeciętne zyski w stosunku do zainwestowanego kapitału. Może ona szybko zniknąć na konkurencyjnym rynku, jeżeli spółka popełnia błędy lub ponosi porażki. W krańcowym wypadku zagrożenia *niewypłacalnością* ekonomiczna wartość firmy szybko i całkowicie wyparowuje wraz ze spadkiem wartości spółki do poziomu wartości likwidacyjnej.

Wartość końcowa • **Terminal Value** • Przewidywana wartość majątku na zakończenie prognozowanego okresu. Jeśli majątek rośnie poprzez *siłę kapitalizacji*, będzie warty tyle, ile wynosi bieżąca wartość pomnożona przez $(1 + i\%)^n$, gdzie „i%" jest roczną stawką wzrostu, a „n" jest liczbą okresów w przyszłości. W przeciwnym razie, jeśli wartość majątku maleje, będzie to wartość rezydualna bądź likwidacyjna.

Wartość końcowa



Wartość końcowa (składnik majątku) • Scrap Residual Value • Salvage Residual Value • *Wartość rynkowa* składnika *aktywów* na koniec jego ekonomicznego okresu użytkowania, po pomniejszeniu o koszty demontażu i likwidacji. Wartość końcowa ma znaczenie w dwóch dziedzinach. Amortyzacja jest oszacowaniem księgowym utraty wartości przez aktywa od ceny zakupu (koszt historyczny) do wartości końcowej. Przy podejmowaniu decyzji dotyczących *wydatków inwestycyjnych* wartość końcowa traktowana jest jako wpływ gotówkowy na zakończenie danej inwestycji. Jak to zwykle bywa, sprawę komplikuje kwestia podatku dochodowego: jeżeli wartość końcowa wskazuje, że amortyzacja podatkowa była zawyżona, powstaje *zysk kapitałowy* podlegający opodatkowaniu. Termin „złom" kojarzy się z odstawieniem zużytego żelastwa na złomowisko. Istnieją jednak aktywa, które (w zależności od sposobu utrzymania i postępu technicznego na rynku) mogą zachować znaczną część swojej wartości. Bywa też, że wartość aktywów wzrasta – jak ma to często miejsce w przypadku nieruchomości. W odróżnieniu od wiernego konia pociągowego, który po odpracowaniu swoich lat spędza emeryturę na pastwisku, zużyte maszyny i zapasy traktuje się bez sentymentów. Zazwyczaj wycenia się je w oparciu o kwotę, jaką można za nie uzyskać na rynku rzeczy używanych. Zwykle są wyceniane według wartości, za jaką można by je sprzedać na rynku wtórnym. Przeciwieństwo *wartości końcowej w leasingu.*

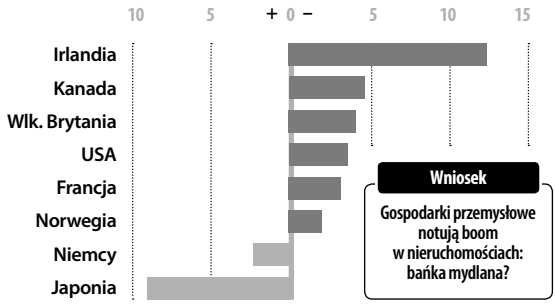
Wartość księgowa na jedną akcję • WK/A • Book Value Per Share • BVPS • Wartość akcji zwykłych przedsiębiorstwa mierzona według zasad rachunkowości, zwykle po kosztach historycznych:

Wzór	
WK/A =	$\frac{\text{Wartość księgowa aktywów netto}}{\text{Akcje w obrocie}}$

WK/A często porównywana jest do ceny rynkowej akcji celem pomiaru „nadwyżki względem wartości księgowej". Ponieważ model sprawozdawczości finansowej nie stara się mierzyć wartości godziwej, a raczej rejestrować wcześniejsze transakcje, WK/A niekoniecznie zgadza się ze zorientowaną na przyszłość wyceną giełdy. W związku z tym dobrze jest zmierzyć różnicę, zwłaszcza jeśli jest duża, by mieć punkt odniesienia przy wycenie akcji (tzn. jeśli różnica jest znaczna, analitycy będą starali się to wyjaśnić). Ponadto akcje o niskiej WK/A w porównaniu do ceny akcji są, przy pozostałych warunkach bez zmian, zwykle uważane za akcje o większej wartości przy niższej cenie za *wartość firmy*.

Wartość narażona na ryzyko dla nieruchomości • **Property Value at Risk** • **PVAR** • Skomplikowana miara używana przez inwestujących w nieruchomości komercyjne w celu określenia ryzyka związanego z wahaniami ich wartości. Jest to próba precyzyjnego zdefiniowania ryzyka w następującej postaci: „Jesteśmy na x% pewni, że nie stracimy więcej niż P euro w czasie T z powodu ryzyka, na które jesteśmy narażeni w związku z inwestycją w tę nieruchomość". Modelem jest metodologia *value at risk* („wartość narażona na ryzyko") wykorzystywana w mierzeniu ekspozycji na ryzyko rynkowe. Narażona na ryzyko wartość nieruchomości uwzględnia założenie, że w każdej nieruchomości są „wbudowane" realne możliwości dalszych zmian w przyszłości.

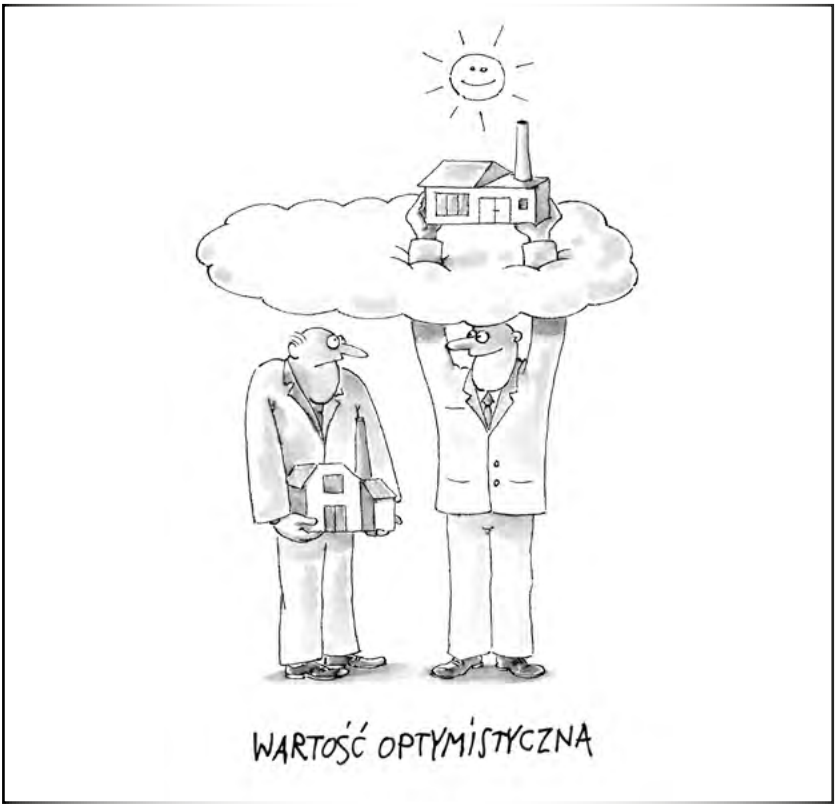
Ceny nieruchomości
Średnia roczna zmiana w %
w latach 1996–2005



Źródło: BIS, „The Economist", 29 lipca 2006, s. 97

Wartość nominalna • **Par Value** • Wartość nominalna papieru wartościowego. W przypadku akcji zwykłych wartość nominalna formalnie odpowiada minimalnej kwocie subskrypcji, do jakiej akcjonariusze zobowiązali się objąć akcje, gdyby były one jedynie częściowo opłacone. W przypadku akcji w całości opłaconych wartość nominalna zwykle jest sporo niższa od wartości rynkowej.

Wartość optymistyczna (slang) • **Hope Value** (slang) • Wycena aktywów w oparciu o optymistyczne założenia dotyczące stabilizacji rynku, kontynuacji działalności, trendu *wyników* itd. Termin stosowany jest jako obraźliwy lub pogardliwy, na przykład: „Jedyna wartość tych aktywów to wartość optymistyczna".

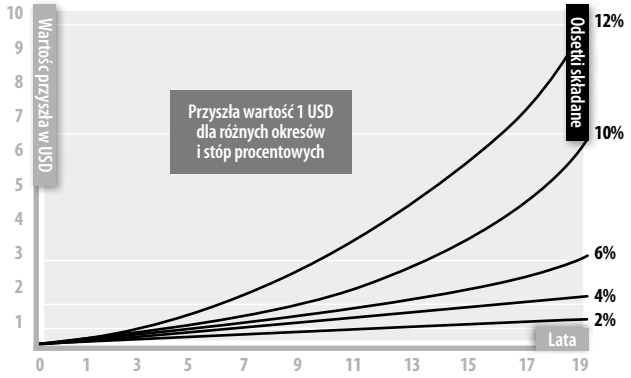


Wartość pieniądza w czasie • **Time Value of Money** • Podstawowe prawo ekonomiczne, zgodnie z którym dana suma pieniędzy będzie w przyszłości warta mniej niż ta sama kwota w dniu dzisiejszym. Posiadacze aktywów finansowych chcą otrzymywać odpowiednią stopę dochodu, w postaci odsetek, dywidend lub zysków z tytułu przyrostu wartości kapitału, w zamian za oczekiwanie na uzyskanie przepływu środków pieniężnych. Im wyższa stopa dochodu i dłuższy okres oczekiwania, tym więcej potrzeba pieniędzy. Istnieje wiele powodów, dla których czasowość przepływu gotówki ma wpływ na to, jaka jest jej wartość:

Chcę to mieć raczej wcześniej niż później	
Powód	**Opis**
Inflacja	◆ Siła nabywcza pieniądza spada w czasie
Ryzyko	◆ Przyszłość jest bardziej niepewna niż teraźniejszość
Preferencje konsumpcyjne	◆ Oszczędzający wolą cieszyć się czymś wcześniej, a nie czekać
Koszt utraconych korzyści	◆ Istnieją inne możliwości uzyskania zwrotów na kapitale w przyszłości

Wartość pieniądza w czasie stanowi podstawę pojęć takich jak *wartość bieżąca netto* czy dyskonto. Rynki finansowe mierzą wartość pieniądza w czasie za pomocą *struktury terminowej instrumentów o stałym dochodzie.*

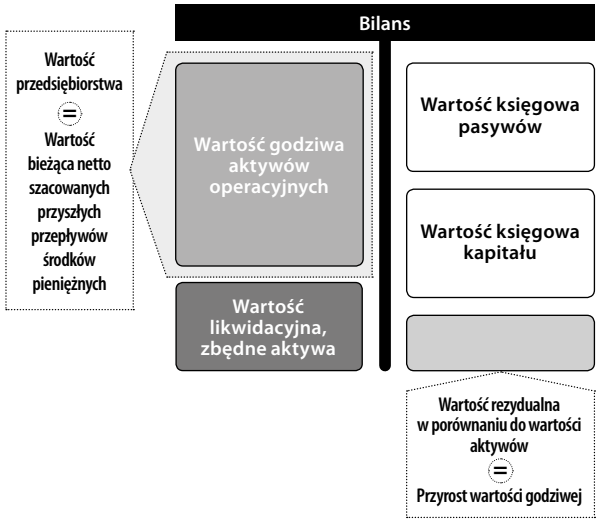
Wartość pieniądza w czasie



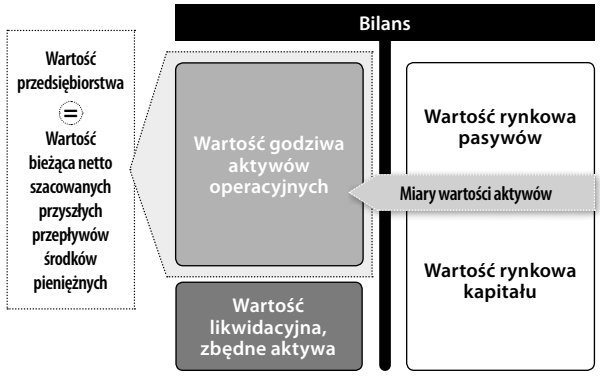
Źrodło: „Financial Times", *Mastering Finance*

Wartość przedsiębiorstwa • Enterprise Value • Aggregate Value • Total Enterprise Value • *Wartość godziwa* łącznych aktywów operacyjnych (bez nadwyżki gotówki i zbędnych aktywów) przed potrąceniem pasywów finansowych. Wartość przedsiębiorstwa można obliczyć na szereg sposobów. Jeśli kapitał spółki jest w obrocie publicznym, globalna wartość rynkowa, skorygowana o aktywa niepracujące, odzwierciedla pośrednio wartość przedsiębiorstwa, pozwalając jednocześnie uchwycić dokładność wyceny efektywnego rynku kapitałowego. Dla firm prywatnych, poza obrotem publicznym, wartość przedsiębiorstwa można obliczyć bezpośrednio albo poprzez *wartość bieżącą netto* szacowanych przyszłych przepływów środków pieniężnych z działalności operacyjnej, albo poprzez użycie *mnożników przepływów pieniężnych*. Wartość przedsiębiorstwa powinna również uchwycić obecną wartość pozycji pozabilansowych. Wartość przedsiębiorstwa koncentruje się na tych aktywach, którymi można zarządzać w celu tworzenia wartości dla akcjonariuszy. To sprawia, że jest to szczególnie użyteczna miara, gdy jedna spółka wycenia inną jako część zakupu kontroli. Wartość przedsiębiorstwa jest wyceną firmy neutralną z punktu widzenia ryzyka finansowego, ponieważ jest niezależna od struktury kapitału.

Wartość przedsiębiorstwa: spółka prywatna



Wartość przedsiębiorstwa: spółka w obrocie publicznym

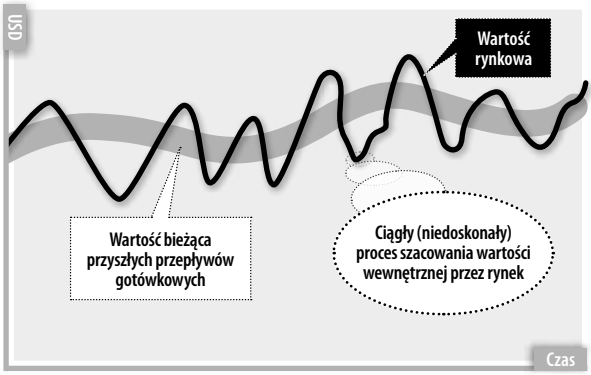


Wartość rezydualna w leasingu • **Lease Residual Value** • Suma, jaką leasingobiorca musi zapłacić w celu prawnego objęcia tytułu własności w chwili wygaśnięcia umowy leasingu. W Stanach Zjednoczonych w przypadku *leasingu kapitałowego* jest to symboliczna kwota wynosząca 1 dolara. W przypadku leasingu operacyjnego jest to zazwyczaj *wartość rezydualna* wyznaczona przez *wartość rynkową* lub za pomocą przeliczenia odejmującego konkretną kwotę amortyzacji od kosztu pierwotnego. Różnica pomiędzy wartością rezydualną a wartością rezydualną leasingu polega na tym, że ta druga określana jest przez

warunki umowy i jako taka odzwierciedla nie tyle wartość ekonomiczną, co konkretne interesy handlowe.

Wartość wewnętrzna • Wartość ekonomiczna • Intrinsic Value • Economic Value • Zasadnicza długoterminowa wartość aktywów oparta na racjonalnych, obiektywnych oszacowaniach podstawowych cech *istotnych przepływów pieniężnych.* Może być także określana jako „wartość zasadnicza" lub „teoretyczna długoterminowa wartość rynkowa". Aktywne rynki starają się odzwierciedlić wartość wewnętrzną (patrz *hipoteza rynku efektywnego*), jednakże z powodu takich „zakłóceń", jak nastrój rynku, spekulacja, nieefektywność lub nieracjonalność, rynki na krótką metę mogą odchodzić od wartości wewnętrznej. Poza tym ponieważ wartość ekonomiczna opiera się na niepewnych prognozach, jest ona z natury przybliżona, jako że szacunki dotyczące przyszłości są nieustannie aktualizowane na podstawie nowych informacji. Zatem wartość wewnętrzną możemy opisać jako „przypuszczalną" cenę rynkową, gdyby rynek funkcjonował prawidłowo, a wszystkie istotne informacje byłyby dostępne. Dzięki wykorzystaniu *analizy fundamentalnej* inwestorzy szukają różnic pomiędzy wartością rynkową a wewnętrzną, by znaleźć okazje rynkowe. Przy braku zorganizowanych rynków obliczenie wartości wewnętrznej jest punktem odniesienia dla większości wycen. W przypadku opcji wartość wewnętrzna ma bardziej konkretne znaczenie. Jest to wartość opcji *w cenie* mierzonej ceną rynkową jednostki, którą opcja kupuje lub sprzedaje (w zależności czy jest to opcja kupna, czy sprzedaży) minus/plus cena wykonania opcji. Jeśli opcja jest *poza ceną* (tzn. nie ma bodźca do jej zrealizowania), to znaczy, że nie ma wartości wewnętrznej. Innym składnikiem wartości opcji jest *wartość czasowa (opcji)*. Przeciwieństwo *wartości godziwej.*

Wartość wewnętrzna



Wartość wewnętrzna (rzeczywista) opcji • **Intrinsic (Option) Value** • Wartość opcji *w cenie* mierzona ceną rynkową kontraktu z opcją kupna lub sprzedaży (w zależności od tego, czy jest to opcja kupna, czy sprzedaży) minus/plus cena realizacji (bazowa) opcji. Jeśli opcja jest poza ceną (tzn. nie ma bodźców do jej realizacji), nie posiada wtedy wartości wewnętrznej. Patrz również *wartość czasowa (opcji)*.

Wartość wykupu (ubezpieczenia) • **Surrender Value** • Wartość gotówkowa polisy ubezpieczeniowej na życie, która łączy płatność w razie śmierci przed emeryturą bądź wypłatę składek w wieku emerytalnym. Takie polisy na całe życie są w efekcie połączeniem elementu ubezpieczenia (ubezpieczenia „terminowego" bądź czystego ubezpieczenia) oraz mechanizmu oszczędności. Zebrana wartość pieniędzy jest wypłacana w którymkolwiek momencie, jeśli ubezpieczony pragnie zrzec się ubezpieczenia oraz anulować polisę. Tendencja do sprzedaży produktów ubezpieczeniowych osobno sprawia, iż podobne polisy są mniej popularne wśród klientów.

Wartość zewnętrzna (wartość czasowa) opcji • **Extrinsic Value of Options** • **Time Value of Options** • Kwota, o jaką cena *opcji* przekracza jej *wartość wewnętrzną* (czyli różnica między ceną rynkową a ceną bazową, gdy opcja jest *w cenie*; gdy jest *poza ceną*, wartość bazowa wynosi zero). Wartość zewnętrzna stanowi wycenę możliwości, że cena rynkowa mogłaby wzrosnąć w którymś momencie przed terminem zapadalności opcji. Wycena jest skomplikowana, patrz *model wyceny opcji*.

Warunki tymczasowe • **Binder (Insurance)** • Wstępna umowa, która później zostanie sfinalizowana, zapewniająca tymczasową ochronę ubezpieczeniową. Warunki tymczasowe są doraźnym środkiem zapewnienia ochrony poprzedzającym czasochłonne wypełnienie formalnych wymogów. Wstępna umowa, choć wiążąca, niesie z sobą niepewność co do ostatecznej decyzji i ubezpieczonego, i ubezpieczyciela, aż do momentu podpisania umowy ostatecznej.

W cenie (i poza ceną) • **In (and Out) of the Money** • Określenie stanu, w którym opcja ma *wartość wewnętrzną*, ponieważ jej cena bazowa (lub cena realizacji opcji) jest korzystniejsza niż cena rynkowa. Na przykład jeśli posiadam opcję kupna akcji po cenie 15 dolarów, a jej cena wynosi 12 dolarów, moja opcja jest „poza ceną", tzn. że nie zrealizowałbym jej, ponieważ zawsze mógłbym kupić akcje taniej na rynku. Ale jeśli cena rynkowa osiąga, powiedzmy,

18 dolarów, moja opcja jest „w cenie". Teraz warto byłoby zrealizować opcję, aby tanio kupić akcje. Ewentualnie mógłbym sprzedać opcję, ponieważ ma ona wartość wewnętrzną, jak również wartość czasową.

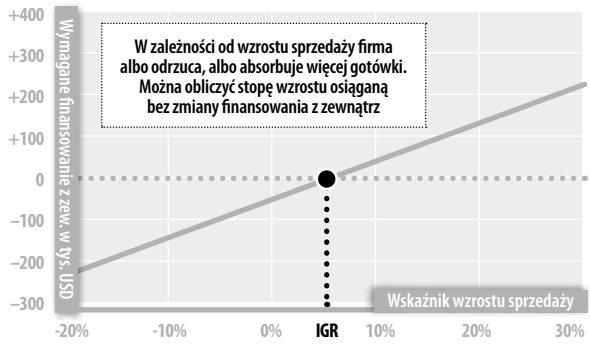
W cenie

We're **in the money**, come on, my honey, let's spend it, lend it, send it rolling along! (Jesteśmy w cenie, dalej, kochanie, wydawajmy, pożyczajmy, niech się kręci!)

Piosenka z okresu kryzysu

Wewnętrzna stopa wzrostu • **Internal Growth Rate** • **IGR** • Maksymalny wskaźnik rocznego wzrostu sprzedaży, jaki spółka może osiągnąć bez posiłkowania się finansowaniem zewnętrznym (zarówno w postaci długu, jak i kapitału). W ten sposób nowe inwestycje w kapitał obrotowy lub aktywa trwałe, konieczne dla osiągnięcia wzrostu sprzedaży, będą w całości finansowane z własnych przychodów firmy. W konsekwencji spadnie dźwignia, ponieważ nastąpi wzrost kapitału własnego bez zmian kapitału obcego.

Wewnętrzna stopa wzrostu



Wewnętrzna stopa wzrostu						
$\frac{\text{Zyski zatrzymane}}{\text{Aktywa}}$	=	$\frac{\text{Zyski zatrzymane}}{\text{Zysk netto}}$	×	$\frac{\text{Zysk netto}}{\text{Kapitał własny}}$	×	$\frac{\text{Kapitał własny}}{\text{Aktywa}}$
	=	*Wskaźnik reinwestycji*	×	*ROE*	×	$\frac{\text{Kapitał własny}}{\text{Aktywa}}$

W ten sposób spółka może osiągnąć wyższy wskaźnik wzrostu bez zwiększania finansowania zewnętrznego, pod warunkiem że: 1) reinwestuje więcej swoich zysków, 2) podniesie rentowność swoich przychodów, 3) zmniejszy stosunek długu do kapitału własnego.

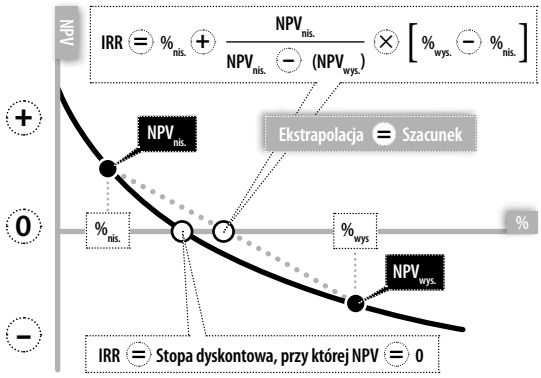
Wewnętrzna stopa zwrotu • **Internal Rate of Return** • **IRR** • Miernik finansowy pozwalający ocenić efekt zaangażowania środków pieniężnych w dany projekt inwestycyjny z punktu widzenia możliwości zwrotu zainwestowanego kapitału, przy określonej wysokości *stopy procentowej* lub stopy dyskonta. Przykładowo, jeżeli IRR projektu inwestycyjnego wynosi 25%, projekt ten osiągnąłby próg rentowności, czyli zapewniłby tylko zwrot zainwestowanego kapitału przy stopie procentowej 25%. Jeżeli faktyczny koszt kapitału jest niższy, uzyska się nadwyżkę, co uzasadnia podjęcie pozytywnej decyzji o realizacji projektu. Z punktu widzenia pokrewnego pojęcia *wartości bieżącej netto (NPV)* wewnętrzna stopa zwrotu jest stopą dyskonta, przy której NPV projektu inwestycyjnego równać się będzie zero, tzn. wartość bieżąca wypływu środków pieniężnych (–) wyniesie tyle samo co wartość bieżąca wpływów (+).

Wewnętrzna stopa zwrotu			
I_0	=	$\sum_{t=1}^{n}$	$\frac{CF^t}{(1+\mathbf{r})^t}$

Gdzie:	Zmienne	Uwagi
I_0	Inwestycja	• Nakłady poniesione w celu wygenerowania środków pieniężnych • Inwestycja pozwala na uzyskanie *tarczy podatkowej* przy obliczaniu podatku dochodowego
t	Okres	• Należy przyporządkować przepływ środków pieniężnych okresom, w których będą dyskontowane
n	Liczba okresów	• Prognozowana liczba okresów, w ciągu których inwestycja przynosić będzie zwrot
CF	Przepływ środków pieniężnych netto	• Tylko przyrostowe przepływy pieniężne • Należy uwzględnić wartość rezydualną i przepływy kapitału obrotowego • Należy skorygować o opodatkowanie • Należy skorygować o inflację
r	**IRR (wewnętrzna stopa zwrotu)**	• IRR jest stopą procentową, przy której wartość bieżąca netto danej inwestycji = zero • Generalna reguła: jeżeli IRR > koszt kapitału, inwestycja jest opłacalna

IRR można również zdefiniować jako maksymalny *koszt kapitału* możliwy do zaakceptowania przy finansowaniu inwestycji, bez szkody dla akcjonariuszy. Koncepcja wewnętrznej stopy zwrotu ma pewne usterki (np. założenie, że przepływy pieniężne będą reinwestowane po stopie procentowej równej IRR; nie sprawdza się, jeśli przepływy pieniężne są odwrócone i jest myląca w przypadku projektów wzajemnie wykluczających się). Mimo to jest narzędziem bardzo popularnym w praktyce, ponieważ intuicyjnie przemawia do ludzi biznesu, nawykłych do oceniania inwestycji w kategoriach *stopy zwrotu*. Kalkulacja IRR jest techniką bardziej miarodajną niż jej biedni kuzyni: *metoda okresu zwrotu* i księgowa stopa zwrotu.

Wewnętrzna stopa zwrotu



Metoda wewnętrznej stopy zwrotu
Zastosowanie w praktyce

	USA	Kanada	Japonia	Australia	W. Brytania
IRR	52%	62%	4%	37%	39%

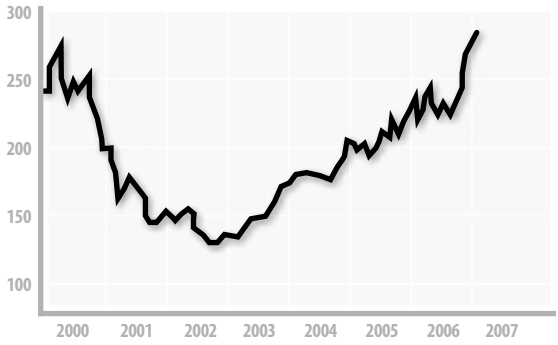
Wskaźnik NPV jest uważany za najlepsze kryterium w podejmowaniu decyzji dotyczących nakładów inwestycyjnych, ale IRR jest metodą bardziej popularną ze względu na wygodę

Źródło: Ch. Horngren i inni *Cost Accounting*, 2003

Wezwanie do uzupełnienia depozytu • **Margin Call** • Wezwanie pożyczkobiorcy/inwestora, aby uzupełnić depozyt zabezpieczający (tzn. pokryć kwotę depozytu obowiązkowego) na zabezpieczającym rachunku depozytowym, kiedy ceny akcji spadną poniżej określonego minimum. Mimo iż pożyczkobiorca/inwestor ma możliwość większego zabezpieczenia, typową reakcją (pożyczkobiorca bowiem z definicji nie ma wystarczających środków) jest sprzedaż części zabezpieczonych akcji, aby pokryć kwotę depozytu obowiązkowego. Pożyczkobiorca ma bardzo ściśle określony czas na rozwiązanie tego proble-

mu. Po upływie terminu broker ma prawo przystąpić do sprzedaży i spłacenia transakcji. Wezwanie do uzupełnienia depozytu nie jest przyjemną sytuacją. Pożyczkobiorcy, z powodu ich sytuacji finansowej, są zmuszeni do sprzedaży bez możliwości przetrzymania akcji do momentu wzrostu ich ceny.

Wezwanie do uzupełnienia depozytu
Dług z tytułu depozytów zabezpieczających, mld USD



Źródło: NYSE



Wezwanie obowiązkowe • **Mandatory Offer** • Regulacja giełdowa, która wymaga, by oferta *przejęcia* była skierowana do wszystkich akcjonariuszy przejmowanej spółki, jeśli przez oferenta zostanie przekroczony określony próg udziałów

(np. 20–30%, co daje rzeczywistą kontrolę). Takie przepisy (istnieją na większości rynków) zostały wprowadzone w celu ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych, którzy mogliby być poszkodowani w przypadku zmiany kontroli nad spółką. Ważne jest także zapewnienie transparentności. Każdy może odpowiedzieć na ofertę, nie tylko więksi, lepiej poinformowani inwestorzy. Wezwanie obligatoryjne chroni przed praktykami przejmowania spółek po cichu, poprzez stopniowe wykupywanie akcji znajdujących się w wolnym obrocie.

Wezwanie o gotówkę (żargon) • **Cash Call** (vernacular) • Określenie na zwrócenie się firmy do akcjonariuszy o nową gotówkę poprzez *emisję akcji z prawem poboru*. Ponieważ emisja z prawem poboru może być bardzo drogą formą pozyskania nowego kapitału, firmy uciekają się do niej w razie skrajnej potrzeby.

Widełki kursu (w transakcjach papierami wartościowymi) • **Daily Trading Limit** • Limity ustanawiane przez różne giełdy *towarów* i *opcji* na kwotę, o jaką cena standardowego kontraktu może się zmienić w ciągu dnia. Limity te, mające zachęcić do uporządkowania rynku (czyli umiarkowanej zmienności), ustala się odpowiednio do wolumenu obrotów i wrażliwości danego rynku.

Wieczyste obligacje państwowe (przestarzałe) • **Consols** (archaic) • Dług publiczny Wielkiej Brytanii powstały w wyniku konsolidacji różnych państwowych papierów wartościowych w roku 1751. Dług miał formę wieczystej pożyczki z płaconymi odsetkami bez terminu zapadalności kwoty głównej. Patrz także *obligacja skarbowa*.

Wielka Giełda • **Big Board, The** • Nowojorska Giełda Papierów Wartościowych, największa – pod względem obrotów akcjami – giełda na świecie. Giełda jest nienastawioną na zyski spółką, będącą własnością jej członków. Utrzymuje się z opłat pobieranych od notowanych spółek (ponad 3000), brokerów i dystrybutorów danych giełdowych. W USA działają również NASDAQ (ponad 5000 notowanych spółek, z reguły nowoczesne technologie) i AMEX (ponad 750 notowanych spółek) oraz inne giełdy o zasięgu regionalnym.

Wielka piątka firm inwestycyjnych • **Big Five Investment Firms** • **„Bulge Bracket" Firms** • Największe i prowadzące pełną obsługę finansową, niezależne inwestycyjne banki amerykańskie, które miały swoje siedziby w okolicach Wall Street (finansowej dzielnicy w Nowym Jorku). Firmy te to:

1. Goldman Sachs,
2. Merrill Lynch,

3. Morgan Stanley,
4. Lehman Brothers (w 2008 roku ogłosił bankructwo),
5. Bear Stearns (w 2008 roku przejęty przez bank komercyjny J.P. Morgan Chase).

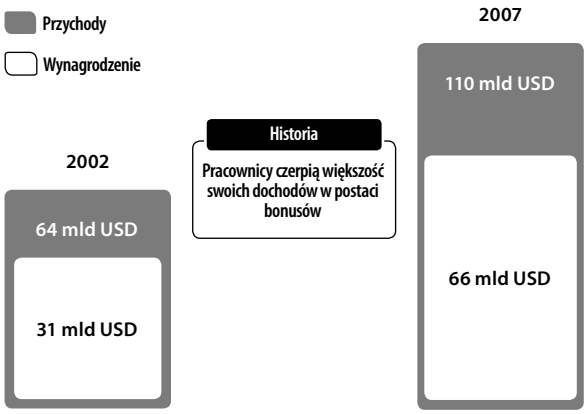
Z powodu swojej dominacji na globalnym rynku finansowym były również nazywane pierwszą ligą, gdyż zajmowały zawsze pierwsze miejsca na listach reklamodawców. Banki wielkiej piątki nie były częścią bardziej popularnego modelu dywersyfikacji konglomeratów finansowych głównie dlatego, że regulacje rynku papierów wartościowych w USA w latach 30. XX wieku oddzieliły je od bankowości komercyjnej. Z powodu swojej dominacji na amerykańskim *rynku kapitałowym* z czasem zwiększały swoje rozmiary, obecność i udziały zagraniczne, stając się głównymi poręczycielami w dużych transakcjach kapitałowych i dłużnych. Pod koniec XX wieku były dominującymi graczami w największych transakcjach:

Największe amerykańskie banki inwestycyjne (1999)					
Ranking wg długu/kapitału	**Rynek amerykański**	**Ranking wg transakcji globalnych**			
Firma	**Udział**	**Akcje**	**Obligacje**	**Przejęcia i fuzje**	**Pierwotne emisje akcji**
1. Merrill Lynch	15%	3	1	3	4
2. Salomon Smith Barney	13%	6	2	8	15
3. Morgan Stanley Dean Witter	10%	2	3	2	2
4. Goldman Sachs	8%	1	7	1	1
5. Credit Suisse First Boston	8%	4	5	4	3
6. Lehman Brothers	8%	11	9	7	7
Źródło: „Financial Times", 16 lipca1999					

Taki prestiż i pozycja rynkowa prawdopodobnie uderzyły im do głowy. Od czasu internetowej bańki spekulacyjnej w 2001 roku wyznacznikami działań wielkiej piątki stały się m.in. nadmierna zależność od podatnych na ryzyko operacji kapitałowych na własny rachunek (ponad 50% przychodów w 2006 roku), agresywne stosowanie dźwigni i hojne wynagradzanie zarządu (np. w 2006 roku szóstka menadżerów najwyższego szczebla w Lehman Brothers zarobiła w sumie 150 milionów dolarów, patrz artykuł poniżej). Niestety model biznesu oparty na tak szczodrym „uznaniu zasług" okazał się wysoce niedoskonały, kiedy rynek zaczął dokładniej wyceniać ryzyko. Od czasu kryzysu finansowego w 2008 roku i pomocy rządowej gwiazda wielkiej piątki zaczęła gasnąć. Jej

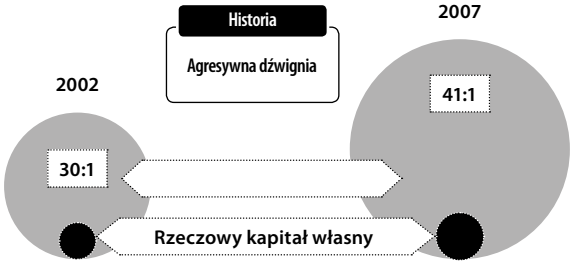
przyszłość – pożarcie przez bardziej stabilne banki komercyjne lub powstanie jak feniks z popiołów – jest na razie wielką niewiadomą.

Wielka piątka firm inwestycyjnych



Źródło: „Fortune", 14 kwietnia 2008, s. 31

Wielka piątka firm inwestycyjnych



Źródło: „Fortune", 14 kwietnia 2008, s. 31

Honoraria

W latach 2002–2006 firmy wielkiej piątki potroiły swoje dochody do wysokości przekraczającej 30 miliardów dolarów, w szczycie średni zwrot na kapitale własnym wynosił 22%, rywalizując z honorariami w przemyśle farmaceutycznym i energetycznym […] Dzisiaj magia zniknęła. Ceny [ich] akcji spadły średnio o 42% […] niszcząc mit, że bankowość inwestycyjna w obecnej wersji to świetny biznes.

What's Wrong with Wall Street, „Fortune", 14 kwietnia 2008

Wielka stabilizacja (żargon) • **Great Moderation** (vernacular) • Pogląd w odniesieniu do okresu po 1980 roku, że inflacja i wzrost gospodarczy stały się bardziej stabilne i ta stabilizacja jest oparta na bardziej solidanych podstawach. Przez prawie 3 lata do 2007 roku globalny PKB wzrastał w tempie przeszło 4% rocznie przez 11 kolejnych kwartałów. Ten silny trend zrównoważonego wzrostu został osiągnięty przy historycznie łagodnej inflacji, pomimo trzykrotnego wzrostu cen ropy naftowej po 2003 roku. Tak fortunny stan rzeczy był przypisywany kombinacji mądrej polityki fiskalnej i pieniężnej oraz globalizacji, prowadzącej do złagodzenia regionalnych cykli koniunkturalnych. To z kolei zdawało się zapowiadać większą stabilność oraz – ze względu na niższe premie kompensujące ryzyko – wyższe ceny na większości rynków finansowych. W sumie były to elementy rosnącego nadmiernego zaufania. Niestety, w czasie pisania tego kompendium (2009 rok) wielka stabilizacja okazała się rozczarowującym przykładem zbiorowej, nieposkromionej pychy. *Kryzys kredytowy lat 2007–2009* szybko przekłuł olbrzymią bańkę finansową, co zapoczątkowało paskudną globalną recesję. Nie wyzwoliliśmy się z cyklu koniunkturalnego, a autorzy rządowej polityki powinni wrócić do szkoły, żeby jeszcze raz przerobić lekcję o regulacji finansowej.

Wierność (w finansach) • **Fidelity (& Finance)** • W ogólnym pojęciu wierność oznacza prawdziwe odzwierciedlenie źródła. Oryginalne znaczenie wywodzi się od relacji pomiędzy panem a sługą i pochodzi od łacińskiego słowa „fidelis" oznaczającego oddanie lub lojalność. Stąd często spotykamy się z określeniami „wierność małżeńska" czy „wierność dźwięku". W finansach wyraz oznacza uczciwość i zaufanie, szczególnie w relacjach agent–mocodawca, kiedy dotyczy zarządzania cudzymi pieniędzmi. Patrz również *konflikt w stosunkach agencyjnych*.

Williams, John Burr i teoria finansów • **Williams, John Burr & Finance Theory** • Williams (1899–1989) był autorem niedocenianej klasycznej pozycji *The Theory of Investment Value* (1938, *Teoria inwestowania w wartość*) i jednym z pierwszych ekonomistów, który zinterpretował ceny akcji jako determinowane „wartością wewnętrzną" (czyli zdyskontowane dywidendy używane w *analizie fundamentalnej*). W swojej autobiografii o uzyskaniu Nagrody Nobla Harry Markowitz pisze: „Podstawowe koncepcje teorii portfela inwestycyjnego pojawiły się pewnego popołudnia, gdy w bibliotece czytałem prace Johna Burra Williamsa". Patrz *Great Moments in Financial Economics: Present Value* autorstwa Marka Rubinsteina w piśmie „Journal of Investment Management" (pierwszy kwartał 2003 roku). Koncepcja Williamsa opierała się na zastosowaniu idei wartości bieżącej do stwierdzenia, że cena akcji stanowiłaby wartość bieżącą jej wszystkich przyszłych dywidend.

Wzór Williamsa

$$P_0 = \Sigma_t D_t / r(t)^t$$

We wzorze Williamsa suma ma zakres od 1 do ∞ (czyli nieskończoności), D_t to dywidenda wypłacona w dniu t, r(t) oznacza bieżące (data t = 0), uśrednione w ujęciu rocznym zdyskontowane zwroty pozbawione ryzyka z dolarów otrzymanych w dniu t, a P_0 oznacza bieżącą (data t = 0) wartość akcji. Williams opowiadał się przeciwko dyskontowaniu zysków zamiast dywidend – patrz cytat z jego książki poniżej. Wzór Williamsa został później przekształcony w popularną *formułę Gordona.*

Akcje i dywidendy

Krowie za mleko,
Kurze za jaja,
A akcji, do diaska,
Za **dywidendy**.

Mądrość starego farmera

Wniosek o przeznaczenie kapitału • **Appropriation Request** • Formalny wniosek centrum inwestycyjnego skierowany do osoby odpowiedzialnej za finanse przedsiębiorstwa o rozpoczęcie zakupów inwestycyjnych. Dla zachowania zdrowej finansowej dyscypliny w ramach kontroli wewnętrznej powinien uzasadnić racjonalność wydatków odpowiednią analizą, np. ustaleniem *wartości bieżącej netto* projektu.

Wniosek w sprawie rejestracji papierów wartościowych • **Registration Statement, Securities** • Dokument składany w organie nadzoru giełdowego, np. Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (SEC) w USA, zawierający szczegółowy opis emitenta i proponowanego finansowania. Organ regulujący rynek papierów wartościowych rozpatruje i zatwierdza proponowane transakcje pod warunkiem zgodności z przepisami dotyczącymi papierów wartościowych oraz ujawnienia stosownych informacji. Główną część wniosku stanowi *prospekt emisyjny*, dystrybuowany wśród inwestorów.

Woda na młyn (giełda) • **Rumour Mill** (stock market) • Niepotwierdzona informacja tworząca plotkę jest wrodzoną cechą giełdy, która przetwarza informacje. Plotki kryją się pod różnymi postaciami. Niektóre rodzą się z faktów i przekształcają się w coś innego podczas wielokrotnego powtarzania. Niektóre

pogłoski to spekulacje oparte na faktach, które okazują się prawdziwe i przynoszą korzyści tym, którzy na nie postawili. Niektóre plotki są całkowicie zmyślone po to, aby wstrząsnąć giełdą (patrz *strategia pompowania*). Zazwyczaj plotki są ignorowane przez długoterminowych inwestorów lub neutralizowane przez pogłoski o przeciwnej treści. Firmy często wygłaszają publiczne oświadczenia w celu zdementowania błędnych informacji. Świadome rozsiewanie fałszywych informacji stanowi formę manipulacji giełdą i jest nielegalne w większości krajów, chociaż może być trudne do udowodnienia. Częstą obroną jest twierdzenie, że plotkę się zasłyszało wcześniej i przekazało dalej, i wypieranie się jej autorstwa. Inną obroną jest twierdzenie, że błędna ocena nie jest tym samym co świadomy fałsz. Dla instytucji finansowych, w których pokłada się zaufanie, niekorzystne pogłoski w czasie kryzysu finansowego mogą być szczególnie szkodliwe. Nawet zaistnienie plotki, a następnie jej zdementowanie może spowodować niepokój wśród udziałowców. Na przykład w 2008 roku akcje dużego brytyjskiego banku HBOS spadły o 17% w ciągu jednego dnia w wyniku kłamliwych pogłosek, że w banku brakuje gotówki. Porównaj z *Muzzzle the market manipulators* w „Financial Times" z 22 marca 2008 roku, s. 6. Patrz również *Kupuj na podstawie plotek, sprzedawaj na podstawie oficjalnych informacji.*

Winny przez powiązanie

Kowalskiemu ukradli rower albo Kowalski ukradł rower. Nie jestem pewien. W każdym razie wygląda na to, że Kowalski jest zamieszany w kradzież rowerów.

Polskie powiedzenie

Wolność finansowa • Financial Freedom • Te słowa mają dwa znaczenia. Bardziej powszechne określa zdolność do beztroskiego ignorowania potrzeby „wiązania końca z końcem". W przypadku osób fizycznych oznacza ono, że nie muszą pracować. Możemy więc powiedzieć: „Jego oszczędności emerytalne zapewniają mu wolność finansową, kiedy przejdzie na emeryturę". Drugie znaczenie odnosi się do wolności, jaką cieszy się sektor finansowy nieskrępowany niepożądanymi regulacjami. Opierając się na credo „fundamentalizmu wolnorynkowego" (tj. wolny rynek z natury ma wyższość nad planowaniem centralnym), oczekiwano, że rządy będą trzymać się z dala i wspierać, a nie kontrolować. Możemy powiedzieć: „Deregulacja przyniosła wolność finansową sektora z mieszanymi rezultatami. O ile dostęp do kapitału i innowacji rozkwitł, o tyle ryzyko systemowe spowodowane nierównowagami wywołującymi bańki spekulacyjne wzrosło". Patrz także *deregulacja*.

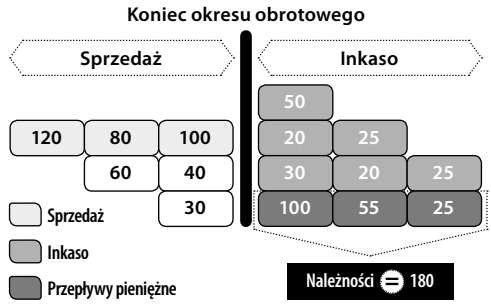
Odwieczne niepokoje

Ekonomiści powinni studiować filozofię. Ryzyka wynikające z wolności – politycznej, intelektualnej i emocjonalnej – niepokoiły już myślicieli, poczynając od Platona. **Wolność finansowa** nie powinna być wyjątkiem. Nowa filozofia pieniądza i kredytu oparta na niezdolności człowieka do szlachetnego działania może być kluczem do zdrowszej przyszłości finansowej.

Life After the Meltdown (*Życie po krachu*),
„Fortune" (wydanie europejskie), 19 stycznia 2009, s. 30

Wpływy gotówkowe • **Receipts** • **Cash Receipts** • **Collections** • Wpływy gotówkowe uzyskane ze sprzedaży gotówkowej lub ze ściągnięcia należności. Stanowią one kategorię *przepływów pieniężnych*, którą uważać można za „wpływy gotówkowe brutto z działalności operacyjnej", tj. środki pieniężne wygenerowane ze sprzedaży przed odjęciem kosztów gotówkowych oraz zapłatą *zobowiązań* wobec dostawców. Wszelkie takie wpływy rejestrowane są w rejestrze wpływów gotówkowych.

Wpływy gotówkowe

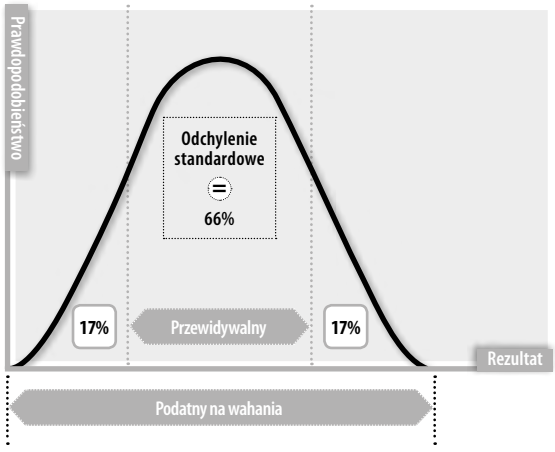


Wpływy pieniężne • **Proceeds** • Środki pieniężne wygenerowane w wyniku danego przedsięwzięcia lub transakcji. Przykładowo, można powiedzieć, że „wpływy pieniężne z akcji przeprowadzonej przez ochotników zostaną przekazane na cele dobroczynne" lub że „wpływy pieniężne ze sprzedaży środków trwałych osiągnęły znaczną kwotę". Przez wpływy pieniężne rozumie się wpływy pieniężne brutto – w odróżnieniu od kalkulacji *zysku*, który jest wielkością netto, po odliczeniu kosztów. W wymienionym wyżej przykładzie środków trwałych, aby obliczyć kwotę zysku z ich sprzedaży, należałoby od wpływów pieniężnych odjąć wartość księgową netto tych środków, koszty sprzedaży i podatki związane z transakcją.

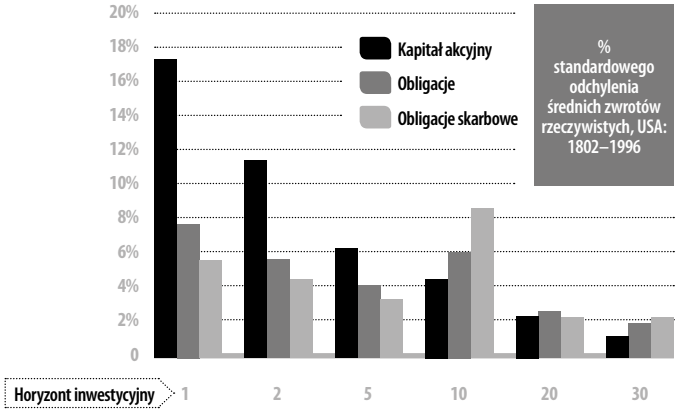
Wprowadzenie spółki na giełdę • **Flotation** • **Floatation** • Emisja nowych akcji zwykłych na publicznych rynkach kapitałowych, gdzie będą w szerokim obiegu na *rynku wtórnym*. Termin angielski pochodzi od analogii do nadania wcześniej niepłynnym pakietom udziałów „wyporności", czyli zdolności wypłynięcia na powierzchnię rynku. Wejścia spółek na giełdę podlegają rygorystycznej regulacji przez organy nadzoru giełdowego i zwykle obejmują wydanie *prospektu emisyjnego*, z którego inwestorzy mogą poznać dość wyraźnie sytuację spółki. W przypadku pierwszego wprowadzenia na giełdę w języku angielskim mówi się o „going public". Patrz również *pierwotna (pierwsza) oferta publiczna*.

Wrażliwość • **Zmienność** • **Podatność na wahania** • **Volatility** • Nieprzewidywana i nagła zmiana w cenach, której przyczyną jest swobodne działanie różnych sił popytu i podaży na rynkach. Rezultatem wrażliwości na zmiany są *ryzyko rynkowe* oraz okazja zysku handlowego. Wahania związane z wrażliwością na zmiany zazwyczaj się z czasem wyrównują („to, co idzie w górę, musi spaść" i vice versa). Tymczasem życie inwestora jest „interesujące". Dla inwestorów, którzy nie lubią ryzyka, wrażliwość na zmiany nie jest miła (w przeciwieństwie do spekulantów, którzy ją lubią). Żyjąc z dnia na dzień, tu i teraz, na krótką metę, większość z nas pociesza się, iż na dłuższą metę nasze losy będą mniej zmienne. Źródła wrażliwości na zmiany trzeba usuwać lub przynajmniej oczekiwać zrekompensowania wyższymi zyskami. Ostatnimi czasy wydaje się, iż świat finansowy staje się bardziej podatny na zmiany. Jeśli chodzi o *aktywa finansowe*, wrażliwość na zmiany zwiększa się od deregulacji, która pozwala rynkom „znaleźć ich własny poziom".

Podatność na wahania



Podatność na wahania

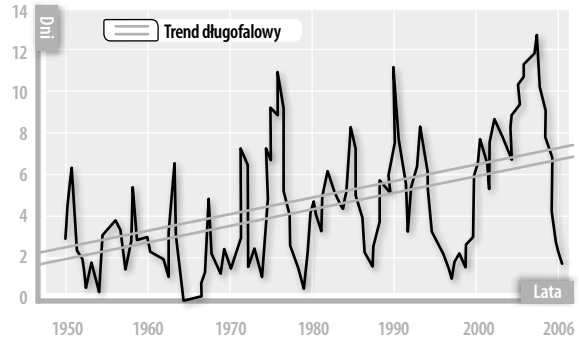


Źródło: „Financial Times", *Mastering Finance*, s. 9

Innym źródłem wrażliwości na zmiany jest globalizacja, która zwiększa oddziaływanie rynku oraz sprawia, iż zasięg czynników wpływających na rynek jest większy. Z drugiej strony wrażliwość na zmiany jest ograniczana transparentnością oraz dostępem do wiarygodnych informacji (patrz *Kompendium terminów z zakresu rachunkowości po polsku i angielsku*, termin *jakość zysku)*. Poprzez włączanie istotnych informacji zmiany cen pojawiają się jako modyfikacje, a nie nagłe zmiany powodujące, iż inwestorzy są zaskoczeni. Ponieważ wrażliwość na zmiany dotyczy odchyleń od średniej, może być ograniczona przez dywersyfikację, jednak nie wyeliminowana. Rezydualna wrażliwość na zmiany, która wpływa na wszystkich, jest mierzona współczynnikiem beta. Jej własności statystyczne pozwalają na jej określenie ilościowe za pomocą narzędzi takich jak *wartość narażona na ryzyko.* Patrz również *hipoteza rynku efektywnego*.

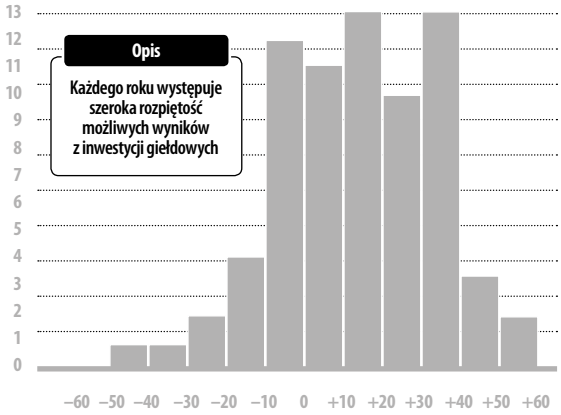
Zmienność notowań giełdowych

Liczba dni w miesiącu ze zmianą indeksu S&P 500 o 1% lub więcej



Źródło: Crestmount Research, „The Economist", 13 maja 2006, s. 77

Zmienność: spółki giełdowe
Roczne zwroty 500 spółek indeksu S&P w USA w latach 1926–1997



Źródło: R. Brealey, S. Myers *Principles of Corporate Finance*, s. 163, Ibbotson Associates

Wrażliwość (ceny aktywów o stałym oprocentowaniu na zmiany oprocentowania) • Sensitivity (Fixed Income Asset Price to Interest Rate Changes) • Procentowa zmiana ceny papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu (np. *obligacji*) w odpowiedzi na zmianę stóp procentowych. Z uwagi na *arbitraż dochodowości* aktywa finansowe będą zmieniać się odwrotnie proporcjonalnie do wahań stóp procentowych, tak aby *stopy zwrotu w okresie do wykupu* odpowiadały stopom rynkowym. Na przykład z matematycznego wyliczenia wynikało, że obligacja ma wrażliwość 6,42. W przypadku wzrostu stóp procentowych na rynku o 0,50% z 5,21% do 5,71% cena obligacji spadnie o 6,42 × 0,50% = 3,21%. Wrażliwość zmienia się w zależności od terminu zapadalności obligacji (im dłuższy, tym większa wrażliwość), poziomu odsetek (im niższy, tym wyższa wrażliwość) oraz poziomu stóp procentowych (im niższe, tym wyższa wrażliwość), przy czym *obligacje zerokuponowe* wykazują najwyższą wrażliwość. Obliczenie *czasu trwania obligacji* obejmuje stopę odsetek i termin zapadalności w jednym mierniku. Wrażliwość inwestycji może stanowić podstawę dla aktywnych inwestycji portfelowych (w miejsce trzymania papierów dłużnych do terminu zapadalności), poprzez spekulację na stopach procentowych. Oczekujesz spadku stóp procentowych? Kup więc 30-letnie obligacje zerokuponowe, które będą wykazywać najniższą wrażliwość na spadek stóp procentowych i których wartość wzrośnie najbardziej.

Wrażliwość obligacji (wartość rynkowa do zmian stopy procentowej) • **Bond Sensitivity (Market Value to Interest Rate Changes)** • Zmiana procentowa ceny papieru wartościowego o stałym oprocentowaniu (np. obligacji) w odpowiedzi na zmianę stóp procentowych na rynku. Wycena aktywów finansowych o stałym dochodzie będzie się zmieniać odwrotnie do zmian stóp, tzn. jeśli pójdą one w górę, wartość obligacji spadnie. Dzieje się tak z powodu *arbitrażu cenowego,* który wymusza, by *stopy rentowności* były zawsze równe stopom rynkowym. Wrażliwość jest obliczana na podstawie następującego wzoru:

Obliczanie wrażliwości obligacji				
Δ Wartość obligacji %	=	Δ Odsetki %	×	$\frac{\text{Czas trwania obligacji}}{1 + \textit{stopa rentowności}\ \%}$

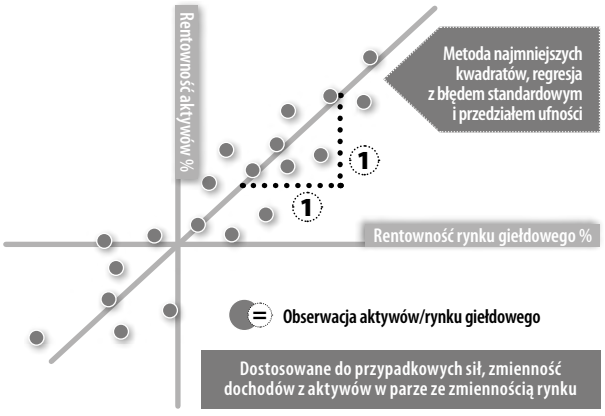
Powiedzmy, że matematyczne obliczenia wykazały, że obligacja ma wrażliwość 6,42%. Jeśli stopy rynkowe wzrosną o 0,50% (50 punktów bazowych) z 5,21% do 5,71%, cena obligacji spadnie o 6,42 × 0,50% = 3,21%. Wrażliwość zmienia się wraz z zapadalnością obligacji (dłuższy termin to większa wrażliwość), poziomu odsetek (kuponu) wobec kapitału (mniejszy poziom to większa wrażliwość) oraz poziomu stóp procentowych (niższy poziom to większa wrażliwość), przy czym *obligacje zerokuponowe* mają największą wrażliwość. Inwestor zdecydowany trzymać obligacje do czasu ich zapadalności jest obojętny na wrażliwość (ponieważ zwykle zmniejsza się ona wraz ze zbliżaniem się terminu zapadalności). Jednak w przypadku aktywnego portfela *wycenianego według wartości rynkowej* (patrz *Kompendium terminów z zakresu rachunkowości po polsku i angielsku*) wrażliwość będzie miała wpływ na zmienność portfela. Wrażliwość inwestycji może być także podstawą do proaktywnego obrotu portfelem i spekulacji na stopach procentowych. Na przykład przewidujemy spadek stóp procentowych? Kupujemy więc 30-letnie obligacje zerokuponowe, które będą najbardziej wrażliwe na spadki stóp i których ceny pójdą w górę najwięcej.

Wschodząca gwiazda (żargon) • **Rising Star** (vernacular) • Świetnie prosperująca firma, dobrze rokująca na przyszłość, która wcześniej przeżywała zastój. Punktem zwrotnym jest uzyskanie wyższej oceny kredytowej ze spekulatywnej na inwestycyjną. Przeciwieństwo *upadłego anioła.*



Wskaźnik beta • **Beta** • Wskaźnik *zmienności wyników działalności* przedsiębiorstwa w stosunku do ogólnej podatności na wahania całej gospodarki. Wskaźnik beta z reguły jest mierzony i wyrażany jako indeks cen akcji. Na przykład akcja o wskaźniku beta „1" ma taką samą zmienność co cała reszta rynku akcji. Wskaźnik beta „1,5" oznaczałby 150% zmienności, a wskaźnik beta „0,5" oznaczałby połowę relatywnej zmienności itd. Wskaźnik beta odzwierciedla ogólną opinię rynku dotyczącą jego wrażliwości na siły rynkowe o charakterze systemowym, które nie mogą być wyeliminowane poprzez dywersyfikację.

Wskaźnik beta



W *modelu wyceny aktywów kapitałowych* (*CAPM*) wskaźnik beta będzie czynnikiem decydującym o cenie akcji (ponieważ inwestorzy oczekują, że będą proporcjonalnie wynagrodzeni za ryzyko, które ponoszą, w stosunku do całego rynku). Banki komercyjne z reguły mają wysoki wskaźnik beta, ponieważ ich portfele kredytowe są narażone na wpływ cykli gospodarczych.

Wskaźnik cena/sprzedaż • Wskaźnik C/S • Price-to-Sales Ratio • *Wskaźnik giełdowy* dla akcji firm detalicznych będący stosunkiem ceny akcji do przychodu ze sprzedaży na akcję:

Ile płacimy za zyski?		
Wskaźnik C/S	=	$\frac{\text{Cena rynkowa akcji *}}{\text{Przychód ze sprzedaży na akcję}}$
* Wartość rynkowa akcji bez dywidendy		

Wskaźnik cena/sprzedaż jest ważny dla firm detalicznych, których wyniki finansowe są ściśle związane z wolumenem sprzedaży. Wskaźnik uzupełnia bardziej tradycyjny wskaźnik cena/zysk.

Wskaźnik cena/zysk • Wskaźnik C/Z • Price Earnings Ratio • P/E Ratio • Powszechnie stosowany *wskaźnik giełdowy* odnoszący rynkową cenę akcji do zysku przedsiębiorstwa przypadającego na jedną akcję:

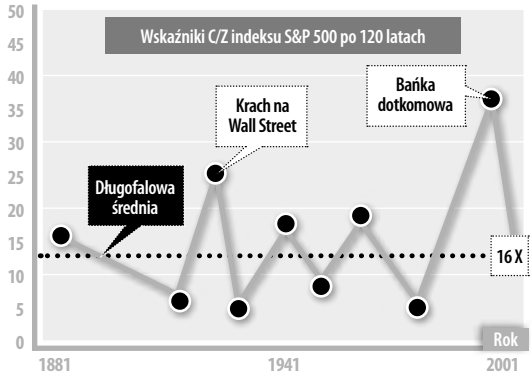
Ile płacimy za zysk?		
Wskaźnik C/Z	=	$\frac{\text{Cena rynkowa akcji *}}{\text{(Podstawowy) zysk na jedną akcję}}$
* Wartość rynkowa akcji przed wypłatą dywidendy		

Wskaźnik cena/zysk stanowi odwrotność *stopy zwrotu* i oczekiwanego wzrostu (który odejmuje się od stopy zwrotu) – jeżeli jego wartość wynosi, powiedzmy, 15 (czyli historyczna średnia długofalowa na amerykańskiej giełdzie w stosunku do średniej 24 od 1990 roku), wskazuje to, że wymagana stopa zwrotu równa jest 10% (stopa zwrotu z inwestycji, powiedzmy, 15% minus pięcioprocentowy wzrost zysków). Na wszystkich rynkach giełdowych na wysokość wskaźników cena/zysk mają wpływ następujące czynniki: wysokość stóp procentowych (czyli konkurencyjnych ofert zainwestowania środków; patrz *koszt utraconych korzyści*), warunki ekonomiczne (oczekiwany wzrost) i ogólny *sentyment* rynkowy (optymistyczny lub pesymistyczny). Różnice występujące między wskaźnikami poszczególnych przedsiębiorstw są odzwierciedleniem różnych oczekiwań co do wzrostu zysków, *wysokiej jakości zysku*, a także postrzeganego poziomu

ryzyka. Zakładając (raczej w celu ułatwienia niż ze względów teoretycznych), że wskaźnik cena/zysk dla danego przedsiębiorstwa pozostaje stały, rynek wycenia akcje, *kapitalizując* wartość *zysku na jedną akcję*, co jest zbliżone do kalkulacji *wartości bieżącej netto*.

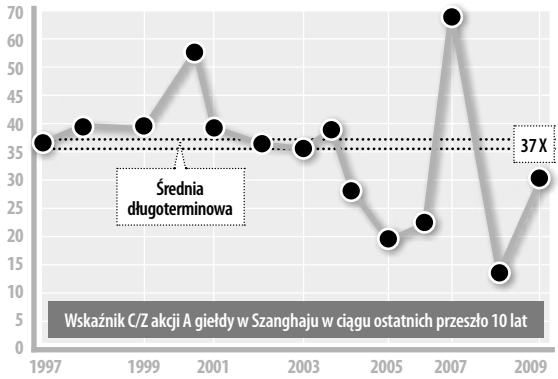
Wskaźniki C/Z wg regionu		
Region	**2001**	**2002**
Ameryka Północna	33	23
Japonia	38	25
Europa (oprócz Wlk. Brytanii)	19	17
Wlk. Brytania	19	22
Australia/Nowa Zelandia	20	18
Hongkong/Singapur	20	19
Ogółem	27	21
Źródło: „International Herald Tribune", 8 marca 2002, s. 13, Salomon Smith Barney		

Wskaźnik C/Z: długofalowy
Wersja uproszczona



Źródło: T. Harford *Undercover Economist*, s. 146, Robert Shiller, Uniwersytet Yale

Wskaźnik C/Z: wschodzące rynki
Wersja uproszczona



Źródło: CIEC, „The Economist", 10 października 2009, s. 73

Wskaźnik ceny rynkowej do księgowej • **Price-Book Ratio** • Stosunek wartości rynkowej notowanych akcji do rachunkowej ceny księgowej netto wyrażonej w procentach. Jeśli cena rynkowa jest wyższa, mówi się o akcjach, że są sprzedawane „z premią"; jeśli jest niższa, akcje są sprzedawane „z dyskontem".

Wzór			
Wskaźnik ceny rynkowej do księgowej	=	$\frac{\text{Wartość rynkowa}}{\text{Wartość księgowa netto}}$	× 100%

Model sprawozdawczości finansowej nie został stworzony jako narzędzie wyceny i dlatego ceny rynkowe nie mają ścisłego związku z wartościami księgowymi. Jeśli spółka sprzedaje „z premią", odzwierciedla to perspektywy jej przyszłego wzrostu lub wartość bilansową (np. markę, lojalność klientów, technologię itp.), której nie można wyczytać z ksiąg rachunkowych. Przykładowo, wskaźnik ceny rynkowej do księgowej amerykańskiego koncernu General Electric Co. wynosił 300% (2007 rok). Niemniej jednak wartość księgowa pozostaje w pewnym związku z wartością godziwą, co ma znaczenie dla analityków zajmujących się tego typu różnicami i ich przyczynami.

Wskaźnik C/Z do zyskowności • **Earnings-Price Ratio** • **Earnings Yield** • Miara stopy zysku, która porównuje zysk przypadający na akcję do ceny rynkowej akcji:

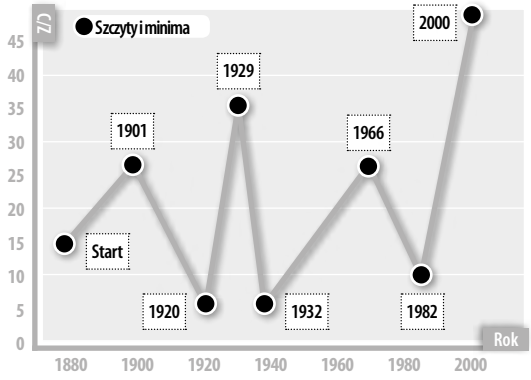
Wzór =	$\frac{\text{Zysk na akcję}}{\text{Cena rynkowa akcji}}$	× 100%

Jakie jest znaczenie rentowności? W krótkim okresie inwestujący w akcje szukają zwrotów z akcji w postaci dywidend i zysków z kapitału (porównaj z *całkowitą stopą zwrotu dla akcjonariuszy* – TSR). Dwa źródła TSR mają tendencję do wzajemnego równoważenia się. Zyski, których przedsiębiorstwo nie wypłaca w formie dywidend, są reinwestowane w działalność firmy, generując jej wzrost w przyszłości. W konsekwencji w długim okresie rentowność będzie się zbliżać do oczekiwanej TSR. Na przykład długoterminowa średnia rentowność na rynku giełdowym USA od 1871 do 1996 roku wynosiła 7,3% rocznie wobec 7,7% rocznie dla porównywalnych TSR. Struktura TSR może być także przedstawiona jako stopa dywidendy i wzrost EPS. Tak więc od 1946 do 1996 roku suma średniej stopy dywidendy 3,75% rocznie i średniego realnego wzrostu EPS 3,25% rocznie wyniosła w przybliżeniu 7,13% jako średnia TSR (porównaj z Fleurietem, s. 75–76). Rentowność jest przeciwieństwem używanego częściej wskaźnika C/Z.

Wskaźnik C/Z Shillera • Wskaźnik długoterminowy C/Z • Shiller P/E • the "Long Term P/E" • Wskaźnik cena/zysk dla średniej 10-letniej, który został stworzony, by sprawdzić, ile kosztują akcje po „oczyszczeniu" ich z krótkookresowych zmian zysków. Podstawą był wzór po raz pierwszy wykorzystany przez pionierów analizy papierów wartościowych Benjamina Grahama i Davida Dodda w 1934 roku:

Obliczenie wskaźnika C/Z Shillera	
Wskaźnik C/Z Shillera	Realny (skorygowany o inflację) indeks kompozytowy akcji S&P, styczeń / Średnia krocząca z poprzedzających 10 lat zysków z indeksu kompozytowego

Wskaźnik C/Z Shillera
Rynek giełdowy USA
– przebieg uproszczony

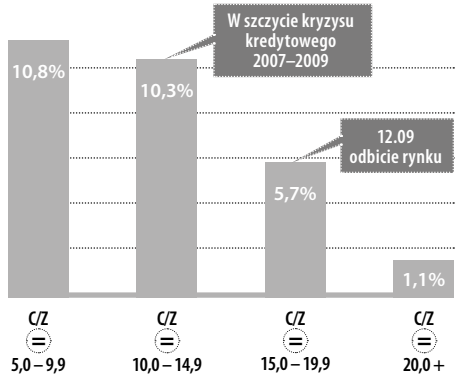


Źródło: Robert Shiller *Irrational Exuberance*, 2000, s. 8

Wpływowy amerykański ekonomista Robert Shiller w okresie późniejszym rekomendował ten wskaźnik w swojej bestselerowej książce *Irrational Exuberance* (2000 rok) jako wskazówkę możliwości wystąpienia *bańki* spekulacyjnej. Shiller jest mistrzem *finansów behawioralnych*, teorii, która przeciwstawia się *hipotezie rynku efektywnego.* Podstawą tej ostatniej jest zmienność rynku giełdowego, często znacznie większa niż dałoby się to przekonująco wytłumaczyć za pomocą jakiegoś racjonalnego spojrzenia w przyszłość. Gdy wskaźnik C/Z Shillera jest relatywnie wysoki (w stosunku do długoterminowej średniej, np. 15), optymistyczne nastawienie rynku jest raczej ślepe na twarde kalkulacje wartości. To złowieszcza zapowiedź, że przyszłe zyski będą więc odpowiednio niższe (patrz wykres poniżej), odzwierciedlając wpływ przepłacania za akcje zarówno w *stopie dywidendy*, jak i w większym potencjale strat związanych z posiadaniem akcji, za które się przepłaciło.

Wskaźnik C/Z Shillera

Zyski akcjonariusza w okresie 10 lat (annualizowane), gdy akcje są odkupowane przy różnych poziomach C/Z



Źródło: „Fortune", 21 grudnia 2009, s. 38

Wskaźnik dyskonta prognozy • **Projection Discount Factor** • Kwota w ujęciu procentowym odejmowana przez inwestora albo pożyczkodawcę od przepływu pieniężnego lub *prognozowanego* zysku w celu uzyskania „dobrej miary". Często taki zabieg stosuje się nawet po redukcji dokonanej z uwagi na nieuprawniony optymizm lub możliwe błędy. Powodem, dla którego podmiot żywotnie zainteresowany prognozami dokonuje tej dodatkowej redukcji, jest konieczność „ostrożnego" szacowania lub określenia czynnika ryzyka straty, nawet gdy prognozy opierają się na solidnych podstawach i realistycznych założeniach. Czasami motywacją tego rodzaju „czarnowidztwa" są przeszłe rozczarowania. W każdym razie, niezależnie od stopnia wiarygodności prognoz, rzadko sprawdzają się one w stu procentach.

Wskaźnik forward P/E (Cena/Zysk) • **Forward Price-to-Earnings** • Miara *wskaźnika cena-zysk C/Z* wykorzystująca do obliczeń prognozowane zyski. Choć te szacunki nie są tak wiarygodne jak rzeczywiste zyski, analiza wskaźnika forward P/E często służy do porównania aktualnych zysków do szacunkowych zysków w przyszłości. Jeśli spodziewany jest wzrost zysków, wskaźnik forward P/E będzie niższy od obecnego wskaźnika P/E. Wskaźnik forward P/E może również służyć do porównywania spółek w perspektywie przyszłościowej.

Przeszłość nie jest prologiem

Inwestorzy nawet nie drgnęli. Akcje faktycznie poszły w górę o niemal dolara po tym, jak kierownictwo przyznało się do spartaczonej sprawozdawczości. „RIM mogła powiedzieć: gdy poprawimy naszą księgowość, stwierdzimy, że nigdy niczego nie zarobiliśmy. I wątpię, by kogokolwiek to obchodziło – mówi analityk giełdowy. – Ludzie będą pytać: ile pieniędzy **zarobicie** w przyszłym roku?".

Artykuł o cenach akcji firmy Research in Motion (RIM), cytowany w „Canadian Business", 9 kwietnia 2007, s. 30

Wskaźnik gotówkowej rentowności inwestycji • **Cash Flow Return On Investment** • **CFROI** • Zaawansowane narzędzie wyceny i analizy wyników wykorzystujące przepływy pieniężne z działalności operacyjnej po opodatkowaniu w porównaniu do zainwestowanego w działalność operacyjną kapitału zaangażowanego (tj. aktywa trwałe i kapitał obrotowy netto). CFROI może być następnie porównany do skorygowanego o inflację kosztu kapitału dla określenia, czy można wypracować zysk na działalności gospodarczej. Wskaźnik został opracowany przez amerykańską firmę zajmującą się zarządzaniem aktywami (CSFB Holt, patrz www.csfb.com). Stworzyła ona obszerną bazę danych z wynikami CFROI.

$$\text{CFROI} = \frac{\text{Przepływy pieniężne z działaności operacyjnej}}{\text{Wartość rynkowa zaangażowanego kapitału}}$$

Wskaźnik nakładów gotówkowych (slang) • **Burn Rate** (slang) • Fundusze konieczne w danym okresie (zwykle rok) na pokrycie deficytów operacyjnych w *nowych firmach*, zwłaszcza jeśli to firma z branży zaawansowanych technologii ponosząca wydatki na prace badawczo-rozwojowe nad nowymi produktami. Wskaźnik nakładów gotówkowych zwykle finansowany jest przez inwestorów wysokiego ryzyka.

Wskaźnik obrotów w portfelu inwestycyjnym (żargon) • **Churn Rate** (vernacular) • Roczne obroty (kupna i sprzedaży) w portfelu inwestycyjnym w stosunku do średniej zainwestowanej kwoty. Wysoki wskaźnik obrotów sugeruje niepewność decyzji inwestycyjnych i/lub częstą *realizację zysków.* Choć inwestorowi może udać się znaleźć lepsze zyski, straci przy tym na kosztach transakcji. Przeciwieństwo *strategii „kup i trzymaj".*

Niecierpliwy

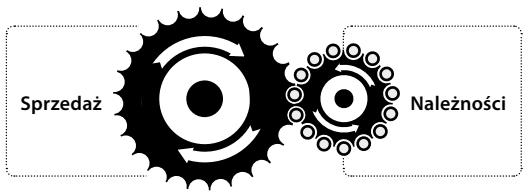
Wolumeny obrotów eksplodowały. Nierzadko widuje się obrót przekraczający 1,5 miliarda akcji w ciągu dnia na giełdzie nowojorskiej, co ponaddwukrotnie przekracza wolumen sprzed zaledwie 5 lat. Teoretycznie wolumen odzwierciedla brak konsensusu co do ceny. Horyzonty inwestorów się skracają […] Roczne **obroty w portfelach** wzrosły z 17% w latach 50. do 108% po roku 2000.

„CFA Magazine", wrzesień/październik 2005, s. 8

Wskaźnik obrotu należności • **Receivable (Accounts) Turnover** • Relacja pomiędzy saldem należności z tytułu dostaw i usług w wybranym punkcie w czasie a wolumenem sprzedaży – na kredyt – czyli obrotami na tym koncie. Im niższe saldo nieuregulowanych należności na koniec roku w porównaniu z roczną sprzedażą, tym wyższy obrót, a więc tym szybciej należności są ściągane. Większość spółek musi czekać na zapłatę od klienta. Jednak spółka, która ostrożnie udziela kredytu kupieckiego i która dysponuje efektywną funkcją windykacji należności, będzie zwykle miała „świeże" należności. Wolniejszy obrót wiąże się z dwoma problemami: jak go sfinansować i czy nie występują niezidentyfikowane należności nieściągalne.

Obrót należności

Wzór $= \dfrac{\text{Sprzedaż na kredyt}}{\text{Średni obrót należności}}$

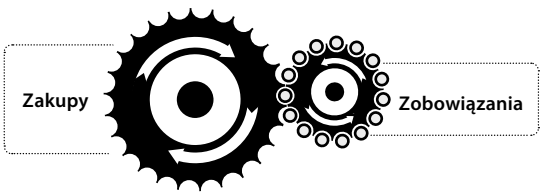


Znaczenie: szybkość ściągania należności

Wskaźnik obrotu zobowiązań • **Payables Turnover** • Relacja pomiędzy saldem *zobowiązań z tytułu dostaw i usług* w wybranym punkcie w czasie a wartościami – zwykle zakupów – przechodzącymi przez to konto. Im niższe saldo niezapłaconych zobowiązań na koniec roku w porównaniu z rocznymi wolumenami zakupów, tym wyższy obrót, a więc tym szybciej dostawcy otrzymują płatności. W spółce wypłacalnej nie nadużywa się kredytu kupieckiego. Znajduje to odzwierciedlenie w zwykle około 10–12-krotnym obrocie zobowiązań w ciągu roku. Jeśli nie można uzyskać informacji o wolumenach zakupów, wskaźnik obrotu zobowiązań można wyliczyć na podstawie kosztów sprzedanych produktów, towarów i materiałów. Porównaj ze *wskaźnikiem obrotu należności*.

Wskaźnik obrotu zobowiązań

Wzór $= \frac{\text{Zakupy}}{\text{Średnie zobowiązania}}$



Znaczenie: tempo spłaty kredytu kupieckiego

Wskaźnik PEG • **Wskaźnik wzrostowy ceny do zysku** • **PEG Ratio** • **Price--Earnings-Growth Ratio** • *Wskaźnik giełdowy*, który oblicza się, dzieląc *wskaźnik cena/zysk* przez spodziewaną stopę wzrostu zysków. W przypadku ogólnych indeksów giełdowych, jak np. Indeks S&P 500, zagregowany wskaźnik PEG zazwyczaj wynosi około 2–2,5 (np. 2,1 w 2006 roku; źródło: „Fortune" – wydanie europejskie, 25 czerwca 2007, s. 33).

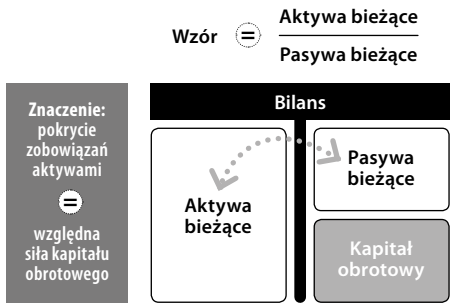
Wskaźnik PEG	
Wzór =	$\frac{\text{Wskaźnik cena/zysk} \times 1/100}{\text{Stopa wzrostu zysków – \%/rok}}$
Przykład =	$\frac{15 \times 1/100}{0{,}08}$
S&P =	2–2,5

Wskaźnik płynności I • **Current Ratio** • Istotny *wskaźnik finansowy* służący do pomiaru *płynności* i wypłacalności przedsiębiorstwa przez porównanie wielkości aktywów w cyklu operacyjnym z wielkością *zadłużenia* przypadającego do spłaty w krótkim okresie (patrz tabela na s. 144). Wskaźnik płynności I jest

również pośrednią miarą inwestycji w *kapitał obrotowy.* Ma on ogromne znaczenie, ponieważ skupia się na kluczowej roli kapitału obrotowego, jaką jest dopasowywanie przepływów pieniężnych. Znajduje najlepsze wykorzystanie przy dokonywaniu porównań przedsiębiorstw z jednej branży, gdzie czynniki warunkujące wyniki przedsiębiorstw zazwyczaj są podobne. Patrz również *wskaźniki płynności, wskaźnik płynności „szybki”* i *wskaźnik kapitału obrotowego*.

Pomiar relatywnej wielkości kapitału obrotowego		
Wskaźnik	=	Aktywa obrotowe / Zobowiązania krótkoterminowe
	=	**Środki pieniężne + *płynne* papiery wartościowe + zapasy** / **Zadłużenie w banku + rozliczenia międzyokresowe + zobowiązania z tytułu dostaw i usług + zadłużenie długoterminowe w okresie spłaty**
Znaczenie		
• Wskaźnik płynności I uzależniony jest od relatywnego *obrotu* aktywów obrotowych w stosunku do zobowiązań krótkoterminowych • Zaangażowanie środków pieniężnych (zobowiązania) musi być równe generowaniu środków pieniężnych (aktywa) • Aby pokryć ewentualne niedopasowania, konieczna jest inwestycja w kapitał obrotowy • Przeciętna wartość tego wskaźnika (wynosząca 1,5) odzwierciedla typowy „wiek” aktywów bieżących (średnio 45–90 dni) w stosunku do zobowiązań bieżących (30–60 dni)		
Przybliżone poziomy odniesienia dla wybranych sektorów		
2,0	=	• Sprzedawca detaliczny: nie ma należności; ma natomiast duże zapasy
1,7	=	• Producent: inwestycje w produkcję w toku
1,5	=	• Hurtownik: dostawcy finansują nowe zapasy

Wskaźnik płynności I



Wskaźnik płynności „szybki” • Quick Ratio • Acid Test Ratio • Jeden z powszechnie używanych *wskaźników płynności*, badający stosunek środków pieniężnych, jakie przedsiębiorstwo jest w stanie uzyskać w krótkim czasie, do zobowiązań krótkoterminowych.

Metody badania płynności	
Wersja	**Kalkulacja**
Wersja dokładna	Gotówka + płynne papiery wartościowe + *należności* / Zobowiązania bieżące
Alternatywa	Aktywa obrotowe – zapasy / Zobowiązania bieżące

Wskaźnik płynności kwestionuje zdolność zamiany zapasów na środki pieniężne w trakcie *cyklu operacyjnego.* Ponieważ w razie *trudności finansowych* zapasy mogą być trudno zbywalne, wskaźnik ten jest celowo bardziej rygorystycznym testem płynności, stosowanym w warunkach zagrożenia ciągłości działalności przedsiębiorstwa.

Wskaźnik płynności „szybki"

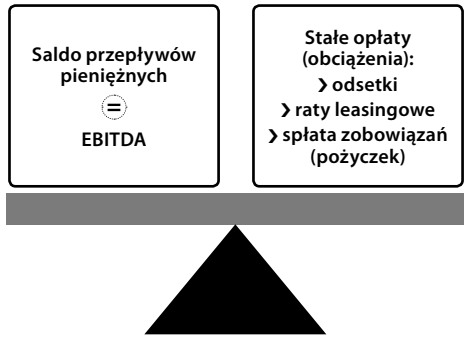


Wskaźnik pokrycia (wskaźnik finansowy) • **Coverage Ratio (Financial Ratio)** • Rodzaj wskaźnika finansowego, który skupia się na relacjach rocznych przepływów. Kilka powszechnych wskaźników oraz ich (co prawda przybliżone) wskaźniki wzorcowe – patrz tabela na s. 146. Wskaźniki pokrycia najbardziej się przydają przy analizie relacji między dwoma przypadkowo skorelowanymi elementami, gdy jeden zależy od drugiego. Na przykład skoro odsetki są spłacane z ciągłej rentowności, te dwa przepływy powinny być porównane, aby zrozumieć, w jakim stopniu zdolność do spłacania odsetek będzie zapewniona w przypadku ewentualnych zmian w zyskach.

Wskaźnik pokrycia		
Wskaźnik	**Formuła**	**Wskaźnik wzorcowy**
Pokrycie odsetek	$\frac{\text{Zysk netto + } \textit{koszty odsetek + skapitalizowane odsetki}}{\text{Koszty odsetek + skapitalizowane odsetki}}$	3:1
Pokrycie obsługi długu	$\frac{\text{Nadwyżka środków pieniężnych}}{\text{Przypadające spłaty kapitału}}$	1,5:1
Pokrycie bankowe	$\frac{\textit{Należności z tytułu dostaw i usług}}{\text{Zaległe zadłużenie na liniach kredytowych}}$	2:1

Wskaźnik pokrycia stałych obciążeń • **Fixed Charge Coverage Ratio** • Zależność pomiędzy saldem przepływów pieniężnych a obligatoryjnymi zobowiązaniami spółki, takimi jak odsetki, spłata rat kapitałowych kredytu czy raty leasingowe. Jeżeli saldo przepływów pieniężnych nie jest wystarczające dla pokrycia wymienionych wydatków, firmie może grozić utrata płynności.

Wskaźnik pokrycia stałych obciążeń



Wskaźnik prawdopodobieństwa (w budżetowaniu) • **Certainty Equivalents (& Capital Budgeting)** • Metodologia stosowana w *budżetowaniu kapitałowym* związana z ryzykiem prognozowania, według której przyszłe, niepewne przepływy gotówki są przeliczane na ich równowartość za pomocą wskaźnika zgodnego z potrzebą analityka lub funkcją preferencji (w języku ekonomistów). Przepływy gotówkowe, które zostały oczyszczone z ryzyka, są następnie dyskontowane dla uzyskania wartości bieżącej netto według stopy dyskonta pozbawionej czynnika ryzyka:

Wskaźniki prawdopodobieństwa					
Rok	**Prognoza**	**Wskaźnik prawdopodobieństwa**	**Ekwiwalent**	**Współczynnik dyskonta dla stopy 5%**	**Wartość bieżąca**
1	100 000 USD	0,95	95 000	0,9524	90 480 USD
2	150 000 USD	0,80	120 000	0,9070	108 840 USD
3	200 000 USD	0,70	140 000	0,8638	120 930 USD
4	250 000 USD	0,60	150 000	0,8227	123 410 USD

Wskaźniki prawdopodobieństwa są oparte na subiektywnym szacunku tego, w którym momencie użytkownikowi będzie obojętne, czy wybierze mniejszą pewną wartość, czy wartość niepewną. Podczas gdy wskaźniki te są subiektywne i zgodne z osądem ludzkim, to użyteczne mogą być ustrukturyzowane zasady, które są stosowane w celu zapanowania nad niepewnością. Alternatywą dla wskaźników prawdopodobieństwa jest dyskontowanie przypływów według wskaźnika dyskonta skorygowanego o ryzyko.

Wskaźnik przejadania gotówki (dosłownie: spalanie gotówki; żargon) • **Cash Burn** (vernacular) • Tempo, w jakim maleją zasoby gotówki w przedsiębiorstwie w określonym czasie z powodu potrzeb operacyjnych (płatności z tytułu faktur) lub *nakładów inwestycyjnych* (gdy wydatki są większe niż przychody). Często wskaźnik ten jest szacowany na rozpoczęcie działalności, zanim firma osiągnie próg opłacalności. Przejadanie (w krajach anglojęzycznych „spalanie") gotówki może trwać tylko tak długo, jak długo w firmie jest dopływ gotówki, która „podtrzymuje ogień". Często przejadania gotówki należy spodziewać się w nowo uruchamianych przedsiębiorstwach.

Przetrwanie dla najsprawniejszych

Ogólnie rzecz biorąc, firma, która rozważa restrukturyzację, powinna mieć wystarczający poziom płynności, aby przetrwać 12 miesięcy **przejadania gotówki**. Firma nigdy nie powinna zakładać szybkiego dochodzenia do zysku.

Menedżer GE Capital cytowany w *A Possible Alternative to Chapter 11,* „GE Lending Views"



Wskaźnik przepływów gotówkowych na akcję • **Cash Flow Per Share** • **CFPS** • Miara wyniku finansowego firmy oparta na przepływach pieniężnych z działalności operacyjnej podawana akcjonariuszom w przeliczeniu na akcję:

Wskaźnik przepływów gotówkowych na akcję	
CFPS =	$\frac{\text{Przepływy pieniężne z dz. operacyjnej minus dywidenda z akcji uprzywilejowanych}}{\text{Liczba akcji zwykłych}}$

CFPS odzwierciedla sceptycyzm co do dokładności wyników w sprawozdaniach, szczególnie z powodu zniekształceń rzeczywistości finansowej przez manipulacje księgowe. Miara generowania twardej gotówki jest uznawana za bardziej wiarygodną. CFPS nie jest panaceum (czyli rozwiązaniem każdego problemu). Prawdopodobnie najlepiej stosować go razem z innymi wskaźnikami, takimi jak *zysk na akcję*.

Wskaźnik przepływu środków pieniężnych do zysku • **Cash Flow Earnings Index** • Miara *jakości zysków*, która wskazuje, jak duży przepływ środków pieniężnych jest generowany przez wykazywany zysk księgowy:

Wskaźnik CFE =	$\frac{\text{Środki pieniężne z działalności}}{\textit{Księgowy zysk netto}}$	× 100%

W oparciu o *pośrednią metodę* wyliczania przepływu środków pieniężnych z działalności niegotówkowe obciążenia zysku (np. amortyzacja, podatek odroczony itp.) zwykle oznaczają, że przepływ środków pieniężnych jest większy niż zysk księgowy. Wtedy korekty kapitału obrotowego przekształcą przepływ funduszy w przepływ środków pieniężnych. Jeśli kapitał obrotowy rośnie gwałtownie, taka inwestycja może ograniczyć płynność i zmniejszyć przepływ środków pieniężnych z działalności. Zdrowe firmy będą miały stały wskaźnik przepływu środków pieniężnych do zysku. Obniżający się wskaźnik lub mniejszy niż 100% uzasadniałby zbadanie firmy przez analityka finansowego.

Wskaźnik q Tobina • **Tobin's q** • Wskaźnik, który mierzy bodźce dla firmy do inwestowania i/lub zostania przejętą. Gdy q jest większe niż 1 (tj. środki trwałe są warte więcej niż koszt ich odtworzenia), firmy będą skłonne inwestować albo dlatego, że ich aktywa są dobrze zarządzane, korzystają z przewagi konkurencyjnej, albo mają możliwości wzrostu w przyszłości. Gdy q jest mniejsze niż 1, firmy będą miały tendencję do ograniczania inwestycji bądź pozyskiwania aktywów w drodze fuzji. Takie firmy mogą również same być podatne na przejęcie, jeśli nowy zarząd będzie potrafił lepiej zagospodarować niedostatecznie wykorzystane aktywa.

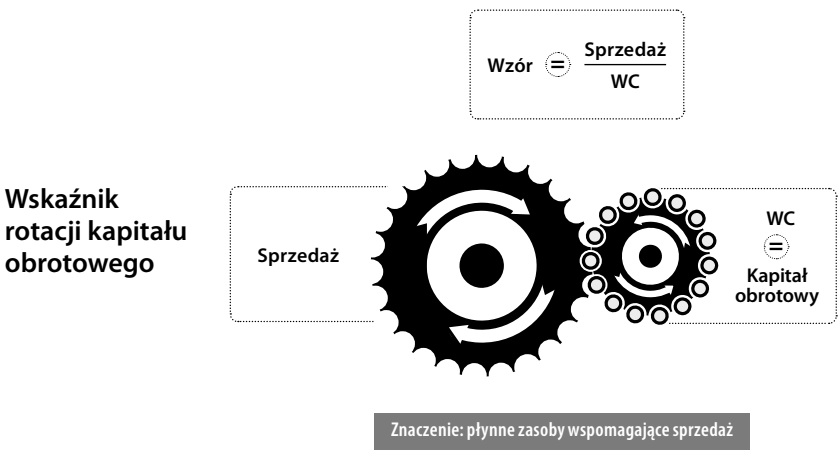
Wskaźnik q Tobina	
Wzór =	$\frac{\text{Cena rynkowa aktywów *}}{\text{Szacowany koszt odtworzenia}}$
* Mierzona wartością giełdową kapitału plus wartość księgowa długu i zobowiązań	

Trudnością w rachunku jest oszacowanie kosztów odtworzenia. Jeśli inflacja jest umiarkowana, ta informacja zwykle nie jest podawana (chociaż koszt historyczny skorygowany o inflację może być przybliżeniem). Jest również możliwe, że aktywa są warte więcej niż ich wartość zakupu, ale brakuje możliwości ich dalszej zyskownej eksploatacji. Wskaźnik został opracowany przez amerykańskiego ekonomistę Jamesa Tobina (źródło: *A General Equilibrium Approach to Monetary Theory*, „Journal of Money, Credit and Banking", 1/15–29 lutego 1969) i był przedmiotem wystarczająco wielu niezależnych badań, by potwierdzić jego prognostyczną skuteczność. Patrz również *wskaźnik wartości rynkowej do księgowej* i *wskaźniki giełdowe*.

Wskaźnik reinwestowania • Plough Back Ratio • Miara zysków, które zostały wykorzystane do *reinwestycji* w ramach spółki. Jest to odmiana *wskaźnika wypłaty dywidend*. Wskaźnik reinwestowania odzwierciedla możliwości inwestycji wewnętrznych, szczególnie te wynikające ze wzrostu przedsiębiorstwa. Przykładowo, firma z dużym wskaźnikiem wzrostu sprzedaży będzie musiała zainwestować w *kapitał obrotowy* oraz (zależnie od wykorzystania potencjału) w środki trwałe, które pozwolą na zwiększenie wydajności produkcji.

Wskaźnik reinwestowania	
Wzór =	$\frac{\text{Zyski zatrzymane *}}{\text{Dochód netto}}$
* Roczny przepływ a kwota skumulowana	

Wskaźnik rotacji kapitału obrotowego • Working Capital Turnover Ratio • Stosunek rocznych dochodów ze sprzedaży do zasobów kapitału obrotowego (liczony albo na koniec roku, albo średnio w ciągu roku). Ponieważ konieczność inwestowania w kapitał obrotowy wynika z działalności produkcyjnej i sprzedaży, bezpośredni związek przyczynowy znajdzie swoje odbicie w zmianie wielkości sprzedaży. Wskaźnik rotacji kapitału obrotowego można śledzić wraz z upływem czasu („analiza trendu") lub w porównaniu do podobnych firm. Jest szczególnie użyteczny do stwierdzenia handlu na większą skalę niż pozwala na to własny kapitał obrotowy. Jeśli sprzedaż rośnie szybciej, niż tworzony jest nowy kapitał obrotowy, wskaźnik rotacji wzrośnie. Dla firmy produkcyjnej zdrowy wskaźnik rotacji kapitału obrotowego może zawierać się między, powiedzmy, 8:1 a 12:1.



Wskaźnik Sharpe'a • Sharpe Ratio • Ogólny wskaźnik pozwalający ocenić, czy korzyści z inwestycji warte są ryzyka. Jest to stosunek nadwyżki zysku ze zdywersyfikowanego portfela ponad stopę zwrotu wolną od ryzyka do odchylenia standardowego zwrotów z portfela. Wskaźnik opracowany został przez Billa Sharpe'a, laureata Nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii i współtwórcę *modelu wyceny aktywów kapitałowych (CAPM)*. Im wyższy wskaźnik, tym wyższy zwrot na jednostkę ryzyka.

$$\text{Wskaźnik Sharpe'a} = \frac{\text{Rentownośc portfela} - \text{Stopa zwrotu wolna od ryzyka}}{\text{Standardowe odchylenie stóp zwrotu z portfela}}$$

Wybrane wskaźniki Sharpe'a dla różnych klas papierów wartościowych wskazują, że akcje zwykłe (dla w pełni zdywersyfikowanego portfela) przynoszą najwyższe zwroty (0,453) przy założonym ryzyku:

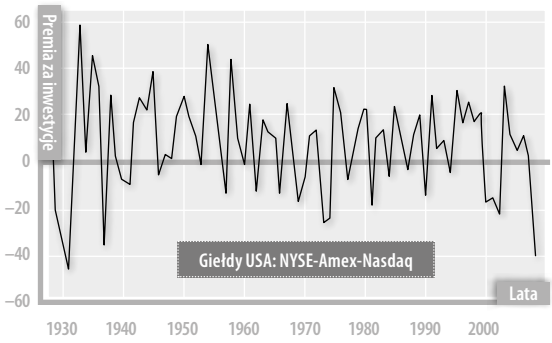
Średnie wskaźniki Sharpe'a dla pojedynczych okresów

Inwestycja	Średnie roczne w latach 1926–1998		
	Premia	Odchylenie standardowe	Wskaźnik Sharpe'a
Długoterminowe obligacje skarbowe	1,8%	9,2%	0,195
Papiery dłużne przedsiębiorstw	2,3%	8,7%	0,264
Akcje zwykłe (S&P 500)	9,2%	20,3%	0,453
Akcje zwykłe małych firm	13,9%	33,9%	0,410

Źródło: Ibbotson Associates, R. Brealey, S. Myers *Principles of Corporate Finance*, s. 156 i 164

Wskaźnik Sharpe'a: premia za inwestycje w instrumenty kapitałowe

Roczne premie za inwestycje w instrumenty kapitałowe (średnia stopa zwrotu walorów rynkowych minus zwrot z bonów skarbowych) 1927–2008

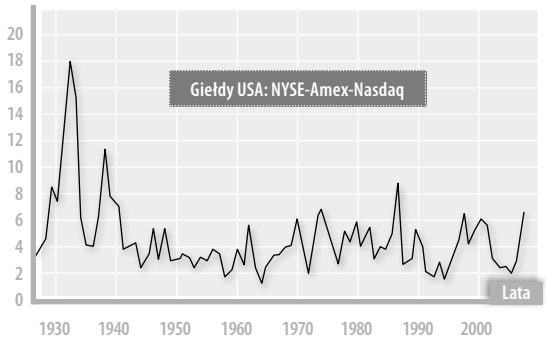


Źródło: www.dimensional.com/famafrench/2009/05/how-unusual-was-the-stock-market-of-2008.html

Ze względu na proces uśredniania w kolejnych okresach skumulowane ryzyko zostaje zredukowane poprzez inwestycję na czas przekraczający pojedynczy okres. „Okres utrzymywania" wskaźnika Sharpe'a dłużej niż rok można obliczyć, używając square root okresu utrzymywania (np. jeśli okres utrzymywania wynosi 16 lat – to używamy 4) w denominator.

Wskaźnik Sharpe'a: zmienność rynkowa

Odchylenia standardowe miesięcznych średnich stóp zwrotu walorów rynkowych rok po roku



Źródło: www.dimensional.com/famafrench/2009/05/how-unusual-was-the-stock-market-of-2008.html

Wskaźnik spłaty należności (w dniach) • Day's Sales Outstanding • DSO • *Wskaźnik finansowy* w przybliżeniu podający średni wiek *należności*:

DSO =	$\frac{\text{Należności}}{\text{Roczna sprzedaż}/365}$

Wskaźnik spłaty należności w dniach

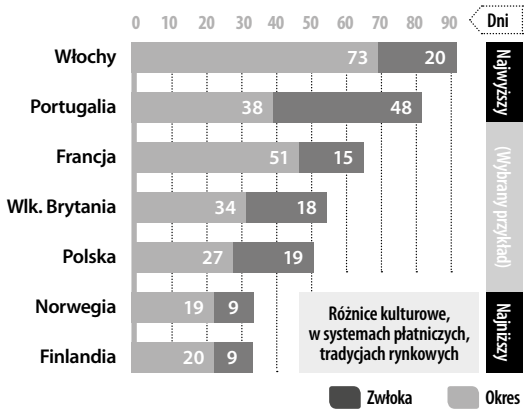
Średnioważony wiek należności			
Rozkład	**Dni**	**Średnio**	**Średnia ważona**
0,45	0–30	15	6,75
0,30	30–60	45	13,5
0,10	60–90	75	7,5
0,10	90–120	105	10,5
0,05	120–150	135	6,75
1,00	Średni wiek		45

Wzór $= \frac{\text{Średnie należności}}{\text{Sprzedaż}/365}$

Znaczenie: określenie średniego wieku

DSO jest odwrotnością wskaźnika obrotów dla należności. Jest zrozumiały intuicyjnie i może się odnosić do warunków spłaty. DSO jest wspólnym miernikiem skuteczności i ryzyka przy ściąganiu należności.

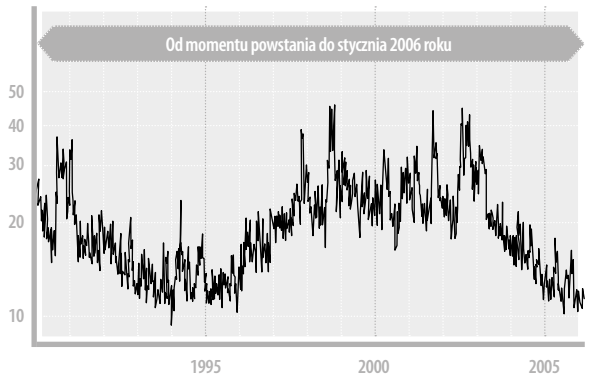
Wskaźnik spłaty należności w dniach: UE
2003



Źródło: Intrum Justitas (www.intrum.pl)

Wskaźnik VIX • **Indeks strachu** (potocznie) • **VIX Index** • **Fear Index** •
Wskaźnik przyszłej *zmienności* cen rynkowych, używany jako alternatywa wskaźnika *ryzyka systemowego*. VIX jest skrótem, tzw. ticker, dla Chicago Board Options Exchange Volatility Index (indeks zmienności chicagowskiej giełdy opcji). Indeks ten jest powszechną miarą zmienności cen opcji Indeksu S&P 500 według modeli wyceny opcji. Wskaźnik VIX odzwierciedla oczekiwania (stąd bierze się nazwa „indeks strachu") i w ten sposób stanowi miarę podatności na wahania na rynku na kolejne 30 dni.

Wskaźnik VIX



Źródło: finance.yahoo.com

Wskaźnik wartości rynkowej do księgowej • Market-to-Book (Value) Ratio • Porównanie giełdowej wyceny spółki oraz jej wartości (opartej na *wartości księgowej netto*) wynikającej ze sprawozdań finansowych dotyczących *kosztów historycznych*. Ogólnie rzecz ujmując, wskaźnik powyżej 1,0 oznacza nadwyżkę wartości rynkowej nad księgową i sugeruje, że wartość potencjału przyszłej rentowności jest większa niż koszty inwestycji. Może się to wiązać z *ekonomiczną wartością firmy* lub wartościowymi aktywami, które zostały wyksięgowane lub nigdy nie znalazły się w rachunkach kosztów historycznych. Wskaźnik poniżej 1,0 oznacza, że wartość rynkowa sytuuje się poniżej wartości księgowej, co implikuje niewłaściwe zarządzanie aktywami lub możliwość rozpadu spółki. Sprawozdanie finansowe to nie zadanie domowe z wyceny, więc nie należy się w tym wypadku spodziewać zbyt bliskiego parytetu, szczególnie jeśli firma działa już od dawna. Niemniej jednak wskaźnik wartości rynkowej do księgowej, który za bardzo odbiega od 1,0, oznacza, że albo księgowi, albo inwestorzy stracili kontakt z *finansową rzeczywistością*.

Wskaźnik wartości rynkowej do księgowej	
Wzór =	$\frac{\text{Kurs akcji}}{\text{Wartość księgowa/akcja}}$

Zbyt często spotykany rozziew między wartością rynkową spółki a jej wartością księgową ujawnia, w jakim stopniu księgowość oparta na kosztach historycznych stała się krzywym zwierciadłem. Jeśli wierzyć *hipotezie efektywnego rynku*, giełda „ma rację", a księgowi prawdopodobnie „się mylą". Taki stan rzeczy zrodził propozycje reform, zgodnie z którymi standardy rachunkowości miałyby się opierać na *realnej wartości rynkowej*. Patrz także *wskaźniki giełdowe* i *wskaźnik q Tobina*.

Wskaźnik wypłaty dywidendy • Dividend Payout Ratio • *Wskaźnik finansowy* porównujący roczne *dywidendy* wypłacone zwykłym akcjonariuszom z rocznego *zysku* przedsiębiorstwa dostępnego dla zwykłych akcjonariuszy:

Ile dla akcjonariuszy?		
Wskaźnik	**Formuła**	
Wskaźnik wypłaty dywidendy =	$\frac{\text{Wypłacone dywidendy}}{\text{Wypracowany zysk *}}$	× 100%
* Dla zwykłych akcjonariuszy i po wypłacie dywidendy od akcji uprzywilejowanych		

Wypłata dywidendy jest ważną decyzją w *zarządzaniu finansami* przedsiębiorstwa. Ponieważ stopa *dywidendy* stanowi istotne źródło informacji na temat *wartości dla akcjonariuszy*, wysoki wskaźnik wypłaty przyciąga wielu inwestorów.

Z drugiej strony zysk z lat ubiegłych jest bardzo ważnym źródłem reinwestycji (patrz *kolejność dziobania*), niezbędnym dla zachowania zrównoważonego wzrostu, dlatego też wypłata dywidendy nie powinna zagrozić płynności przedsiębiorstwa ani podważyć jego zdolności do wykorzystywania działalności, by generować zyski. Konieczne jest więc zachowanie równowagi między tymi potrzebami (patrz *polityka dywidend*). W przypadku dojrzałych firm wskaźnik wypłaty dywidendy rzędu od 30% do 40% jest powszechny na wielu rynkach. Patrz również *wskaźnik reinwestowania.*

Wskaźnik zadłużenia do kapitału własnego • Debt-to-Equity Ratio •

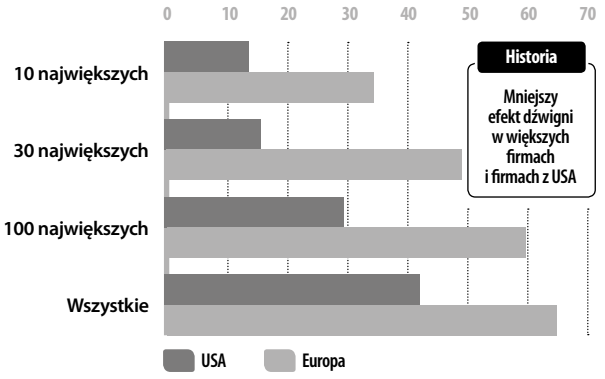
Popularny wskaźnik badania *wypłacalności* i miernik *dźwigni finansowej*:

Dźwignia zastosowana?		
Wskaźnik zadłużenia do kapitału własnego	=	Zadłużenie ogółem / *Kapitał własny* ogółem (lub skorygowany kapitał własny)

Mogą istnieć warianty. Jako zadłużenie można przyjąć ogólny poziom zadłużenia lub wyłącznie zadłużenie długoterminowe. Kapitał może być liczony według wartości księgowej lub po cenie rynkowej. Jak w przypadku większości *wskaźników finansowych* wybór zależy od potrzeb analityka. Jedyną trudnością przy ustalaniu tego prostego wskaźnika są pewne pozycje bilansowe należące do „kategorii niedookreślonej", takie jak zobowiązania podporządkowane, podatek odroczony oraz akcje preferencyjne, które łączą cechy zadłużenia i kapitału własnego. Ogólna reguła przy ocenie „na oko" sugeruje, że wartość wskaźnika przekraczająca 1:1 zaczyna przypominać agresywną dźwignię. Patrz również *wskaźniki pokrycia (obsługi) długu.*

Stosunek zadłużenia do kapitału własnego

Pozafinansowe zadłużenie firmy w % kapitału własnego; ranking według kapitalizacji rynku w 2008



Źródło: Bloomberg & Co, „The Economist", 2 maja 2009, s. 57

Stosunek zadłużenia do kapitału własnego
Amerykańskie firmy niebędące bankami; w bilionach USD

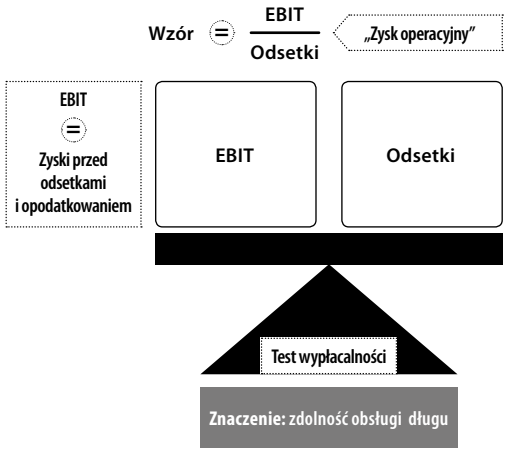


Źródło: Smithers & Co, „The Economist", 2 maja 2009, s. 58

Wskaźnik zdolności do spłaty odsetek • Times Interest Earned Ratio •

Wskaźnik finansowy, który przyrównuje zyski operacyjne, a dokładniej zyski przed odsetkami i opodatkowaniem, do kosztów odsetkowych (to nie jest całkowicie to samo; EBIT może obejmować niektóre pozycje nieoperacyjne) w celu zmierzenia zdolności firmy do obsługi długu. Przybliżony *poziom* wskazuje, że 3:1 jest zadowalającym progiem minimalnym. Wskaźnik nie uwzględnia spłat umownych rat kapitałowych, których brak jest złamaniem umowy tak samo jak niezapłacenie odsetek, nie jest to więc niezawodna miara wypłacalności. Ponieważ jednak spłacanie odsetek na bieżąco jest koniecznym, choć niewystarczającym warunkiem utrzymania wypłacalności, wskaźnik ten jest pożyteczny. Jest on często liczony razem ze wskaźnikiem zadłużenia do kapitału własnego, bilansowym testem wypłacalności.

Wskaźnik zdolności do spłaty odsetek
Również: „wskaźnik pokrycia odsetek"



Wskaźniki dla analityków • **Guidance** • Spotykana na *rynku giełdowym* praktyka polegająca na ujawnianiu przez przedsiębiorstwa wybranych informacji *analitykom*. Głównym celem takiego postępowania jest ułatwienie analitykom oszacowania przewidywanych wyników przedsiębiorstwa i adekwatnego doradztwa odnośnie do obrotu jego akcjami. Aby uniknąć posądzeń o przekazywanie informacji poufnych, informacje ujawniane przez przedsiębiorstwo są niesprecyzowane i niepoparte dowodami. Z opinii analityków wyłania się następnie konsensus względem przewidywanego zysku przedsiębiorstwa, który z kolei kształtuje cenę akcji. Podawanie orientacyjnych informacji analitykom giełdowym stanowi formę *relacji inwestorskich*. Przedsiębiorstwa stosują tę metodę, aby nie łamiąc uregulowań dotyczących obrotu papierami wartościowymi, jednocześnie umożliwić rynkowi lepsze zrozumienie swoich wyników.

Wskaźniki działalności • **Activity Ratios** • Grupa *wskaźników finansowych* opisujących relacje pomiędzy pozycjami *bilansu* a odpowiednimi działaniami wymienionymi w *rachunku zysków i strat*. Ogólnie im wyższy obrót lub im krótsze „wiekowanie" należności w czasie, tym bardziej produktywnie wykorzystywane są środki (lub, w przypadku pasywów, tym mniejszego potrzeba kredytu). Wskaźniki działalności są szczególnie przydatne przy ocenie kapitału obrotowego, który powinien być na bieżąco uzupełniany, tak aby nie zakłócić cyklu gotówkowego.

Czy liczby są aktualne?		
Wskaźnik	**Wzór**	**Wskaźnik relacyjny ***
Obrót należnościami	$\frac{\text{Sprzedaż}}{\text{Przeciętne należności}}$	Miesięczna sprzedaż do przeciętnych należności lub rozłożenie należności w czasie
Obrót zapasami	$\frac{\text{Koszt własny sprzedaży}}{\text{Przeciętne zapasy}}$	Miesięczny koszt własny sprzedaży do zapasów lub rozłożenie zapasów w czasie, tzw. wiekowanie
Obrót zobowiązaniami	$\frac{\text{Zakupy}}{\text{Przeciętne zobowiązania}}$	Miesięczne zakupy do zobowiązań lub rozłożenie zobowiązań w czasie, tzw. wiekowanie
Obrót pasywami	$\frac{\text{Koszty sprzedaży + Koszty ogólne + Podatki}}{\text{Zobowiązania + Odsetki}}$	Miesięczne pasywa w wydatkach lub „wiekowanie pasywów"
Obrót majątkiem trwałym	$\frac{\text{Sprzedaż}}{\text{Przeciętny majątek trwały}}$	Zazwyczaj niewykorzystywane
Obrót aktywami ogółem	$\frac{\text{Sprzedaż}}{\text{Przeciętne aktywa ogółem}}$	Zazwyczaj niewykorzystywane
* Wyliczony jako odwrotność wskaźnika obrotu × 12; dla kapitału obrotowego często używany jako wygodny zamiennik analizy czasowej		

Patrz również *równanie Du Ponta*.

Wskaźniki finansowe (przedsiębiorstw) • Financial Ratios (Enterprises) • Obliczenia arytmetyczne, które w prosty i logiczny sposób przedstawiają zależności finansowe. Do najbardziej typowych kategorii wskaźników finansowych należą:

Wskaźniki finansowe		
Kategoria wskaźnika	**Zakres pomiaru**	**Przykładowy wskaźnik**
Działalność	Wydajność lub struktura czasowa	Szybkość obrotu należności
Płynność	Stopień płynności	Wskaźnik płynności I
Wypłacalność	Obciążenie zadłużeniem	Stosunek zadłużenia do kapitału własnego
Rentowność	Zdolność do osiągania zysków	Rentowność kapitału własnego
Pokrycie	Margines bezpieczeństwa	Wskaźnik pokrycia zadłużenia zabezpieczeniem

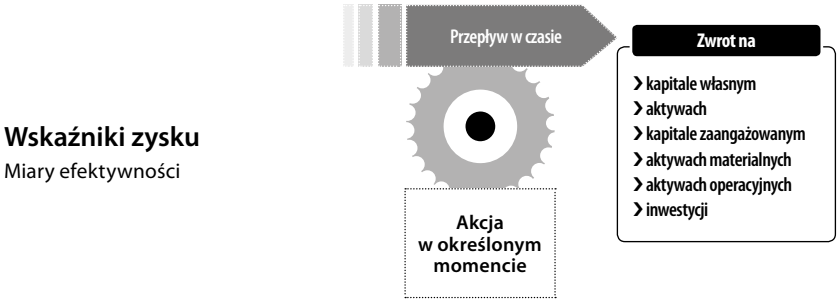
Wskaźniki są narzędziem *analizy finansowej*, a nie jej końcowym efektem. Ich kalkulację można dostosować do indywidualnych potrzeb analityka. Wymagają interpretacji i muszą być umieszczone w odpowiednim kontekście, służąc analizie porównawczej bądź analizie trendu. W analizie porównawczej niezbędny jest poziom odniesienia, z którym można porównać wartość danego wskaźnika. Przykładowo, fakt że *wskaźnik płynności I* dla danego przedsiębiorstwa wynosi 1,3, ma dla nas dużo większe znaczenie, jeżeli wiemy, że przeciętna wartość tego wskaźnika w danej branży wynosi 1,8. Innym sposobem wykorzystania wskaźników finansowych jest badanie trendów w określonym czasie, pozwalające zorientować się, w jakim kierunku zmierza przedsiębiorstwo. Kluczową sprawą, o której należy pamiętać, jest to, że wskaźniki są tak miarodajne, jak miarodajne są dane, które posłużyły do ich obliczenia. Jeżeli np. w grę wchodzi efekt sezonowości, przy interpretacji wskaźników należy zachować odpowiednią ostrożność. Jeśli zaś wartość *aktywów* jest zawyżona, wpłynie to na zniekształcenie poziomu wskaźników obliczonych na jej podstawie. Podsumowując, wskaźniki są wygodną metodą doraźną, lecz nie dają wglądu w sprawę. Jak mówił Donaldson, są one „skrótem do skrótu".

Przyczyna a skutek

Wskaźniki są bardzo cenne jako mierniki wydajności; są jednak tylko miernikami, a nie wydajnością samą w sobie […] Zarządzanie nadal opiera się na umiejętności dokonywania oceny, wiedzy na temat produktów i procesów, a także umiejętności postępowania z ludźmi. Wskaźniki mogą pokazać, jak dobrze wywiązujemy się z tych zadań i jak wywiązują się z nich inni. Ale nie powiedzą nam, w jaki sposób możemy z zadań tych się wywiązać.

Lord Arnold Weinstock, dyrektor generalny General Electric Corporation, cytowany w „Sunday Times", luty 1993, s. 3

Wskaźniki finansowe dotyczące stopy zysku • Yield-type Financial Ratios • Podzbiór *wskaźników finansowych*, które porównują przepływy w czasie do średniej ceny akcji, która tworzy ten przepływ. Przykładowo, zysk netto może być porównany do średniej wartości kapitału (oraz pomnożony przez 100%), aby obliczyć stopę zwrotu z kapitału własnego. Pożyteczność takich wskaźników jest oparta na istnieniu bezpośredniego związku między przepływem a czynnikiem, który go stwarza.



Wskaźniki giełdowe • Stock Market Ratios • Różnorodne wskaźniki wykorzystywane przez analityków giełdowych do porównywania wartości *akcji*. Podobnie jak większość *wskaźników finansowych* wskaźniki giełdowe wykorzystywane są ze względu na wygodę w użyciu i szerokie zastosowanie. Często ich wartości podawane są do wiadomości publicznej.

Sposoby pomiaru wartości akcji		
Wskaźnik	**Wzór**	**Wskazania**
Wskaźnik cena/zysk	Cena rynkowa / Zysk na jedną akcję	• Porównuje akcje różnych przedsiębiorstw • Jest odzwierciedleniem spodziewanych zysków i postrzeganego ryzyka
Zysk na jedną akcję	Dostępny zysk * / Akcje w obrocie **	• Porównuje te same akcje w różnych okresach • Jest formalną kalkulacją określoną w *standardach rachunkowości*
Stopa zysku	Zysk na jedną akcję (ubruttowiony) x 100% / *Cena rynkowa jednej akcji*	• Zysk na jedną akcję w porównaniu do wartości rynkowej akcji • Ubruttowienie uwzględnia korektę o ulgi podatkowe
Stosunek wartości rynkowej do księgowej	Cena akcji na giełdzie / *Wartość księgowa na akcję*	• Duża nadwyżka = optymistyczne oczekiwania • Duże dyskonto = pesymistyczne oczekiwania
Stopa dywidendy	Dywidenda brutto na jedną akcję x 100% / *Cena rynkowa jednej akcji*	• Porównuje dywidendy do wypłat odsetek • „Brutto" odzwierciedla ewentualne ulgi podatkowe
Wskaźnik pokrycia dywidendy	Dostępny zysk * / Deklarowane dywidendy do wypłaty z tego zysku ***	• Zdolność do wypłaty dywidend • Odwrotność *wskaźnika wypłaty dywidendy*

* Zysk po potrąceniu opodatkowania i dywidend od akcji uprzywilejowanych; ale przed potrąceniem dywidendy od akcji zwykłych skorygowany o efekt rozcieńczenia
** Akcje pozostające do emisji lub liczba wyemitowanych akcji zwykłych
*** Dywidendy zadeklarowane lub zwykłe dywidendy płatne z zysku za dany rok finansowy

Wskaźniki gotówkowe wyników i ryzyka • Cash Based Measures of Performance and Risk • *Wskaźniki finansowe*, które są niezależne od jakichkolwiek standardów rachunkowości lub oszacowań księgowych. Zamiast zysku finansowego w tym wypadku źródłem danych jest przepływ gotówki, który – jak się uważa – jest miarą mniej zniekształconą. *Analitycy* często posługują się takimi wskaźnikami – pochodzą one z informacji dodatkowych publikowanych przez większe międzynarodowe korporacje w celach porównań pomiędzy krajami.

Krew – siła napędowa

Kiedy miał 7 lat, codziennie rano przed szkołą przychodził do sklepu [rodzinnego], aby pomóc w jego otwarciu, i po szkole spędzał tam każde popołudnie, aż do zamknięcia. Na koniec dnia liczył rupie w kasie, budując w sobie trwający później całe życie szacunek dla „krwi" biznesu. („W każdej firmie, do której trafiam, zaczynam od sprawdzenia **gotówki**. Jaki jest stan twojej gotówki? Gdzie są przepływy gotówki? Nie ma dopływu krwi, zaraz będziesz miał problem").

Guru konsultingu zarządczego Ram Charan,
cytat z „Fortune" (wydanie europejskie), 30 kwietnia 2007, s. 108

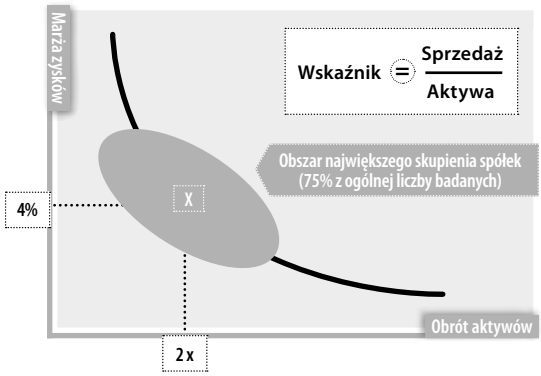
Wskaźniki kapitałowe • Equity Ratios • Różne miary poziomu *kapitału własnego,* a co za tym idzie – również *dźwigni*. Wskaźniki kapitałowe mierzą ryzyko związane z *wypłacalnością* i kontynuacją działalności. Najpowszechniejszy z nich to stosunek zadłużenia do kapitału własnego, ale istnieje również kilka innych miar:

Wskaźniki kapitałowe		
Wskaźnik		**Wzór**
Stosunek zadłużenia do kapitału własnego	=	$\frac{\text{Zadłużenie *}}{\text{Kapitał własny}}$
Równanie Du Ponta	=	$\frac{\text{Aktywa}}{\text{Kapitał własny}}$
„Finansowanie kapitałem własnym"	=	$\frac{\textbf{\textit{Kapitał własny}}}{\text{Aktywa}}$
* Może obejmować tylko zadłużenie długoterminowe lub również krótkoterminowe		

Wskaźniki obrotu (aktywa/zobowiązania) • Turnover Ratios (Assets/Liabilities) • *Wskaźniki finansowe*, które porównują stany wykazywane w bilansie, czyli kwoty w pewnym **punkcie** w czasie, z obrotami wykazanymi w *rachunku zysków i strat*, czyli wielkością kwot za pewien **okres**. Otrzymany w ten sposób wskaźnik jest miarą wydajności (*aktywów trwałych*) lub płynności (aktywów obrotowych/zobowiązań krótkoterminowych). To, czy poziom wskaźnika jest odpowiedni, ocenić można przez uwzględnienie zewnętrznych sił rynkowych. Dla przykładu, szybkość obrotu należności powinna odpowiadać oferowanym warunkom sprzedaży, jeżeli klienci są w dobrej kondycji

i ściąganie należności jest właściwie zorganizowane. Szybkość obrotu można również powiązać z czynnikami wewnętrznymi, takimi jak marża zysku, tzn. łatwo zbywalne towary konsumpcyjne będą miały niskie ceny i niską marżę, ale dużą szybkość obrotu. Dla porównania, towary luksusowe mogą mieć małą szybkość obrotu, co jednak kompensować będzie wysoka marża. Z uwagi na pewne konieczności techniczne i presję ze strony konkurencji wskaźniki szybkości obrotu aktywów mają często tendencję do pozostawania na zbliżonym poziomie w ramach poszczególnych branż.

Wskaźnik obrotu łącznych aktywów



Źródło: USA – dane z 22 branż za lata 1977–1988

Wskaźniki płynności • **Liquidity Ratios** • Kategoria *wskaźników finansowych* skupiających się na zdolności uzyskania przez przedsiębiorstwo dostępu do *środków pieniężnych* lub zamiany *środków obrotowych* na środki pieniężne. Najpowszechniejsze wskaźniki płynności – patrz tabela na s. 163. Analizując wskaźniki, zazwyczaj porównuje się je do okresów ubiegłych (analiza trendów) lub do określonych *benchmarków*, takich jak np. średnia dla danej branży lub dla przedsiębiorstw o podobnych uwarunkowaniach. Przy ich interpretacji szczególną uwagę należy zwrócić na następujące kwestie:

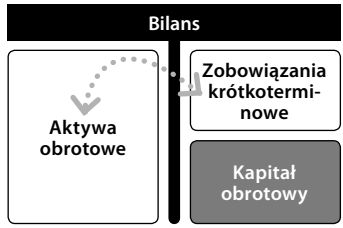
- Przedsiębiorstwa o silnej pozycji, charakteryzujące się dobrą *rentownością* i rozważnym korzystaniem z *dźwigni*, zazwyczaj mają łatwy dostęp do źródeł kredytowania – w związku z czym mają tendencję do utrzymywania płynności na niższym poziomie.
- Płynność sama w sobie nie generuje zysków; stanowi raczej koszt dla przedsiębiorstwa. Z kolei *zarządzanie gotówką* ma na celu optymalizację sald środków pieniężnych i poziomu funduszy zamrożonych w aktywach bieżących.

- Salda środków pieniężnych i kapitału obrotowego mogą podlegać znacznym wahaniom spowodowanym sezonowością branży lub przeprowadzeniem dużych transakcji (takich jak *wydatki inwestycyjne*). W wyniku takich zdarzeń wskaźniki mogą ulec nagłej zmianie.

Wskaźniki płynności	
Wskaźnik	**Wzór**
Wskaźnik płynności bieżącej (wskaźnik płynności pierwszego stopnia)	$\frac{\text{Aktywa bieżące}}{\textit{Zobowiązania bieżące}}$
Wskaźnik płynności drugiego stopnia (szybki)	$\frac{\textit{Środki pieniężne} + \textit{płynne papiery wartościowe} + \text{należności}}{\text{Zobowiązania bieżące}}$
Wskaźnik płynności środków pieniężnych	$\frac{\textit{Środki pieniężne} + \textit{płynne papiery wartościowe}}{\text{Zobowiązania bieżące}}$
Wskaźnik pokrycia zobowiązań bieżących środkami pieniężnymi netto z działalności operacyjnej	$\frac{\text{Środki pieniężne netto z działalności operacyjnej}}{\text{Zobowiązania bieżące}}$
Okres utrzymywania płynności bez dodatkowych źródeł środków pieniężnych	$\frac{\textit{Środki pieniężne} + \textit{papiery wartościowe} + \textit{należności}}{\text{Dzienne rozchody pieniężne}}$
Wskaźnik rotacji kapitału obrotowego	$\frac{\textit{Sprzedaż}}{\textit{Kapitał obrotowy}}$

Wskaźnik płynności

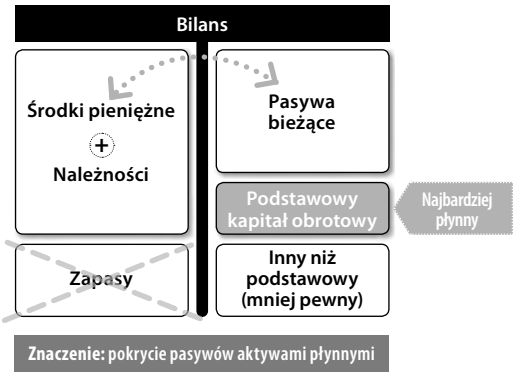
Wzór (=) $\frac{\text{Aktywa obrotowe}}{\text{Zobowiązania krótkoterminowe}}$



Znaczenie: pokrycie zobowiązań aktywami (=) względna siła kapitału obrotowego

Płynność: wskaźnik płynności II

Wzór = (Aktywa bieżące − Zapasy) / Pasywa bieżące



Znaczenie: pokrycie pasywów aktywami płynnymi

Płynność: wskaźnik płynności środków pieniężnych

Wzór = (Środki pieniężne + Płynne papiery wartościowe) / Pasywa bieżące × 100%



Znaczenie: względna płynność kapitału obrotowego

Płynność: okres utrzymywania płynności bez dodatkowych źródeł środków pieniężnych

Wzór = (Środki pieniężne + Papiery wartościowe + Należności) / Dzienne wydatki „obowiązkowe”*

Znaczenie: zdolność przetrwania bez zaciągania żadnych kredytów

(*) Niezbędne do kontynuacji działalności

Wskaźniki pokrycia (obsługi) długu • Debt (Service) Coverage Ratios • DCR • Rodzaj *wskaźników finansowych*, które koncentrują się na zależnościach pomiędzy zyskami lub przepływami pieniężnymi z działalności operacyjnej a zadłużeniem. Pozwalają zmierzyć zdolność dłużnika do obsługi długu. Niektóre spośród popularnych wskaźników i ich przybliżone *poziomy odniesienia* poniżej:

Wskaźniki pokrycia długu		
Wskaźnik	**Wzór**	**Wartość**
Wskaźnik pokrycia odsetek (zysk jako wielokrotność odsetek)	$\frac{\text{Zysk przed odsetkami i opodatkowaniem (EBIT)}}{\text{Odsetki naliczone}}$	3:1
Pokrycie odsetek	$\frac{\text{Zysk netto + odsetki zapłacone + odsetki skapitalizowane}}{\text{Odsetki zapłacone + odsetki skapitalizowane}}$	3:1
Wskaźnik stałych opłat	$\frac{\text{EBITDA + raty leasingowe}}{\text{Odsetki + } \textit{raty leasingowe} \text{ + spłata kapitału}}$	2:1
Pokrycie obsługi długu	$\frac{\text{Wybrany przepływ pieniężny (bez kapitału obrotowego i nakładów inwestycyjnych)}}{\text{Zgodna z planem spłata kapitału (z uwzględnieniem rat leasingowych)}}$	1,5:1

Wskaźniki pokrycia długu, które koncentrują się na odsetkach, lepiej służą ocenie sytuacji dużych korporacyjnych dłużników z dostępem do *rynków kapitałowych*. Tacy dłużnicy mogą dokonać refinansowania długu i dzięki temu w praktyce nigdy nie są zmuszeni do obniżenia poziomu zadłużenia. W ich przypadku ocena zdolności spłaty kosztu kapitału (odsetek) jest najistotniejsza. Dla mniejszych przedsiębiorstw, które muszą spłacać zadłużenie, wskaźniki pokrycia długu powinny uwzględniać spłatę części kapitałowej długu oraz raty. Wskaźniki pokrycia długu są powszechnie stosowane w ocenie kondycji finansowej podmiotów występujących o pożyczkę lub emitujących obligacje.

Wskaźniki rentowności • Profitability Ratios • Kategoria *wskaźników finansowych* skupiających się na zdolności przedsiębiorstwa do generowania zysków. Najpowszechniejsze wskaźniki rentowności – patrz tabela na s. 166. Wskaźniki te mają istotne znaczenie, ponieważ *rentowność* jest jednym z podstawowych mierników wyników przedsiębiorstwa. Jak większość wskaźników najlepiej interpretować je za pomocą analizy trendów w czasie i porównań grup o podobnym statusie. Wskaźniki marży z przychodów ze sprzedaży należy umieścić w kontekście wskaźników obrotu aktywów, ponieważ model działalności typu „niska marża–duży obrót" może być sensowną alternatywą dla działalności

typu „wysoka marża–mały obrót". Dobrze jest zwracać uwagę na zmienność, jak również poziom marż. Wahania marży zysku brutto są dobrą miarą ryzyka konkurencyjnego. Zmiany marży zysku operacyjnego przydają się w pomiarze *ryzyka działalności gospodarczej*. Patrz również *równanie Du Ponta*.

Wskaźnik	Kalkulacja
Marża zysku brutto na sprzedaży	Zysk brutto na sprzedaży lub marża na pokrycie / Przychód ze sprzedaży
Marża *przepływu środków pieniężnych*	*Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej* (lub *EBITDA**) / Przychód ze sprzedaży
Marża operacyjna	*Zysk operacyjny* (lub *EBIT***) / Przychód ze sprzedaży
Marża *zysku netto*	Zysk netto po opodatkowaniu / Przychód ze sprzedaży
Rentowność *aktywów* (stopa zwrotu na aktywach)	Zysk netto + koszt odsetek po opodatkowaniu / Średnie aktywa ogółem
Rentowność *kapitału własnego* (stopa zwrotu na kapitale własnym)	Zysk netto / Średni kapitał własny

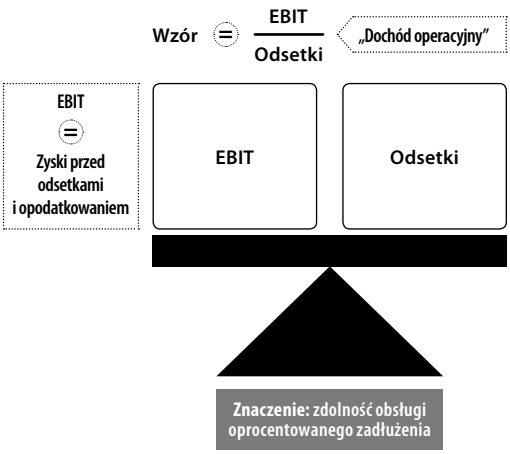
* EBITDA („przepływ środków") często stosowany zamiast przepływu pieniężnego z działalności operacyjnej
** EBIT nie jest jednoznaczny z dochodem operacyjnym, gdyż może obejmować pewne elementy nieoperacyjne (np. zyski metodą praw własności), ale może być stosowany jako wygodny zamiennik

Wskaźniki wypłacalności • **Solvency Ratios** • Kategoria *wskaźników finansowych* skupiających się na tym, jak przedsiębiorstwo korzysta z *zadłużenia* i jaka jest jego zdolność do utrzymania *wypłacalności*. Najpowszechniejsze wskaźniki wypłacalności – patrz tabela na s. 167. Wskaźniki wypłacalności wykorzystywane są w analizie trendów w czasie oraz przy dokonywaniu porównań z poziomami odniesień (takimi jak średnia dla danej branży). Są także ważnym narzędziem *analizy finansowej*, ponieważ od sposobu wykorzystania *dźwigni* przez przedsiębiorstwo w znacznym stopniu zależy kontynuacja jego działalności. Ponadto mają wpływ na wartość rynkową akcji przedsiębiorstwa. Im większa dźwignia, tym większy *koszt kapitału* w wyniku niższej ceny akcji, która rekompensuje większe ryzyko finansowe ponoszone przez akcjonariuszy.

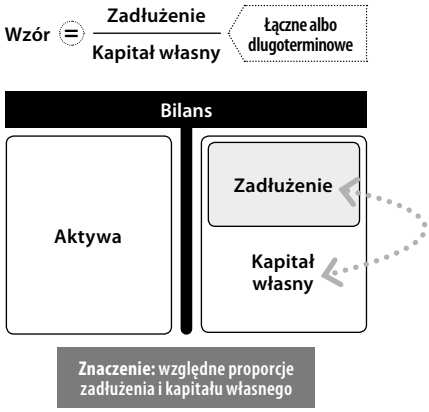
Wskaźniki wypłacalności	
Wskaźnik	**Wzór**
Stosunek zadłużenia do kapitału własnego	Całkowite zadłużenie / *Kapitał własny* łącznie
Stosunek zadłużenia do wartości rynkowej kapitału własnego	Całkowite zadłużenie / *Wartość rynkowa* kapitału własnego
Wskaźnik pokrycia odsetek	EBIT / *Koszty* odsetek
Dźwignia finansowa	Aktywa ogółem / Kapitał własny ogółem
Wskaźnik pokrycia obsługi zadłużenia	Środki pieniężne netto z działalności / Przypadające do spłaty kwoty zadłużenia, w tym koszty wynajmu *
Wskaźnik pokrycia *wydatków inwestycyjnych*	*Środki pieniężne netto z działalności operacyjnej – spłaty zadłużenia ** / Obowiązkowe wydatki inwestycyjne
Stosunek środków pieniężnych netto do zadłużenia	Środki pieniężne netto z działalności operacyjnej / Całkowite zadłużenie
* Roczne spłaty nominalnego zadłużenia terminowego (nieuwzględniające spłat zadłużenia krótkoterminowego)	

Wypłacalność: zdolność spłaty odsetek

Również:
„wskaźnik pokrycia odsetek"



Wypłacalność: stosunek zadłużenia do kapitału własnego



Współczynnik rentowności • **Profitability Index** • Miara atrakcyjności nakładów kapitałowych wyrażona stosunkiem ich *wartości bieżącej netto* do jednostki nakładu kapitału. Im wyższy jest ten współczynnik, tym większa będzie uzyskana wartość przyszła. Jeśli istnieją ograniczenia w postaci *racjonowania kapitału*, ustala się listę według współczynników rentowności i jako pierwsze realizowane są projekty z najwyższym współczynnikiem.

Ranking projektów	
Współczynnik rentowności =	$\frac{\text{Wartość bieżąca netto}}{\text{Nakłady kapitałowe}}$

Współfinansowanie • **Co-finance** • Finansowanie projektu wspólnie z inną instytucją finansową, na ogół międzynarodową instytucją finansową.

Współstanowienie (UE) • **Co-determination** (EU) • System *ładu korporacyjnego*, w którym związki zawodowe lub reprezentanci pracowników zasiadają w radzie nadzorczej jako przedstawiciele interesariuszy. Struktury takie są powszechne w Europie (istnieją w większości krajów członkowskich UE). Z wyjątkiem Niemiec większość krajów ogranicza reprezentację zewnętrzną do nie więcej niż jednej trzeciej głosów. Zwolennicy współstanowienia argumentują, że system sprzyja łatwiejszemu rozwiązywaniu sporów, nie podważając utrzymania konkurencyjności. Przeciwko temu systemowi można wysunąć argument, że utrudnia *tworzenie wartości*, co uznawane jest za główny cel istnienia firmy.

Wstępna rejestracja emisji akcji (USA) • **Shelf Registration** (USA) • Procedura przyśpieszająca emisję *papierów wartościowych*, polegająca na zatwierdzeniu z góry głównej części *prospektu emisyjnego* przez amerykańską *SEC*. Stanowi to niejako zatwierdzenie wstępne. Faktyczny termin emisji można wtedy zgrać w czasie z korzystnymi warunkami rynkowymi. Przedsiębiorstwo może stosunkowo szybko uzyskać zatwierdzenie ostateczne od SEC, dostarczając komisji brakujące informacje o emisji. Procedura ta dostępna jest jedynie dla przedsiębiorstw dużych, posiadających ustaloną pozycję na rynku.

Wstrzymana płatność • **Retention Payment** • **Hold-back** • Część zapłaty umownej, która jest wstrzymana w oczekiwaniu na zapewnienie, iż usługa bądź rezultat jest taki, jak zostało to ujęte w umowie. Na przykład wykonawca usług budowlanych może mieć wstrzymane 15% płatności, dopóki niezależny specjalista nie stwierdzi, iż budowa została zakończona. Następnym problemem jest istnienie prawa zastawu „na rzecz mechanika", które wykorzystują podwykonawcy, jeśli nie otrzymali wynagrodzenia za pracę. Wstrzymanie płatności pociąga za sobą kilka problemów finansowych. Dopóki płatność nie jest uiszczona, opłacalność umowy nie jest pewna. Równocześnie jeśli przewyższa ona zysk z umowy, wydatki muszą być sfinansowane z innego źródła poza umową. W końcu powstaje element *ryzyka kredytowego*, jeśli kontrahent nie może zapłacić lub nie zapłaci.

Wycena na podstawie modelu • **Mark-to-Model** • Praktyka wyceniania instrumentów finansowych za pomocą *modeli finansowych*, które próbują oszacować rzeczywistą wartość, zazwyczaj bieżącą wartość netto prawdopodobnego przepływu środków pieniężnych. Zasady rachunkowości stanowią obecnie, żeby instrumenty finansowe były księgowane według swojej wartości godziwej. Ponieważ zmiany są *wyceniane na podstawie modelu*, niezrealizowane straty i zyski są od razu uznawane. Ideałem jest wycena według wartości rynkowej transakcyjnej, jednak skomplikowane pozagiełdowe instrumenty finansowe zazwyczaj nie mają rynków, na których prowadzony jest nimi aktywny handel. To oznacza, że takie związane z rynkiem przybliżenia jak wartości transakcyjne podobnych instrumentów lub wartość aktywów, na których są oparte, mogą być rozwiązaniem alternatywnym, gdy nie ma lepszego. Jednak w okresach napięć rynkowych i braku płynności nawet takie pośrednie poziomy odniesienia mogą zniknąć. Wówczas banki i regulatorzy muszą uciec się do wyceny hipotetycznej, wynikającej z modeli finansowych. Księgowanie na podstawie modelu wykazuje wszelkiego rodzaju braki w dokładności mierzenia oraz potencjalną stronniczość. Ale w duchu powiedzenia Keynesa, że „lepiej mieć w przybliżeniu rację, niż całkowicie się mylić", modele finansowe muszą być zastosowane zamiast innych mało zadowalających alternatyw.

Księgowanie na podstawie mitu

Wiele instytucji, które podają publicznie dokładną wartość rynkową swoich udziałów lub CDO, lub GMO, po prawdzie podaje fikcję. Księguje raczej na podstawie modelu niż na podstawie wartości rynkowej. Ponadto niedawny krach na rynkach długu przekształcił ten proces w księgowanie na podstawie mitu.

Warren Buffett na temat księgowania na podstawie modeli, *Crisis Council*, „Fortune" (wydanie europejskie), 3 września 2007, s. 36

Wycena przedsiębiorstwa • **Business Valuation** • Sztuka i fachowa umiejętność oszacowania, ile dane przedsiębiorstwo jest warte w kategoriach ceny rynkowej – czyli ile zapłaciłby za nie nabywca w transakcji na *warunkach rynkowych*. Odnosząc to do *sprawozdań finansowych*, sporządzonych w oparciu o *zasadę kosztu historycznego*, wycena przedsiębiorstwa polega na przeliczeniu *wartości księgowej* na jego *wartość ekonomiczną*. Wycena przedsiębiorstwa ma dwa zastosowania. Przede wszystkim dokonuje się jej, przystępując do nabycia lub sprzedaży (np. w ramach *fuzji* lub *przejęcia*). Również wycena *akcji* przez *rynek giełdowy* stanowi faktyczną wycenę przedsiębiorstwa będącego w rękach akcjonariuszy. Bardzo upraszczając, istnieją trzy zasadnicze podejścia do pomiaru wartości przedsiębiorstwa:

Ile warte jest przedsiębiorstwo?

Podejście	Charakterystyka
W oparciu o wartość likwidacyjną, czyli wartość aktywów	• Wycenia się poszczególne, wyodrębnione aktywa według wartości likwidacyjnej po cenach rynkowych; następnie odejmuje się wszelkie rozchody pieniężne na pokrycie zobowiązań, łącznie ze zobowiązaniami stanowiącymi pozycje pozabilansowe
W oparciu o założenie kontynuacji działalności, czyli według kwoty zdyskontowanego przepływu środków pieniężnych	• Prognozuje się przyszłe zyski, korygując je o pozycje jednorazowe (czyli określając możliwy do utrzymania poziom zysku); następnie oszacowuje się przyszły wzrost zysków; po czym kapitalizuje się zyski do wartości bieżącej netto, przy założonym koszcie kapitału skorygowanym o ewentualną premię za ryzyko
W oparciu o założenie efektu synergii	• Oszacowuje się wpływ połączenia działalności dwóch przedsiębiorstw; dokonuje się wyceny przedsiębiorstwa przed i po połączeniu – co pozwala uchwycić ewentualne zyski płynące z efektu synergii; różnica pomiędzy tymi dwoma stanami jest równa wartości podmiotu, który ma być nabyty

Na rynku doskonałym, przy dostępie do całkowicie pewnych informacji, wycena według każdego z tych podejść dałaby podobny wynik. W rzeczywistości

jednak wyniki wyceny zazwyczaj bywają różne, ponieważ ich obliczenie wymaga subiektywnej oceny. Jednym z największych problemów związanych z wyceną przedsiębiorstw jest wykorzystanie informacji zgromadzonych w rachunkowości, której celem jest nie tyle ocena wartości przedsiębiorstwa, co ujmowanie informacji finansowych z przeszłości. Również nieprzewidywalne czynniki ekonomiczne lub rynkowe (jak zarządzanie, konkurencja, technologia itp.) mają wpływ na to, jaką kwotę można uzyskać na rynku za dane przedsiębiorstwo.

Wycena przedsiębiorstwa według modelu wzrostu dywidendy • Dividend Growth Model • DGM • Popularny model wyceny przedsiębiorstwa w oparciu o wartość przyszłych *dywidend* z uwzględnieniem przewidywanych wzrostów ich wartości. W odróżnieniu od modeli opartych na wycenie aktywów model podwyżek dywidendy jest zgodny z intuicyjnym przekonaniem, że przedsiębiorstwo (podobnie jak inne aktywa finansowe) jest w efekcie warte tyle, ile korzyści może przynieść akcjonariuszom w postaci pieniężnej.

Wartość przedsiębiorstwa jako wartość świadczeń wypłacanych akcjonariuszom	
$\boldsymbol{P}(o) =$	$\frac{\boldsymbol{D}(1)}{R - G}$
Gdzie	
P	Bieżąca cena akcji
D	Dywidenda w następnym okresie
R	Wymagana stopa zwrotu z akcji (uwzględniająca ryzyko)
G	Wzrost dywidendy spodziewany w przyszłości

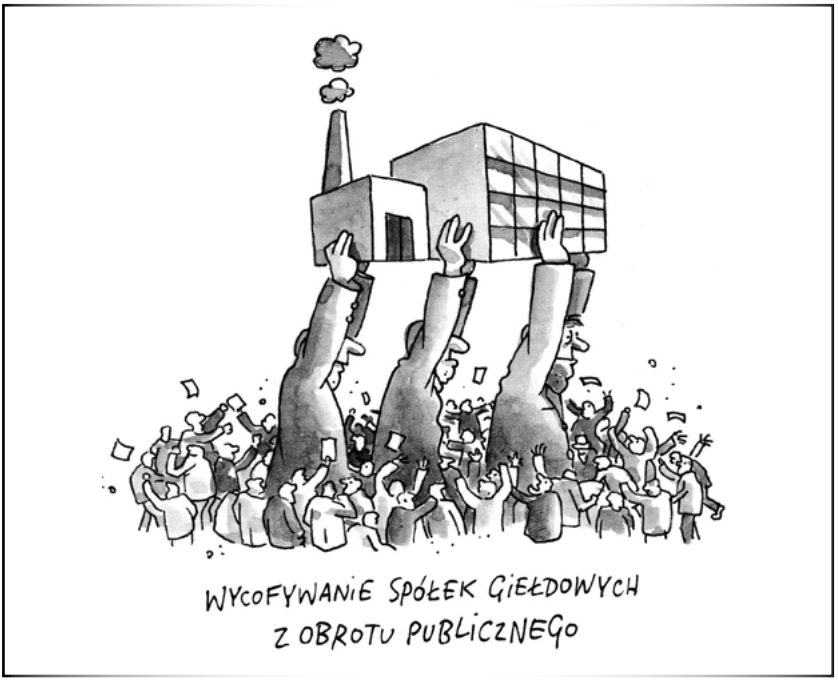
Istnieją również inne warianty modelu wzrostu dywidendy, uwzględniające *wynik finansowy* i wolne środki pieniężne. Wszystkie warianty borykają się jednak z tymi samymi trudnościami: jak przewidzieć przyszłe przepływy? Jak wycenić szybko rozwijające się przedsiębiorstwo, które nie wypłaca dywidend? Jak wycenić coraz szybsze lub zmienne tempo wzrostu? Co z przypadkami bankructwa (niektóre spółki wypłacają dywidendy aż do momentu likwidacji)? Mimo powyższych niedociągnięć model wzrostu dywidendy jest szeroko wykorzystywanym narzędziem w dziedzinie finansów.

Wycofanie kapitału • Owner Withdrawals • Powrót *kapitału* do właściciela w sytuacji, gdy należy do niego 100% firmy. Jest to ekwiwalent *dywidendy* w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością. Jeśli mamy do czynienia z małymi

rodzinnymi interesami, kapitał jest wycofywany, by właściciel mógł prowadzić dotychczasowy styl życia.



Wycofywanie spółek z obrotu publicznego (żargon) • **Go Private** (vernacular) • Zamiana spółki publicznej, zazwyczaj z wieloma *akcjami w obrocie* na *rynku giełdowym*, na prywatną spółkę w rękach kilku właścicieli. W rezultacie obrót akcjami kończy się i nie podlega już *zarządzeniom* i przepisom prawnym dla *papierów wartościowych.* Wycofywanie spółek giełdowych z obrotu publicznego następuje, kiedy udział akcjonariuszy większościowych jest tak duży, że akcjonariusze mniejszościowi są raczej utrudnieniem niż korzyścią. Koszt uwzględnienia praw udziałowców mniejszościowych oraz zgodności z przepisami dotyczącymi *papierów wartościowych* może przeważyć korzyści (płynność, dostęp do większej ilości kapitału w przyszłości itd.) posiadania akcji w obrocie publicznym. Inną przyczyną wycofywania spółek giełdowych z obrotu publicznego może być *wykup menedżerski*. Przeciwieństwo *wprowadzenia spółki na giełdę* i *pierwotnej (pierwszej) oferty publicznej.*



Wydanie • **Delivery** • Przeniesienie tytułu własności do *instrumentu finansowego* (akcji, obligacji, kontraktu pochodnego itp.) z jednego właściciela na innego. W niektórych transakcjach handlowych prawo własności przenosi się jednocześnie z zapłatą (czyli „wydanie przy płatności"), jeśli istnieją pewne wątpliwości co do zdolności realizacji umowy przez drugą ze stron. Jednakże w przypadku dużych transakcji na zorganizowanym rynku dostawa zwykle następuje z opóźnieniem po samej transakcji kupna/sprzedaży. Z dostawą wiąże się ważna funkcja infrastruktury pełniona przez *izby rozrachunkowe* papierów wartościowych.

Wydatki uznaniowe • **Discretionary Spending** • Wydatki przekraczające obowiązkowe lub konieczne zobowiązania. W przypadku przedsiębiorstwa będą to nakłady kapitałowe nastawione na rozwój lub wydatki, które można odroczyć (takie jak szkolenia, reklama, remonty). Wydatki uznaniowe zazwyczaj są zależne od sytuacji ekonomicznej i poziomu zaufania kadry kierowniczej.

Wyjazdowe prezentacje dla inwestorów • **Road Show** (slang) • Wyjazdowe spotkania organizowane przez emitentów *papierów wartościowych* oraz obsługujące ich *banki inwestycyjne* w celu zapoznania potencjalnych *inwestorów* z ofertą emisji. Spotkania takie towarzyszą często *pierwszej ofercie publicznej*, stymulując zainteresowanie inwestorów – przy czym zwykle przeznaczone są

dla wybranych *inwestorów instytucjonalnych*. Mimo iż *prospekt emisyjny* czy analiza inwestycji zawierać mogą informacje wystarczające do oceny inwestycji, „objazdówka" ma większą siłę promocyjną, ponieważ składają się na nią dodatkowo prezentacje, wypowiedzi zarządu i kontakty kuluarowe.

Wyjście (żargon) • **Exit** (vernacular) • Spodziewany sposób, w jaki inwestor (inwestujący w *kapitał wysokiego ryzyka*) może zlikwidować inwestycję kapitałową i, jeśli dobrze pójdzie, osiągnąć zysk poprzez zyski kapitałowe. Najważniejsza kwestia związana z wyjściem dotyczy tymczasowej, pomostowej roli takich inwestorów. Z założenia chcą oni odzyskać pieniądze w określonym przedziale czasu, powiedzmy 4–6 lat. Tymczasem będą dążyli do realizacji jakiegoś celu biznesowego (np. rozwoju działalności, reorganizacji) tworzącego wartość dla akcjonariuszy. Do popularnych strategii wyjścia dla *inwestora typu private equity* należą:

- wprowadzenie na giełdę w ramach *pierwotnej oferty publicznej*,
- zakup udziałów przez *inwestora strategicznego* lub *inwestora instytucjonalnego*,
- *wykup menedżerski*.

Posiadanie planu wyjścia jest bardzo ważne dla *inwestorów typu private equity*, ponieważ *dywidendy* wypłacane są rzadko, a dla ich akcji nie ma rynków płynnych. Pojęcie wyjścia oraz wartości wyjściowej jest bliskie ocenie pożyczkodawcy możliwości obsługi długu: należy ilościowo określić sposób i czas, dzięki którym transakcja osiągnie swoje początkowe cele.

Wykiwać (rzadkie) • **Welsh** (rare) • Określenie niedotrzymania zobowiązań lub spłaty długu, często z kompromisem moralnym, np. próbą uzasadnienia tego postępowania wygodną wymówką.

Bieda lubi towarzystwo

Gniew na dofinansowanie banków czy producentów samochodów nie osłabia moralnej bariery powstrzymującej przed łamaniem warunków umowy. Ale ludzie mieszkający w okolicy, gdzie często występuje odbieranie domów przez banki, mogą być bardziej skłonni do tego, żeby próbować **wykiwać** banki i nie oddać pożyczki.

„The Economist", 27 czerwca 2009, s. 89

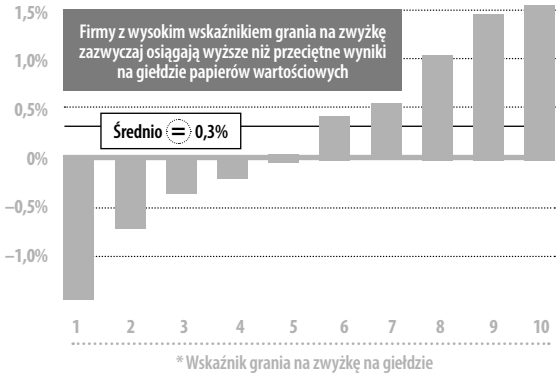
Wykorzystanie informacji niejawnych • Insider Information/Trading • Wiedza, jaką posiadają menedżerowie i dyrektorzy na temat istotnych zdarzeń mających wpływ na przyszłe wyniki spółki. Wiedza ta może zostać wykorzystana do osiągnięcia zysków na handlu akcjami spółki. (Jeżeli ktoś zatrudniony w spółce ma pewność co do kondycji firmy, to kupi akcje nawet bez niejawnych informacji). Problem asymetrii informacyjnej sugeruje, że taka wiedza jest zamknięta w spółkach prywatnych udziałowców. Jednakże w przypadku spółek z publicznym akcjonariatem hipoteza rynku efektywnego w swojej zdecydowanej wersji sugeruje, że ceny akcji na giełdzie są odzwierciedleniem wewnętrznych niejawnych informacji. W przypadku giełd działających w oparciu o właściwe regulacje wykorzystywanie przez menedżerów i dyrektorów wewnętrznych niejawnych informacji dla własnych korzyści inwestycyjnych jest nielegalne, gdyż byłaby to nieuczciwa przewaga nad akcjonariuszami z zewnątrz.

Jeden powód, dla którego kapitalizm nie działa perfekcyjnie

Ci, którzy kontrolują politykę firmy, są w naturalny sposób w lepszej sytuacji, aby przewidzieć przyszłe zyski, niż ci, którzy są poza firmą, i trudno jest uniknąć tego, że czerpią korzyści ze szkodą dla swojej skuteczności jako menedżerowie produkcji. Sprawy wyglądają jeszcze gorzej, kiedy menedżerowie zarządzający produkcją manipulują polityką produkcyjną i finansową dla osiągnięcia wzrostu wartości oczekiwanego w związku z informacjami, które znają wcześniej niż postronni. W ten sposób pragną łatwo osiągnąć korzyści. Przykłady takich działań, które przyniosły spore korzyści osobom znającym **informacje niejawne**, znane są wszystkim, którzy wiedzą cokolwiek na temat historii nowoczesnych korporacji. Trudno znaleźć sposób na ograniczenie takich działań bez zaostrzenia wewnętrznego kodeksu moralnego firmy i ścisłego egzekwowania przepisów kodeksu karnego.

Frank Knight *The Ethics of Competition*, 1926

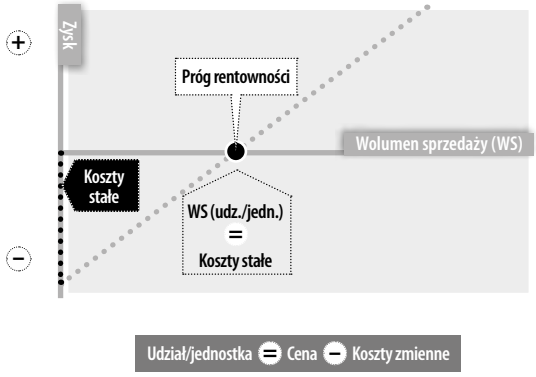
Niejawny handel
Średni miesięczny zwrot w latach 2001–2002



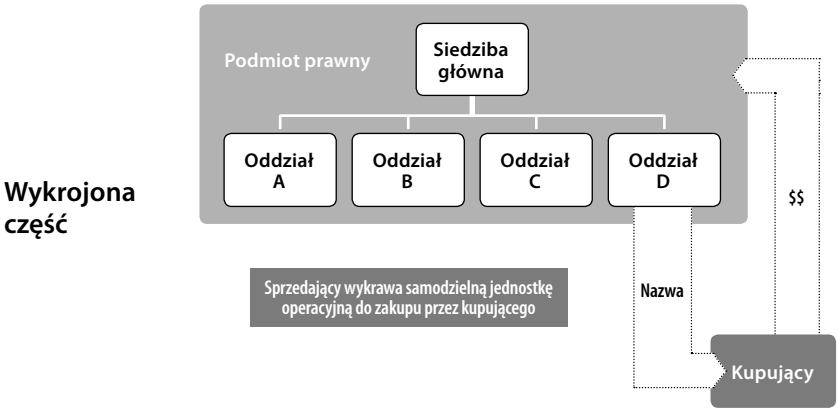
Źródło: „Fortune" (wydanie europejskie), 9 grudnia 2002, s. 51, Market Profile Theorems *

Wykres zależności zysku od wolumenu • **Profit-Volume Graph** • **PV Graph** • Graficzne przedstawienie relacji pomiędzy wolumenem sprzedaży a zyskiem za pomocą formuły koszt-wolumen-zysk.

Wykres zależności zysku od wolumenu



Wykroić (żargon) • **Carve Out** (vernacular) • Odłożyć lub przeznaczyć *środki pieniężne* na konkretny cel. Na przykład rachunek zabezpieczenia w gotówce może mieć „wykrojoną" część na wynagrodzenia doradców.



Wykup • Umorzenie • Redeem/Redemption • Emitent wykupujący *obligację* będącą w publicznym obrocie celem umorzenia zobowiązania. Jest to sytuacja podobna do spłaty pożyczki. „Termin wykupu" wskazuje dzień, w którym może to nastąpić. Nie musi on być równoznaczny z *terminem zapadalności* obligacji, ponieważ obligacja może mieć opcję wcześniejszej spłaty. „Dochód ze spłaty" to stopa dochodu z obligacji sprzedanej po wartości niższej niż nominalna, zawierająca element oprocentowania oraz wartość bieżącą przyszłych zysków kapitałowych w terminie zapadalności. „Agio przy wykupie" to premia oferowana pożyczkodawcom w zamian za zaakceptowanie *stóp procentowych* niższych niż rynkowe, wypłacana w momencie wykupu *obligacji*. Obligacje takie mogą zostać wyemitowane dla *pożyczkobiorców*, których aktualna sytuacja nie umożliwia obsługi długu według rynkowych stóp procentowych, ale których długofalowe perspektywy rozwoju postrzegane są przez pożyczkodawców jako na tyle korzystne, aby odroczyć zwrot z inwestycji. Zadłużenie tego typu może przykładowo być uzasadnione rozpoczęciem nowej działalności. Agio przy wykupie – występujące pod przykrywką spłaty kapitału – stanowi faktycznie odroczoną spłatę odsetek. W rachunkowości zarówno zasada współmierności przychodów i kosztów, jak i zasada przewagi treści nad formą wymagają, aby pozycja ta była amortyzowana w czasie i zaliczona w poczet kosztów w *rachunku zysków i strat*. Źródłosłów angielski: z łacińskiego „re" = 'z powrotem' oraz „emere" = 'kupować', połączonych w słowo „redimere" = 'wykupić'; oznacza również 'odkupienie grzechów'.

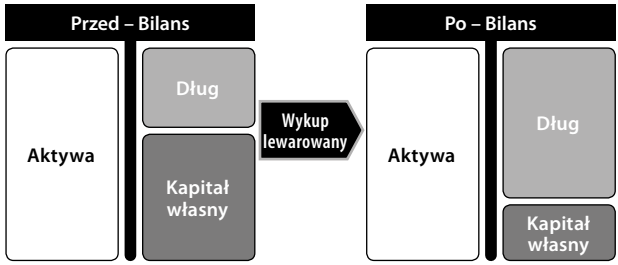
Bez przebaczenia

Bankowcy padli ofiarą własnego umiłowania ryzyka, dźwigni i wysokich płac. **Odkupienie** nie będzie łatwe.

Fragment z okładki czasopisma „Fortune", 21 kwietnia 2008

Wykup lewarowany • **Leveraged Buyout** • **LBO** • Uzyskanie zmiany właścicielskiej w spółce poprzez kupno akcji od dotychczasowych akcjonariuszy. Nowi właściciele lewarują bilans spółki, aby sfinansować przejęcie. Nabyte aktywa spółki stanowią zabezpieczenie spłaty długu, który z kolei jest wykorzystany do wykupienia dotychczasowych akcjonariuszy. Jednocześnie transakcja sama w sobie jest raczej złożona i przeprowadzana za pomocą procesu *fuzji* ze *spółką celową*. Po dokonaniu wykupu większość przepływów pieniężnych spółki powinna być przeznaczona na obsługę długu (w związku z tym musi istnieć pewne źródło przepływów pieniężnych).

Wykup lewarowany



Dlaczego?

- Wyjście dotychczasowych właścicieli
- Nowi właściciele
- Nowa struktura kapitału
- Nowe taktyki operacyjne
- Nowa presja na wyniki

Mimo iż dług zazwyczaj jest dokuczliwym obciążeniem, z reguły jest on szybko pokryty za pomocą, być może nawet już wcześniej planowanej, restrukturyzacji przedsiębiorstwa lub sprzedaży aktywów. Zatem korzystanie z zadłużenia może przyśpieszyć głębokie zmiany transformacyjne pod nowym zarządem. Wykupy lewarowane są stosowane, kiedy nabywca sam nie posiada wystarczających zasobów finansowych i/lub kiedy pojawia się okazja do „żniw".

Wykup obligacji na otwartym rynku • **Open Market Bond Redemption** • Wcześniejszy wykup obligacji pozostających w obrocie poprzez ich zakup na rynku, a następnie umorzenie zobowiązania. Wykorzystuje się to, gdy pożyczkobiorca ma nadmiar funduszy przekraczający kwotę jego zobowiązań na nakłady inwestycyjne oraz dywidendy do wypłacenia. Wcześniejsza spłata zadłużenia pozwala oszczędzić na płatności odsetek w przyszłości. Poza tym jeśli papier dłużny jest w obrocie po niższych cenach rynkowych, może przynieść zysk arbitrażowy.

Wymościć kieszenie (slang) • **Line Their Pockets** (slang) • Zachłannie wzbogacać się taką ilością pieniędzy, że nie tylko wypchane są nimi kieszenie, ale również odnosi się wrażenie, że zamiast podszewką, kieszenie wymoszczone są banknotami.

Pod ostrzałem

Ankieterzy, badacze, a nawet wielu szefów korporacji twierdzi, że biznes jest pod obstrzałem większej części opinii publicznej, która wierzy, że kierownictwo firm jest nastawione na niszczenie środowiska, fałszowanie sprawozdań finansowych i **moszczenie sobie kieszeni**.

„International Herald Tribune", 9 grudnia 2005, s. 13

Wynagrodzenie kadry menedżerskiej najwyższego szczebla (debata) • **Executive Compensation, Debate About** • Ile jest warta dla firmy jej kadra zarządzająca najwyższego szczebla? Czy można zmierzyć efektywność pracy konkretnego członka zarządu i w ten sposób określić jego wartość? Z powodu swojego autorytetu i wpływów kadra menedżerska wysokiego szczebla, a zwłaszcza *prezes*, ma zdolność do tworzenia i niszczenia konkretnych *wartości dla akcjonariuszy*. Inwestując miliardy, akcjonariusze są gotowi zapłacić każdą cenę za najlepszą osobę na to stanowisko. Ale jaka cena byłaby uczciwa, a przynajmniej konieczna? Zazwyczaj wynagrodzenie ustalają warunki rynkowe. Dzięki temu przedziały płacowe nie zależą od konkretnej osoby i są sprawdzalne. Jednakże w przypadku zdolności prezesa trudno liczyć na przygotowany punkt odniesienia. Dodatkowo z powodu *konfliktu w stosunkach agencyjnych* wśród menedżerów istnieje nieodłączna pokusa szczodrego wynagradzania siebie samego kosztem interesu akcjonariuszy. Z wymienionych powodów większość spółek publicznych traktuje wynagrodzenie dyrektorów wykonawczych jako istotną kwestię nadzoru korporacyjnego. Wynagrodzenia kadry menedżerskiej najwyższego szczebla są

często ustalane przez komisję, w której zasiadają wyłącznie niezależni członkowie rad nadzorczych, korzystający z doradztwa profesjonalnych i niezależnych konsultantów. Jeśli kadra zarządzająca najwyższego szczebla jest wysoko opłacana, to znaczy, że jest tyle warta. Według poniżej podanych kwot niektórzy menedżerowie są rzeczywiście dużo warci. Jednakże to, co szczególnie irytuje akcjonariuszy, to odprawy, jakie otrzymują dyrektorzy generalni, kiedy odchodzą.

Najwyższe wynagrodzenia szefów firm (2006)

Miejsce	Spółka	W mln USD
1	Oracle	192
2	Trane	127
3	Chesapeake Energy	116
4	Countrywide Financial	102
5	Starbucks	98
6	MEMC Electronic Mats	79
7	Aflac	75
8	Goldman Sachs Group	73
9	Capital One Financial	73
10	XTO Energy	72

Źródło: Ranking 500 największych firm w USA, „Forbes", 19 maja 2008, s. 136

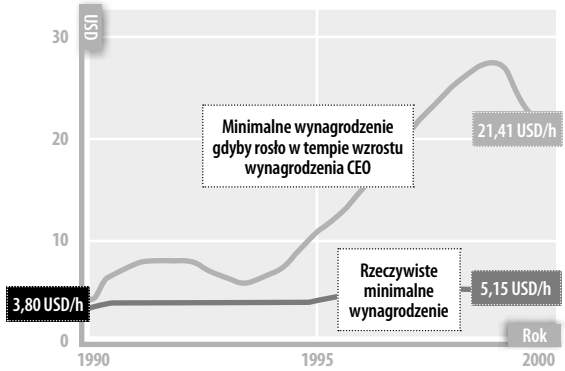
Mądry i uczciwy

Ponieważ naszym celem jest utrzymanie dobrych wyników długoterminowo, wierzymy, że przestrzeganie sztywnych reguł matematycznych w obliczaniu **wynagrodzenia kadry menedżerskiej najwyższego szczebla** nie byłoby ani mądre, ani uczciwe. W rzeczywistości opieranie się wyłącznie na liczbach może przynieść błędną motywację. Dlatego bierzemy pod uwagę całą listę subiektywnych czynników. Ta komisja zna osobiście każdego menedżera wyższego szczebla w GE, co pozwala nam rozważyć, jak każdy z nich osiągnął swoje wyniki, czy przyczynił się do wzrostu wiary i ufności pracowników, czy stosował uczciwy osąd, czy są dowody na to, że działał w celu integracji, oraz czy traktował ludzi z szacunkiem.

Management Development and Compensation Committee,
źródło: *Raport roczny GE 2007*, s. 34–35

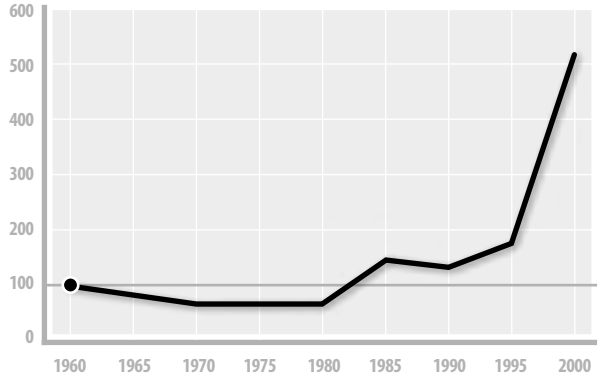
Przykładowo, w 2008 roku dyrektorzy generalni trzech instytucji finansowych, które mocno ucierpiały z powodu kryzysu, dostali na pożegnanie po 100 milionów dolarów odprawy (źródło: „Fortune", 28 kwietnia 2008, s. 16). Takie perwersyjne sytuacje mają miejsce z powodu wyjątkowych zapisów, jakie są zawarte w umowach zatrudnienia. Obowiązek publikowania przez spółki akcyjne uposażenia kierownictwa najwyższego szczebla pozwolił na dokładną analizę ich wysokości i stał się przyczynkiem do ich krytyki przez akcjonariuszy. Ma to szczególne uzasadnienie na rynku konkurencyjnym, gdzie istnieje tendencja do podbijania wysokości wynagrodzeń za wyjątkowe osiągnięcia, zgodnie z zasadą „zwycięzca bierze wszystko". Przykładowo, w USA uposażenie CEO wzrosło o 15% rocznie (źródło powyżej). Taka polaryzacja ma szerszy wpływ na gospodarki wielu krajów, z nierównomierną dystrybucją dochodu. Patrz także *wynagrodzenie kadry menedżerskiej najwyższego szczebla, struktura.*

Wynagrodzenie kadry menedżerskiej najwyższego szczebla, debata
USA



Źródło: „Fortune", 18 listopada 2002, s. 18

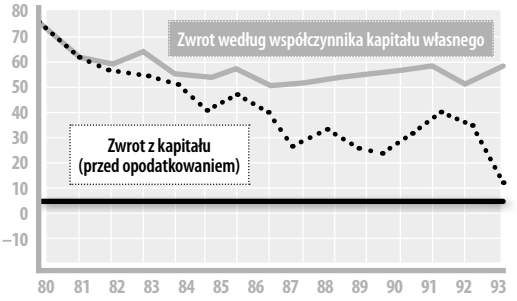
Wynagrodzenie kadry menedżerskiej najwyższego szczebla, debata
CEO odszkodowania za $ zysku netto z 1960 = 100



Źródło: „Business Week", Standard & Poor's

Wynagrodzenie według współczynnika kapitału • **Compensation on Equity Ratio** • Pensje i premie wypłacane pracownikom w zależności od wielkości *kapitału własnego* zainwestowanego w przedsiębiorstwo przez inwestorów, czyli tych, którym przedsiębiorstwo przynosi zysk. Z reguły pensje są jednym z wielu wydatków ponoszonych przez przedsiębiorstwa, niemniej w przypadku firm wykorzystujących wykwalifikowane kadry, gdzie konkurencyjny sukces zależy od potencjału ludzkiego, pensje mogą być najważniejsze. Przykłady obejmują profesjonalne firmy usługowe i banki inwestycyjne.

Zwrot według współczynnika kapitału własnego
10 najlepszych banków inwestycyjnych w USA w latach 1980–1993 (%)



Rozżaleni

Kiedy w okresie rozkwitu rynków finansowych powstało wiele funduszy hedgingowych i firm z kapitałem prywatnym, **tradycyjny udział bankierów inwestycyjnych** w połowie zysków wypracowanych przez banki przyniósł premie roczne sięgające dziesiątek milionów, a reszta świata przyglądała się temu z zazdrością i nieskrywanym rozżaleniem.

„Financial Times", 22/23 marca 2008, s. 7

Wynajęci rewolwerowcy (slang) • **Hired Guns** (slang) • Profesjonalni doradcy (prawnicy, księgowi, bankowcy inwestycyjni itp.) zatrudnieni podczas przeprowadzania dużej transakcji (powiedzmy, podczas walki o przejęcie lub nabycie przedsiębiorstwa). Ze względu na naturę wykonywanej pracy (misja krytyczna) oraz zaangażowanie ogromnych sum ich wynagrodzenie zwykle stanowi istotne koszty transakcji. Analogia pochodzi z Dzikiego Zachodu, gdzie profesjonalni rewolwerowcy byli wynajmowani w celu dokonania zabójstwa.



Wyniki działalności (finansowe) • Wskaźniki wyników finansowych • Performance (Financial) • Financial Performance Indicators • Osiągnięta efektywność oraz realizacja założonych celów finansowych w przedsiębiorstwie działającym na zasadach komercyjnych. Jest to kombinacja celów zapewniających maksymalizację długofalowej *rentowności*. Z operacyjnego punktu widzenia dążenie do osiągnięcia dobrych wyników obejmuje wszelkie kroki zmierzające do zapewnienia akcjonariuszom korzystniejszej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału, zwiększenia udziału w rynku, minimalizacji *ryzyka* (lub *wahań* poziomu *zysku*) oraz utrzymania *wypłacalności*. Chociaż nie istnieją jednoznaczne kryteria oceny wyników działalności, można wskazać kilka uniwersalnych cech pozwalających zidentyfikować w konkurencyjnej gospodarce rynkowej przedsiębiorstwa o dobrych wynikach finansowych:

Jak im się wiedzie?	
Miara	**Kryteria**
Płynność	◆ Wystarczające środki lub kapitał obrotowy, by na bieżąco spłacać zobowiązania
Rentowność	◆ Zwrot z kapitału netto, *realnie* wyższy niż 20%
Dźwignia	◆ Stosunek zadłużenia do kapitału własnego poniżej 50%; dostęp do kredytu; *pozytywny rating kredytowy*
Wzrost	◆ Stopa wzrostu *przychodów* powyżej 5% i/lub wzrastający udział w rynku w porównaniu z konkurencją
Ryzyko	◆ Zdolność unikania strat/utrzymania rentowności dodatniej w okresie recesji; stabilność zysków

W warunkach gospodarki konkurencyjnej, gdzie *akcjonariusze* są wymagający, a o dostęp do kapitału trzeba współzawodniczyć, przedsiębiorstwo musi osiągać wystarczająco dobre wyniki, aby mogło przetrwać. Osiąganie dobrych wyników, które zaspokoją oczekiwania rynku, to podstawowe zadanie *zarządu*.

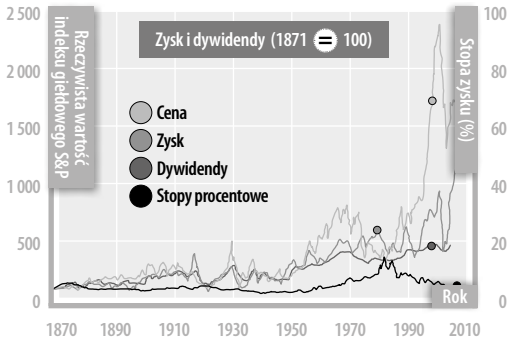
Masa pomysłów

Cechą charakterystyczną klimatu gospodarczego dzisiaj jest niekończący się potok porad, jak tworzyć wartości na skróty i bez większego wysiłku. W ciągu kilku ostatnich lat dyrektorom zaproponowano zarządzanie oparte na wartości (VBM), ekonomiczną wartość dodaną (EVA), znaną również jako zysk ekonomiczny, zrównoważoną kartę wyników, gotówkowy zwrot z inwestycji (CFROI) i gwałtowny zalew innych mierników wyników przedsiębiorstwa. Ostatnio uwagę przyciągały takie wartości niematerialne jak marki i wiedza. Większość tych pomysłów jest dobra i w znaczym stopniu oparta na zdrowym rozsądku, ale żaden z nich nie jest doskonały. I z pewnością żaden z nich nie jest magiczną różdżką, która by sprawiła, że poprawianie wyników spółki będzie łatwe.

„McKinsey Quarterly", wydanie specjalne, 2002, s. 105

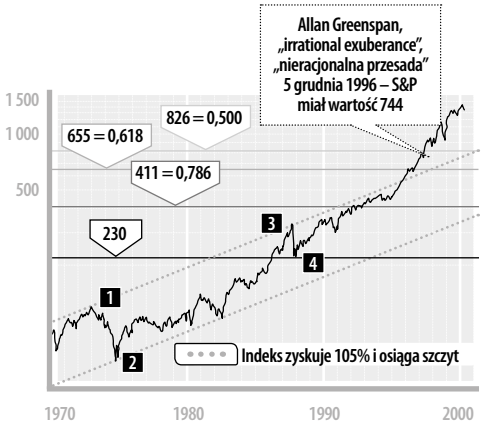
Wyniki rynku giełdowego • **Stock Market Performance** • Na dłuższą metę akcje zwykłe dają inwestorom najlepszą stopę zwrotu, aczkolwiek relatywnie są bardziej *podatne na wahania* niż inne klasy aktywów. Odzwierciedla to tendencje gospodarek do rozwoju w czasie w połączeniu z siłami *cyklu koniunkturalnego* z jego powtarzającymi się okresami wzrostu i spadku PKB. Wahania cen na rynku giełdowym mogą zaostrzyć cykle koniunkturalne z powodu sentymentu rynkowego (patrz *rynek byka* oraz *bessa/rynek niedźwiedzia*). Konieczne więc są korekty okresowe, ponieważ inwestorzy dostosowują błędne interpretacje do rzeczywistości gospodarczej. Podczas ostatniej bańki internetowej ceny akcji osiągnęły rekordowo wysoki poziom, w oparciu o silną wiarę w korzyści z technologii w tzw. nowej gospodarce. Okazało się, że zaufanie to było źle ulokowane. Skuteczność *hipotezy rynku efektywnego* sugeruje, że wyniki rynku giełdowego są oparte na fundamentalnych wynikach i tworzeniu rzeczywistego bogactwa w długim okresie.

Wyniki rynku giełdowego
XX wiek



Źródło: irrationalexuberance.com/shiller_downloadsite_data.xsl

Wyniki rynku giełdowego
Lata 90. XX wieku



Wyprzedaż • **Disinvestment** • Stopniowa, lecz stała wyprzedaż i pozbywanie się niezyskownych aktywów przedsiębiorstwa czy zamykanie określonych rodzajów działalności. Przyczyny takiego działania mogą być różne. Aktywa mogą nie odpowiadać przyjętej strategii, mogą generować straty, które istotnie pogarszają sytuację przedsiębiorstwa. Firma może w ramach restrukturyzacji pozbywać się części zadłużenia. Może się też zdarzyć, że sprzedając aktywa za korzystną cenę, firma zwiększa swoje zyski. Wyprzedaż jest przeciwieństwem nakładów kapitałowych, jeśli więc wartość bieżąca przyszłych przepływów pieniężnych ze sprzedaży lub zamknięcia jest większa niż w razie kontynuacji działań, bardziej opłacalna jest sprzedaż.

Wyrejestrowanie • **Delist** • **Deregister** • Wycofanie papierów wartościowych ze stosunkowo nieistotnego *podwójnego notowania* na giełdzie w ramach zmniejszenia kosztów zgodności, takich jak wnioski do organów regulacyjnych, *raporty roczne* itp. Na przykład firma europejska mająca w USA do 5% swoich akcji w obrocie (próg regulacyjny) może uzyskać pozwolenie na wyrejestrowanie na podstawie twierdzenia, że „organ regulacyjny w kraju macierzystym" bierze udział w nadzorze nad firmą. Wyrejestrowanie stało się kuszącą możliwością w USA po tym, jak ustawa o odpowiedzialności korporacyjnej SOX (Sarbanes-Oxley z 2002 roku) narzuciła kosztowną zgodność (z przepisami) na wiele globalnych spółek giełdowych.

Wyrocznia giełdowa (slang) • **Axe on a Stock** (slang) • Żargon z *Wall Street* określający wpływowych i szanowanych *analityków*, których opinie na temat perspektyw poszczególnych papierów są na tyle miarodajne, że rynek uważa je za „ostateczne" (stąd właśnie użycie pojęcia „wyrocznia"). Ich opinia może nawet wpłynąć na cenę akcji. Taki wyjątkowy, uprzywilejowany status i duże pieniądze są spowodowane kojarzeniem takich analityków z *globalnych instytucji finansowych* z konsekwentnie i rzetelnie przeprowadzonymi analizami, z dokładnością w przewidywaniu ruchów cen i, co może najistotniejsze, z wysoką pozycją w rankingach opinii inwestorów od *strony popytowej* (np. coroczna ankieta magazynu „Institutional Investor").

Obalony

To był taki dzień, w jakim renomowany analityk może zrzucić z piedestału akcje spółki, zmieniając jej rekomendację. Głos „**wyroczni**", która wskazała na Intel, rozległ się przez głośniki z nieoczekiwaną wiadomością: obniżył on rekomendację z „kupuj" na „trzymaj". Całe legiony sprzedawców natychmiast zaczęły wydzwaniać do dużych instytucjonalnych akcjonariuszy – funduszy powierniczych, funduszy zabezpieczających, funduszy emerytalnych itp. […] Oczywiście jeszcze zanim giełda się otworzyła, Intel spadł o 7 dolarów.

Who Really Moves the Market?,
„Fortune", 27 października 1997



Wysoka jakość aktywów • **Asset Quality** • Jakościowy wymiar aktywów, który w rachunkowości finansowej przekładany jest na kategorie ilościowe. W zależności od odgrywanej roli aktywa „dobrej jakości" są płynne, produktywne i odporne na utratę wartości. Pośrednio wynika stąd, że przyjmowane w rachunkowości różne oszacowania księgowe (jak np. amortyzacja, rezerwa na należności itd.) mogą zawyżać lub zaniżać faktyczną wartość aktywów.

Wystawca opcji (żargon) • **Writer** (vernacular) • Strona, która wystawia *opcję* poprzez stworzenie (tzn. spisanie) zobowiązania umownego do zakupu (opcja sprzedaży) lub sprzedaży (opcja kupna) określonej rzeczy za określoną cenę w określonych ramach czasowych, jeśli posiadacz będzie chciał zrealizować kontrakt. W zamian za to wystawca może uzyskać wynagrodzenie (premię).

Wzrost organiczny • **Organic Growth** • Rozwój działalności poprzez reinwestycje i *wydatki inwestycyjne* na środki trwałe. Wzrost organiczny to proces stopniowy i nie pociąga za sobą dużego ryzyka, ale jednocześnie podlega ograniczeniom rynkowym i operacyjnym. Jako strategia wzrost organiczny stanowi przeciwwagę przejmowania innych spółek.

X

X (amerykański slang) • **X** (USA slang) • dziesięciodolarowy banknot; nazwa pochodzi od rzymskiego oznaczenia liczby dziesięć.

XC (okres bez premii – skrót giełdowy) • **XC** (stock exchange abbreviation) • *Obligacja* w obrocie bez kuponu odsetkowego.

XD (bez prawa do dywidendy – skrót giełdowy) • **XD** (stock exchange abbreviation) • Akcja w obrocie bez zadeklarowanej *dywidendy*.

Xetra (giełda elektroniczna) • **Xetra** • Rynek obrotów wybranymi akcjami i warrantami notowanymi na giełdzie we Frankfurcie po godzinach sesji giełdowej. Ma umożliwiać obroty w godzinach otwarcia giełd amerykańskich, które przypadają od 6 do 9 godzin po zamknięciu obrotów na głównej giełdzie we Frankfurcie. Umożliwia to międzynarodowe operacje *arbitrażu* we wszystkich strefach czasowych.

X-int (bez prawa do odsetek – skrót giełdowy) • **X-int** (stock exchange abbreviation) • *Obligacja* w obrocie bez kuponu odsetkowego. Patrz również *XC*.

X-pr (bez przywilejów – skrót giełdowy) • **X-pr** (stock exchange abbreviation) • Dowolny *instrument finansowy* bez zwykle towarzyszących mu praw.

XR (bez praw – skrót giełdowy) • **XR** (stock exchange abbreviation) • Akcja w obrocie bez *praw.*

XW (bez prawa poboru – skrót giełdowy) • **XW** (stock exchange abbreviation) • Akcja w obrocie bez *warrantów.*

Z

Zaangażowanie w walucie zagranicznej • **Foreign Currency Exposure** • **Foreign Currency Exchange Risk** • Kiedy zmienia się względna wartość walut, a tak się często dzieje przy płynnych kursach walutowych, pojawia się zysk lub strata z tytułu ich posiadania, licząc z perspektywy określonej waluty. Kiedy waluta zagraniczna jest odkupiona lub sprzedana (tj. pozycja w walucie zagranicznej jest zamykana), zysk lub strata z jej posiadania zostają zrealizowane, czyli zamienione na gotówkę. Zatem wszystkie transakcje w walutach zagranicznych są z definicji „zrealizowane". (Zapewne istnieje niezrealizowany komponent przez krótki okres między zamówieniem dostawy a rozliczeniem). Ważne jest rozróżnienie transakcji w walucie zagranicznej, kiedy następuje faktyczna wymiana, oraz przeliczenia transakcji lub pozycji walutowej. Ta pierwsza jest zdarzeniem ekonomicznym, a to drugie jest czynnością pomiarowo-księgową wskazującą, ile dana pozycja jest warta w innej walucie.

Zabezpieczać tyły (slang) • **Cover Your Ass** (slang) • Gromadzenie dokumentacji usprawiedliwiającej podjęcie kontrowersyjnej decyzji na wypadek, gdyby trzeba ją było później uzasadnić. Chociaż taka taktyka w obronie własnej może wydawać się biurokratyczna albo bez charakteru, często jest wytworem systemów wyróżniających się wysokim poziomem odpowiedzialności.



Zabezpieczenie, pokrycie (żargon) • **Cover** (vernacular) • Ogólne pojęcie odnoszące się do dowolnego *zabezpieczenia* lub ochrony przed ryzykiem *straty*. „Zabezpieczenie *ubezpieczeniowe*" chroni przed katastrofalnymi stratami lub ryzykiem zdarzenia. „Zabezpieczenie dywidendy" gwarantuje wypłatę *dywidendy*. „Zabezpieczony arbitraż" polega na uzyskiwaniu przez spekulantów zwrotów bez ryzyka poprzez wykorzystywanie różnic między kursami w transakcjach terminowych oraz w transakcjach natychmiastowych na rynku pieniężnym. „List zastawny" oznacza dług nadrzędny zabezpieczony przed oddzielnie zarządzaną pulą aktywów łatwo zbywalnych, którą trzeba uzupełniać w ich wartości. (Listy zastawne, wydane po raz pierwszy na terenie Niemiec w 1770 roku, stały się klasą aktywów o wartości 3 bilionów dolarów, a dominują w niej emitenci z Europy). „Zabezpieczony warrant" cechuje się ceną niższą od kosztu kupna danych aktywów, tak więc posiadacz może stracić najwyżej kwotę zapłaconą za warrant.

Zabezpieczenie przed sprzedażą znaczącej części majątku • **Bulk Sales Provisions** • Różne przepisy prawa handlowego (np. amerykański Uniform Commercial Code – artykuł 6 czy kanadyjska ustawa Bulk Sales Act)

przygotowane z myślą o ochronie wierzycieli, w razie gdyby duża część aktywów przedsiębiorstwa została sprzedana, pozbawiając ich roszczeń do aktywów lub gotówki. Zabezpieczenie przed sprzedażą znaczącej części majątku zazwyczaj wymaga wcześniejszego zgłoszenia lub spłaty wszystkich zobowiązań przed sprzedażą.

Zachowanie cen akcji • **Share Price Behaviour** • Zmienność cen akcji oraz związane z nimi uwarunkowania występujące na aktywnych rynkach giełdowych. Ze względu na wielkie środki zaangażowane w obrót giełdowy inwestorzy na całym świecie poświęcają zachowaniu cen akcji ogromną uwagę. Istnieje w tym zakresie kilka podstawowych teorii:

Jak zachowują się ceny akcji?

Teoria	Podstawowe założenia	Kluczowe pojęcia
Analiza fundamentalna	◆ Wartość akcji = *wartość bieżąca netto (NPV)* przyszłych *dywidend* ◆ Zyski kapitałowe są funkcją dywidend ◆ Przy obliczaniu wartości bieżącej netto uwzględnia się koszt kapitału ◆ Ceny są przewidywalne, jednak do ich prognozowania niezbędne są ścisłe informacje ◆ Koszt kapitału kształtowany jest przez wysokość stóp procentowych	$P = \frac{d}{r - g}$ gdzie: P = cena akcji (PLN) d = dywidenda na jedną akcję (PLN) r = koszt kapitału (%) g = stopa wzrostu dywidendy (%)
Analiza techniczna	◆ Wartość akcji obliczyć można w oparciu o powtarzające się trendy z przeszłości ◆ Trafne przewidywania czy zwykły przypadek? ◆ W najlepszym razie można przewidzieć jedynie zmiany trendu ◆ Rynek kieruje się instynktem stadnym	◆ „Poziomy oporu" ◆ „Podwójny szczyt" ◆ „Podwójne dno" ◆ „Formacja ramion i głowy"
Teoria błądzenia losowego	◆ Zgodna z analizą fundamentalną; akcjom przypisuje się „wrodzoną" wartość ◆ Założenie: wszelkie informacje są ogólnie dostępne ◆ Wartość zmienia się wraz z pojawieniem się nowych informacji ◆ Wartości gromadzą się wokół średniej w sposób losowy, ponieważ nowe informacje mają charakter przypadkowy	*Hipoteza rynku efektywnego*: ◆ Efektywność alokacyjna ◆ Efektywność operacyjna ◆ Efektywność informacyjna Stopnie efektywności: niska, średnia i wysoka

Jeżeli spełnione są określone warunki (*przejrzystość* informacji, niskie koszty transakcji i *konkurencyjni* agenci), rynki giełdowe generalnie okazują się efektywne – w tym sensie, że ceny akcji można racjonalnie wytłumaczyć na podstawie dostępnych informacji. Oznacza to, że teoria losowości i związana z nią *hipoteza rynku efektywnego* sprawdzają się w praktyce. Ponieważ trendów nie da

się przewidzieć (a przynajmniej nie ma na to konsekwentnej metody), nie da się również „przechytrzyć rynku". Z drugiej jednak strony kwestia ta zależeć może od stopnia jego efektywności. Dowodem na to są przypadki pojedynczych inwestorów, którym udaje się osiągnąć zwrot z inwestycji znacznie przekraczający średnią rynkową. Również zjawisko wahań cenowych dowodzi, że rynek może zostać zaskoczony lub wręcz ulec panice – nawet jeżeli jego ekonomiczne fundamenty pozostają stabilne. Patrz *ryzyko rynkowe*.

Zaczynać biznes od pary sznurowadeł • **Shoe String Financing** • Działalność gospodarcza przy posiadaniu minimalnego kapitału; właściwie tak małego, że wydaje się, iż firma nie ma nic oprócz pary sznurowadeł. Skromna baza kapitałowa jest dość częstym zjawiskiem w przypadku firm rozpoczynających działalność. Jednym z pierwszych testów dla przedsiębiorstwa jest jego zdolność przetrwania przy nikłych środkach finansowych. Patrz też *kapitał wypracowany w pocie czoła*.



Zaklinacz deszczu (slang) • **Rainmaker** (slang) • Każdy skuteczny i cieszący się szacunkiem specjalista od transakcji, szczególnie bankier inwestycyjny.

Podobnie jak szaman, który zdaje się mieć wpływ na siły natury, inwestycyjny zaklinacz deszczu potrafi wprawić rynek w ruch.



Zaktualizowane roczne przepływy pieniężne • **Equivalent Annual Cash Flow** • Zamiana zmiennych wielkości przyszłych przepływów pieniężnych na ich odpowiednik w postaci *wartości bieżącej*, równej przepływom rocznym. W ten sposób można dokonać porównania przepływów planowanych na różne lata. Obliczenie wymaga dyskontowania przyszłych przepływów pieniężnych, co sprowadza je do ich wartości bieżących, a następnie przekształca się je w wartość równą rocznym przepływom pieniężnym pomnożonym przez wskaźnik dyskonta dla szeregu płatności.

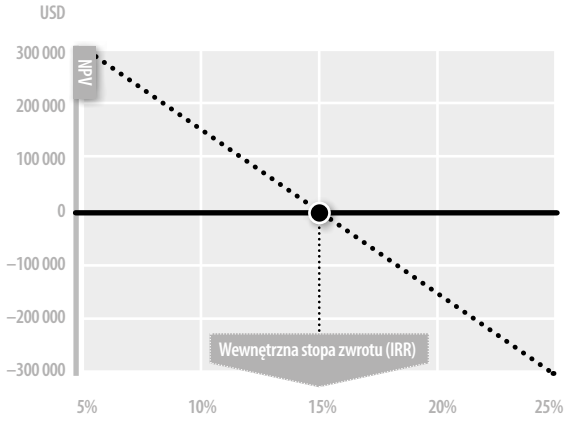
Ekwiwalent rocznych przepływów pieniężnych: przykład					
Rok	T_0	T_1	T_2	T_3	T_4
Przepływy pieniężne	–3000	–50	–100	–200	+500
Współczynnik dyskonta	1	0,909	0,826	0,751	0,683
Wartość PV dla stopy dyskonta = 10%	–3000	–45,5	–82,6	–150,2	+341,5
Wartość bieżąca netto	–2937	÷ 3,170 (AF*) = **– 927 USD/rocznie dla 4 lat**			
* = Wskaźnik dyskonta dla szeregu płatności (4 lata, stopa dyskont = 10%)					

Zaktualizowane roczne przepływy pieniężne są przydatne w razie konieczności dokonania wyboru pomiędzy projektami o różnej długości użytkowania (np. czy powinniśmy kupić sprzęt, który będzie wymagał wymiany co 4 czy 5 lat).

Zaległości w realizacji zamówień • **Order Backlog** • Niezrealizowane przez sprzedawcę zamówienie od klienta. Zamówienie przygotowane do wysyłki oznacza bliską czasowo sprzedaż czekającą w kolejce oraz „zignorowany" przez sprzedawcę popyt na jego produkty lub usługi. Pewną rolę odgrywa tu komfort psychiczny („mamy co robić jutro"), ale zamówienia przygotowane do wysyłki stanowią przede wszystkim cenną informację pozwalającą przewidzieć *przepływ gotówki*, zaplanować produkcję i podjąć stosowne decyzje dotyczące *zarządzania zapasami*. Tego rodzaju zamówieniami zainteresują się również inwestorzy, szczególnie w przypadku *drogich* dóbr kapitałowych wymagających projektowania (np. stocznia, producent samolotów albo sprzedawca systemów komputerowych). Zbyt dużo zaległości w realizacji zamówień może być symptomem „wąskiego gardła" oraz wskazywać na konieczność *wydatków inwestycyjnych* w celu zwiększenia zdolności produkcyjnych.

Zależność NPV od stopy dyskonta • **NPV Profile** • Graficzne przedstawienie różnych wariantów *wartości bieżącej netto* (NPV) projektu i zmiennej stopy dyskonta. Wraz ze wzrostem stopy dyskonta (i jednoczesnym spadkiem wartości przyszłych przepływów gotówkowych) nastąpi obniżenie NPV. Stopa dyskonta skutkująca NPV równą zero stanowi jej *wewnętrzną stopę zwrotu*.

Zależność wartości bieżącej netto (NPV)



Zamienne papiery wartościowe • **Convertible Securities** • *Obligacje* albo też *akcje uprzywilejowane,* które można wymienić na ustaloną wcześniej kwotę akcji zwykłych. Liczba akcji przypadających na wartość nominalną papieru wartościowego stanowi cenę zamiany, czyli obligacja na 1000 dolarów dająca 40 akcji daje cenę 25 dolarów za akcję. Jeśli akcje są w obrocie po wyższej cenie, posiadacze papierów wartościowych będą chcieli skorzystać z prawa zamiany, ponieważ mogą zyskać na cenie. Zamienne papiery wartościowe są instrumentami hybrydowymi dającymi większą swobodę finansowania. Na przykład firma będąca w trudnej sytuacji może niechętnie emitować więcej akcji po niskiej cenie, ale równie niechętnie będzie emitować więcej długoterminowych papierów dłużnych. Zamienna obligacja skusi spekulujących inwestorów, którzy odpowiednio doceniają potencjał dużych zysków, jeśli ceny akcji wzrosną; tymczasem inwestorzy są bezpieczniejsi, będąc pożyczkodawcami, w razie gdyby firma upadła. Walory zamienne są zwykle realizowane na wniosek posiadacza. Mogą jednak być skonstruowane tak, by były zamienne na wniosek emitenta (a inwestorowi trzeba wypłacić zysk rekompensujący dodatkowe ryzyko wynikające z przymusowej zamiany na akcje). „Obowiązkowe zamienne papiery wartościowe" po określonym terminie automatycznie zamieniają się w akcje. W porównaniu do pozostałej części rynku obligacji rozmiar rynku zamiennych papierów wartościowych jest dość ograniczony.

Zamknięty fundusz inwestycyjny • **Closed-End Investment Fund** • Fundusz inwestycyjny o stałej liczbie akcji w obrocie. Fundusze zamknięte emitują ogólnodostępne akcje w ramach *pierwszej oferty publicznej*. Następnie inwestują przychody i zamieniają je na inwestycje w papiery wartościowe. Akcje w funduszu będą w obrocie na rynku albo poniżej ich wartości aktywów netto („z dyskontem"), albo powyżej tej wartości („z premią"). Jeśli inwestorzy funduszu chcą się z niego wycofać, muszą sprzedawać swoje akcje na rynku. W przeciwieństwie do *otwartego funduszu inwestycyjnego* fundusz zamknięty nie ma obowiązku wykupu akcji poprzez zlikwidowanie swoich inwestycji. To pozwala uniknąć presji sprzedaży na wypadek rezygnacji inwestorów. Fundusz taki nazywany jest również „zamkniętą spółką inwestycyjną" lub „funduszem notowanym na giełdzie".

Zapasy wojenne (żargon) • **War Chest** (vernacular) • Wyjątkowo duża jak na normalne potrzeby transakcyjne akumulacja gotówki dla ostrożności bądź w celach spekulacyjnych. Termin ten jest związany z dużymi korporacjami, które przygotowują się do operacji przejęcia. Koncept „wojny" polega na możliwości finansowania konfliktu takiego jak walka licytacyjna z konkurencyjnym kupcem.

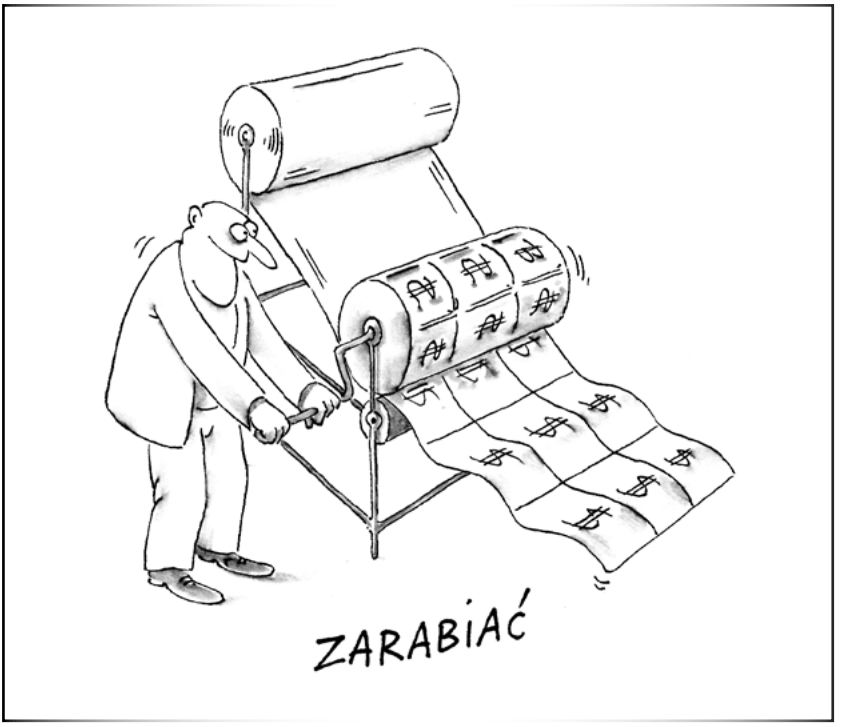


Zapłata warunkowa • **Contingent Consideration** • Cena zakupu, której wysokość uzależniona jest od określonych przyszłych okoliczności. Przykładowo, umowa nabycia spółki może przewidywać, że sprzedawca otrzyma część *zysków* wypracowanych w przyszłości przez sprzedaną jednostkę. Umowa taka ułatwia transakcję sprzedaży w warunkach niepewnych, gdy trudno jest ustalić cenę zadowalającą obie strony (w efekcie nabywca deklaruje więc, że „zapłaci, kiedy okaże się, ile nabywana firma jest faktycznie warta"). Innym przykładem zapłaty warunkowej może być cena uzależniona od wyceny przeprowadzonej przez stronę trzecią („zapłacimy tyle, ile ekspert uzna za wartość godziwą"). Zapłata warunkowa powstaje doraźnie, gdy pojawia się zagrożenie ryzykiem, czy transakcja dojdzie do skutku. Żadna ze stron nie chce żadnych niedomówień. Pomiędzy stronami musi istnieć zaufanie w zakresie realizacji porozumienia. Wszelkie tego typu umowy znacznie komplikują kwestię uznawania kosztów (w rachunkowości nabywcy) i przychodów (w rachunkowości sprzedawcy) – patrz *Kompendium terminów z zakresu rachunkowości po polsku i angielsku*.

Zapychanie kanałów • **Channel Stuffing** • **Trade Loading** • Jedna z technik upiększania wyników, polegająca na zwiększaniu *sprzedaży* i *zysków* przez

wpompowanie nadwyżki towarów (tj. ilości przekraczającej realistyczny popyt) do kanałów dystrybucyjnych niefunkcjonujących na zasadach rynkowych. Odbiorcy działający na zasadach rynkowych zazwyczaj ograniczają zakupy, gdy mają nadwyżki zapasów. Sprzedawcy mogą jednak czasami wymusić nabycie towarów, jeżeli mają silną pozycję rynkową, zaoferują bodźce niefinansowe lub jeżeli ich relacja z odbiorcą ma charakter szczególny (jak np. przy umowach *franczyzy* lub dystrybucyjnych). Nie można jednak zapominać, że długofalowa dobra kondycja sprzedawcy uzależniona jest od jego odbiorców. Jeżeli mają oni zbyć nadwyżkę zapasów, nadejdzie kiedyś dzień, w którym trzeba się będzie zmierzyć z „zablokowaniem kanałów".

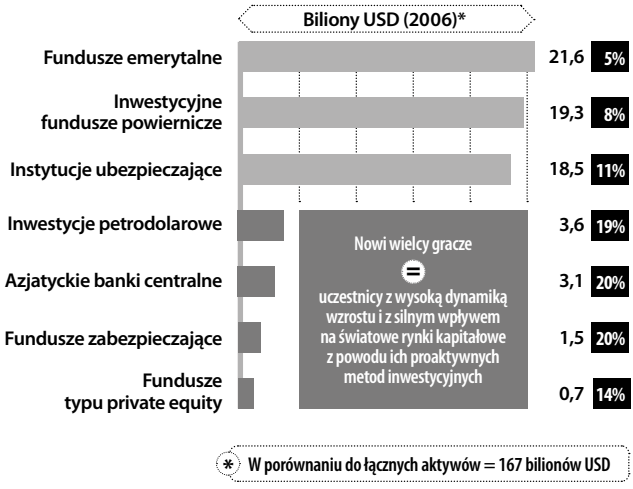
Zarabiać • **Make Money** • Nieformalne określenie na wypracowywanie *zysku*. Ściślej rzecz biorąc, powinno się raczej mówić „zwiększać wartość netto", bo na tym właśnie polegają *rentowność* i dobre *wyniki finansowe*. Zdarza się, że przedsiębiorstwo wypracowuje nadwyżkę środków pieniężnych, nie będąc jednocześnie rentownym (przykładem może być podupadająca firma wyprzedająca swoje aktywa). Stan konta bankowego bywa więc mylący – dlatego ważną rolą rachunkowości jest dokonanie rozróżnienia płynności i rentowności.



Zarządzanie aktywami (usługa) • **Asset Management (Service)** • Usługa finansowa, za pomocą której aktywa, z reguły znajdujące się w obrocie *papiery wartościowe*, trzeciej strony są zarządzane przez jednostkę zewnętrzną, przeważnie przez profesjonalnego doradcę finansowego lub *instytucję finansową*. W zamian doradca pobiera prowizję i czasem nawet ma udział w zyskach (patrz *formuła 2 i 20*). Stopień swobody w zarządzaniu obejmuje bierne usługi powiernicze po działalność wysoko spekulacyjną funduszu hedgingowego i jest z reguły z góry sprecyzowany. Zarządzanie aktywami jest związane z problemem *zbieżności celów*, który nieuchronnie pojawia się, kiedy zarządza się cudzymi pieniędzmi (tzn. zleceniodawcy mają najwięcej do stracenia z powodu złych decyzji ich przedstawicieli). Jednakże korzyści wynikające z tego, że profesjonalista zajmuje się złożonym procesem zarządzania majątkiem, równoważą to ryzyko. Ponieważ profesjonalni doradcy, którzy zajmują się zarządzaniem aktywami, mogą zaoferować takie przewagi jak np. doświadczenie, korzyści skali, dostęp do specjalistycznej wiedzy na temat inwestowania, bliskie kontakty na *rynkach kapitałowych*, osiągają zwykle lepsze wyniki od indywidualnych inwestorów, którzy działają na własną rękę. Z łącznej kwoty aktywów finansowych (167 bilionów dolarów w 2006 roku) około 40% jest zarządzanych właśnie w ten sposób (patrz wykres poniżej). Mimo iż większość aktywów jest ulokowana w tradycyjnych instrumentach, jak *fundusze emerytalne*, *inwestycyjne fundusze powiernicze*, *firmy ubezpieczeniowe*, coraz ważniejszą rolę grają bardziej proaktywni, strategiczni doradcy zarządzania aktywami, jak *państwowe fundusze inwestycyjne*, *fundusze hedgingowe* oraz *fundusze typu private equity*.

Zarządzanie aktywami: globalnie

Złożona stopa wzrostu rocznego (CAGR) w latach 2000–2006

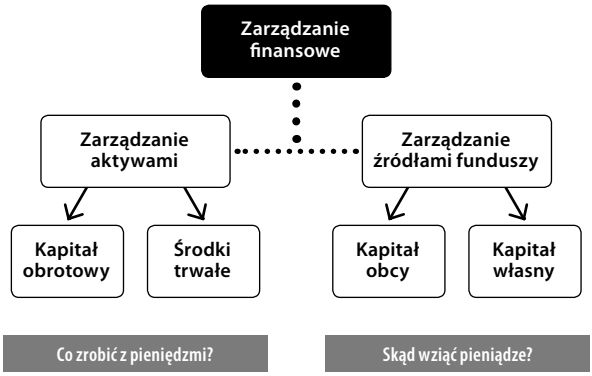


Źródło: „The McKinsey Quarterly", 2008, nr 1, s. 84

Patrz również *inwestowanie w portfele indeksowe* i *bankowość prywatna* (*Kompendium terminów bankowych po polsku i angielsku*). Przeciwieństwo inwestycji na własny rachunek i zarządzania pasywami.

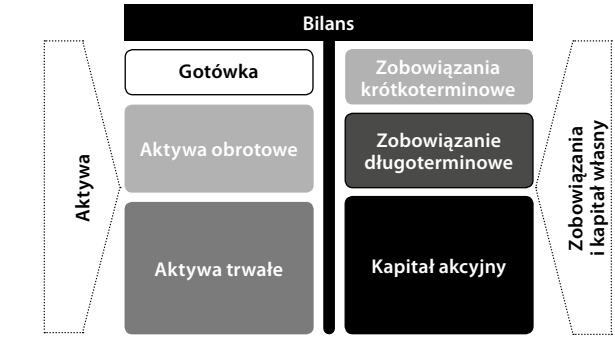
Zarządzanie bilansem (żargon) • **Managing the Balance Sheet** (vernacular) • Decyzje *finansowe* związane w przeważającej mierze z relacjami w ramach *bilansu*. W szczególności chodzi tu o proces dopasowania aktywów i pasywów, zachowanie optymalnej *struktury kapitałowej* przy jednoczesnej minimalizacji *średniego ważonego kosztu kapitału* oraz zapewnienie stabilnym relacjom kapitału obrotowego optymalnej kompensacji ryzyka (*płynność*) w postaci zysków. Zarządzanie bilansem należy rozumieć na zasadzie kontrastu z działem sprzedaży, gdzie w centrum zainteresowania są przychody, oraz z działem produkcji, skupiającym się na kosztach.

Zarządzanie bilansem



Zarządzanie bilansowe (żargon) • **Balance Sheet Management** (vernacular) • Dbanie o dobrą kondycję przedsiębiorstwa na podstawie informacji zawartej w bilansie. Bilans nie może być zarządzany dosłownie (jest tylko miarą przeszłych zdarzeń), jednakże zależności pomiędzy jego składnikami dają możliwość oceny płynności, wypłacalności i wypracowanej dla akcjonariuszy wartości. Można przedstawić następującą analogię: bilans to „konstrukcja silnika", czyli jego wydajność, a zysk w rachunku zysków i strat to „konie mechaniczne", czyli osiągana moc.

Zarządzanie bilansowe

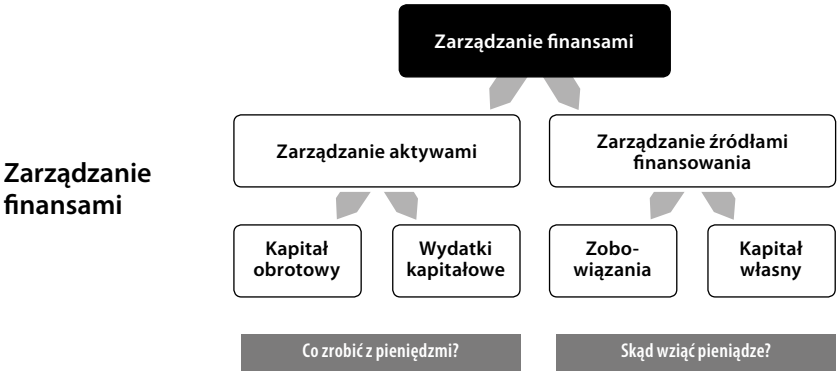


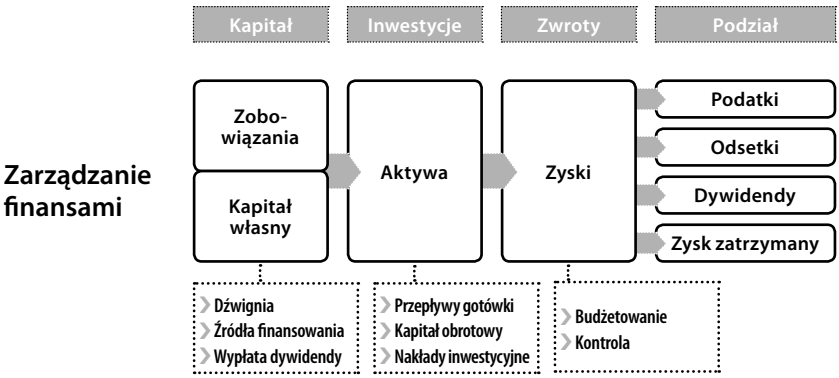
Zarządzanie gotówką: wypłacalność, finansowanie wzrostu
Zarządzanie kapitałem obrotowym: ściąganie należności, zapasy, zobowiązania bieżące
Nakłady kapitałowe: ocena projektów inwestycyjnych, zdyskontowane przepływy pieniężne
Źródła finansowania: dźwignia, ryzyko, struktura kapitału
Kapitał akcyjny: tworzenie wartości, dywidenda, rynki kapitałowe

Zarządzanie finansami • **Financial Management** • Jedna z funkcji zarządzania, dotycząca decyzji na temat źródeł i sposobów wykorzystania zasobów finansowych w firmie (*funkcja finansowa*). Ponieważ element zarządzania finansowego jest zawarty we wszystkich działaniach mających na celu maksymalizację zysków firmy, wiążąc się więc również z produkcją i sprzedażą, można w zarządzaniu finansowym wyróżnić trzy zasadnicze zakresy:

Zarządzanie finansami	
Zakres	**Opis**
Działalność inwestycyjna i operacyjna	• Pomaga wybrać do realizacji projekty o najwyższej stopie zwrotu • Stosuje proces budżetowania kapitałowego dla dokonywania wyborów nakładów kapitałowych; stosuje krótkoterminowe zarządzanie finansowe do wyboru inwestycji w kapitał obrotowy • Nadzoruje funkcję księgową, w ramach której następuje planowanie, kierowanie, pomiar i kontrola działań operacyjnych; nadzoruje wskaźniki rentowności
Zdobywanie nowych źródeł finansowania	• Pozyskuje własne i obce źródła finansowania aktywów • Dokonuje wyboru optymalnego *poziomu dźwigni finansowej*, określa ryzyko utraty płynności • Optymalizuje średni ważony koszt kapitału
Utrzymanie posiadanych źródeł finansowania	• Stosuje zarządzanie gotówką dla zapewnienia terminowej obsługi zadłużenia i uniknięcia naruszenia warunków umowy; przestrzega warunków umów i przepisów (np. dotyczących sprawozdawczości finansowej, płatności podatków, przepisów dotyczących papierów wartościowych itp.) • Podejmuje decyzje co do wysokości wypłacanej dywidendy, kierując się potrzebą maksymalizacji wartości; utrzymuje komunikację z udziałowcami i rynkami kapitałowymi w celu maksymalizacji cen akcji • Zapewnia wzrost poprzez zyski zatrzymane lub nowy kapitał własny, unika przegrzania przez zrównoważony wzrost

W dużych spółkach korporacyjnych zarządzanie finansowe leży w zakresie odpowiedzialności pełnoetatowych menedżerów (patrz *dyrektor finansowy*). Dla małych i średnich spółek zarządzanie finansami bez zatrudniania specjalisty stanowi duże wyzwanie.





Zarządzanie komisaryczne (USA) • **Conservatorship** (USA) • Utrzymanie aktywów poprzez dofinansowanie „ratunkowe", połączone z nadzorem nad zarządzaniem. Stosowane zamiast bankructwa wobec podmiotów, których dotyczy doktryna „za duży, żeby upaść". Przykładem takich działań rządu USA w 2008 roku było postępowanie wobec dwóch wielkich firm wspieranych przez rząd, Fannie Mae i Freddie Mac, które łącznie są kluczem do uzdrowienia sytuacji na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych.

Zarządzanie kryzysowe (na rynkach kapitałowych) • **Crisis Management (in Capital Markets)** • „Krytyczny dla misji firmy" aspekt pionu *relacji inwestorskich* występujący, gdy w firmie dochodzi do nagłego, nieoczekiwanego i negatywnego zdarzenia. Na przykład nagle firma zostaje bezpodstawnie pozwana w sprawie odpowiedzialności za produkt. Czy firma przegra? Ile będzie ją kosztowała przegrana? Czy dojdzie do kolejnych pozwów? I co najważniejsze – jak bardzo ucierpi na tym *wartość dla akcjonariuszy*? Kluczowy jest tu nie tyle sam problem (którego zwykle nie udaje się ukryć), ile raczej ilościowe oszacowanie jego zakresu i implikacji. Wiarygodność firmy zostaje poddana próbie. Czy firma mówi wszystko? Czy próbuje sprawę zatuszować i nadać pozytywny wydźwięk złym wiadomościom? Giełdy często mają tendencję do zakładania niekorzystnego rozwoju zdarzeń, a następnie powrotu do normy po stwierdzeniu, iż początkowy sceptycyzm był przesadny.

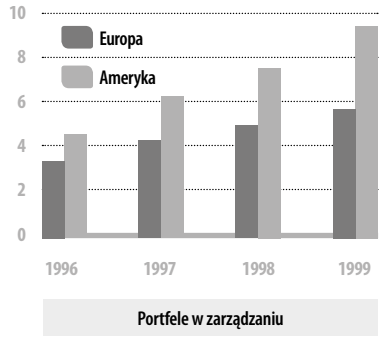
Trzy „A"

W każdym rodzaju **zarządzania w sytuacji kryzysowej** ważne były trzy „A" – **a**cknowledge, **a**pologize, **a**ct (czyli: akceptacja, przeprosiny i działanie). Spółka musiała pogodzić się z istnieniem problemu, przeprosić za swoje błędy, które go spowodowały, a następnie przedstawić plan naprawy sytuacji.

Kurt Eichenwald *Conspiracy of Fools* (*Spisek głupców*), 2005, s. 507

Zarządzanie portfelem • **Portfolio Management** • Usługa finansowa polegająca na prowadzeniu księgowości, powiernictwie i, co najważniejsze, podejmowaniu decyzji w kwestii kupna i sprzedaży papierów wartościowych z portfela będącego własnością innych osób. Z tytułu świadczenia takiej usługi pobierana jest „prowizja za zarządzanie" (powiedzmy, wysokości 1% wartości aktywów). Zarządzanie portfelem jest atrakcyjne na rynku dla małych, detalicznych inwestorów, którzy cenią sobie fachową obsługę profesjonalnych inwestorów. Patrz także *fundusz powierniczy*.

Zarządzanie portfelem (usługa)
Biliony USD



Źródło: „The Economist", 8 lipca 2000

Zarządzanie powierzonym majątkiem • **Stewardship** • Podejście do prowadzenia działalności opierające się na poczuciu odpowiedzialności wobec innych. Jest ono szczególnie pożądane wśród bankowców, którzy obracają pieniędzmi osób trzecich. Z poczucia odpowiedzialności w sposób naturalny wynikają takie działania jak zabezpieczanie się przed ryzykiem, nadzór oraz ostrożność. Słowo „stewardship" w języku angielskim stało się nieco przestarzałe. Bardziej współczesnym słowem byłoby „accountability" (odpowiedzialność). Słowo pochodzi z biblijnej przypowieści o „słudze dobrym i wiernym" (Ewangelia według św. Mateusza 25, 14–28).

Obowiązek powierniczy

Otwarcie przedstawić fakty to nie martwić się na przyszłość ani nie oskarżać przeszłości. Mądry spadkobierca sporządza staranny spis przekazanego mu majątku i rzetelnie rozlicza się przed osobami, wobec których ma obowiązek powierniczy.

John F. Kennedy (1917–1963)

Zarządzanie przedsiębiorstwem • **Management/Managers** (Business) • Wszelkie działania zmierzające do zapewnienia przedsiębiorstwu sukcesu w warunkach konkurencji rynkowej. Ujmując rzecz krótko, zarządzanie polega na podejmowaniu odpowiednich działań w odpowiednim czasie i z odpowiednim zyskiem. Jest zorientowane przede wszystkim na wyniki – przy czym jest dziedziną praktyczną, przy podejmowaniu decyzji kierującą się przede wszystkim rynkowym zdrowym rozsądkiem. W tym względzie zarządzanie różni się od czynności proceduralnych, niepozostawiających miejsca na samodzielne

decyzje (stanowiących w istocie „administrację", a nie zarządzanie przedsiębiorstwem). Istnieje wiele definicji i koncepcji zarządzania, z których większość zawiera następujące elementy:

- wizję misji przedsiębiorstwa lub strategię, która będzie konkurencyjna na rynku,
- wytyczanie konkretnych celów i pomiar postępów w ich osiąganiu,
- organizację, np. wytwarzania produktów, sprzedaży, funkcjonowania systemu finansowego itd.,
- negocjowanie, planowanie, *budżetowanie* i działania koordynacyjne,
- przewidywanie *ryzyka* i *zabezpieczanie się* przed niepowodzeniami,
- kontrolę odchyleń od planu przez podejmowanie szybkich, starannie przemyślanych i racjonalnych decyzji,
- pełnienie funkcji przywódczych i organizację pracy zespołowej w celu motywacji pracowników,
- zmiany w koncepcji działania mające sprostać nowym wyzwaniom lub możliwościom.

Trudno jest oceniać kompetencje zarządu, nie odwołując się do *wyników finansowych*, które stanowią najważniejszą miarę sukcesu przedsiębiorstwa – stąd bierze się ścisły związek między zarządzaniem a rachunkowością. Zarządzania wymaga każde przedsiębiorstwo. Jedną z zalet *małych i średnich przedsiębiorstw* jest fakt, że menedżerowie są często również ich właścicielami. Z kolei złożoność dużych przedsiębiorstw pociąga za sobą potrzebę wynajęcia zewnętrznych specjalistów, co często jest źródłem *konfliktu w relacjach zwierzchnik-podwładny* (ponieważ między wynajętym zarządem a *akcjonariuszami* nie występuje całkowita zbieżność interesów). Zarząd ma tendencje do ochrony przedsiębiorstwa oraz własnych stanowisk, podczas gdy akcjonariusze – którzy mogą zdywersyfikować swój portfel – często preferują wyższy stopień ryzyka obiecujący większe zyski.

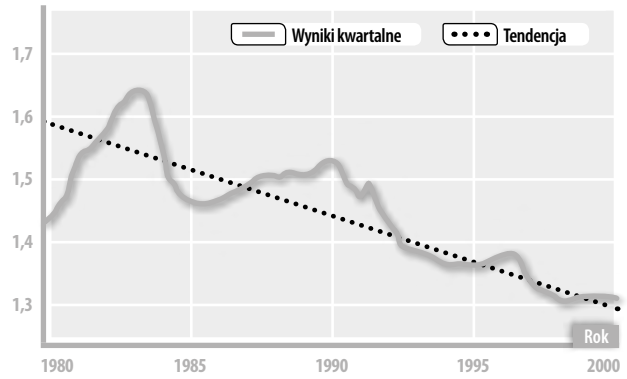
Odważne decyzje

Według ostatnich analiz **zarządzanie** polega na zastąpieniu mięśni myśleniem, chłopskiego rozumu i przesądów – wiedzą, a użycia siły – współpracą. Miejsce posłuszeństwa hierarchii zajmuje obarczenie odpowiedzialnością, a powagę autorytetu zastępuje powaga osiągniętych wyników. Sukces przedsiębiorstwa to dowód na to, że ktoś kiedyś podjął odważną decyzję.

Peter Drucker (1909–2005), amerykański „guru" w dziedzinie zarządzania

Zarządzanie zapasami w systemie „dokładnie na czas” • Just-In-Time (JIT) Inventory Management • Metoda polegająca na przyspieszeniu dostaw, wytwarzania i wysyłki produktów w celu maksymalnego skrócenia czasu zamrażania ulokowanych w nich środków. System „dokładnie na czas” wykorzystuje systemy ERP, *outsourcing*, technologie informatyczne i elektroniczną wymianę danych z dostawcami, aby ograniczyć do minimum poziom zapasów koniecznych do utrzymania produkcji. W takich kategoriach zapasy traktowane są nie jako składnik aktywów, lecz jako miara niewydajności i strat. Prowadzi to do redukcji *kapitału obrotowego* nawet do tego stopnia, że czasem osiąga on wartość ujemną (patrz *ujemny kapitał obrotowy*).

Zapasy w systemie „dokładnie na czas”
Wskaźnik zapasy/sprzedaż



Źródło: Bank Światowy, „Global Development Finance”, 2001

Zasada 72 • Rule of 72 • Prosta zasada, dzięki której można sprawdzić mniej więcej, ile czasu będzie wymagała *siła kapitalizacji*, aby podwoić inwestycję. Wystarczy podzielić 72 przez stopę procentową (a dokładniej stawkę w dziesiętnych razy sto; tj. 8% = 0,08 × 100 = 8). Na przykład można oczekiwać, iż inwestycja rosnąca w tempie 8% rocznie podwoi swoją wartość w ciągu mniej więcej 9 lat (72/8 = 9). Porównaj z *zasadą 78* (*Kompendium terminów bankowych po polsku i angielsku*).

Zasada braku zależności • Irrelevance Proposition • Koncepcja, według której inwestowanie i finansowanie to całkowicie niezależne formy działania. Na pierwszy rzut oka idea ta wydaje się dziwaczna (lecz według słów z „The Economist” z 9 lutego 2006 roku stanowi jedno z „najbardziej zadziwiających spostrzeżeń myśli ekonomicznej”). Wartość aktywów jest zależna od *wartości bieżącej netto* ich *przyszłych przepływów*. Z tego wynika, że nieważne, jak przepływy te w konsekwencji będą rozdzielone pomiędzy właścicieli i pożyczkodawców,

którzy dostarczyli kapitał do finansowania aktywów. Menedżerowie nie powinni przejmować się finansowaniem, a raczej powinni dążyć do maksymalizacji wartości po stronie aktywów w bilansie. Źródeł zasady braku zależności trzeba szukać w „czarnej skrzynce" teoretycznych założeń funkcji produkcji. Wtedy to po raz pierwszy ekonomiści Modigliani i Miller sformułowali twierdzenie na ten temat, jednak ograniczyli je do konkretnych warunków, które rzadko występują w praktyce (patrz *istotne koszty niezależne*). Twierdzenie to jest kamieniem węgielnym nowoczesnych finansów, ponieważ zmusza nas do zadania pytania: dlaczego finansowanie ma znaczenie? Odpowiedź rzuca światło na to, co dzieje się w rzeczywistości na rynkach. Zasada braku zależności niesie z sobą kilka istotnych skutków:

- jeśli wystarczająco się przyłożymy (np. poprzez ustalenie odpowiedniej struktury, kompleksową analizę itp.), praktycznie prawie wszystkie projekty ekonomicznie uzasadnione znajdą finansowanie;
- fuzje nie zmienią wartości firmy za sprawą „przepakowania" akcji;
- wraz ze wzrostem udziału zadłużenia w strukturze kapitału rośnie ryzyko dla kapitału własnego;
- racjonalni akcjonariusze będą oczekiwać wyższych zwrotów z zainwestowanego kapitału, co zrównoważy korzyści z wyższego zadłużenia firmy.

Jednak kombinacja kosztów związanych z relacjami przełożony-podwładny, niedoskonałych rynków, zniekształceń wynikłych z opodatkowania dochodu powoduje ograniczenie możliwości zastosowania powyższych idei. Na szczęście dla pełniących funkcje finansowe (dla nich finansowanie **ma** znaczenie) czas tej teorii jeszcze nie nadszedł.

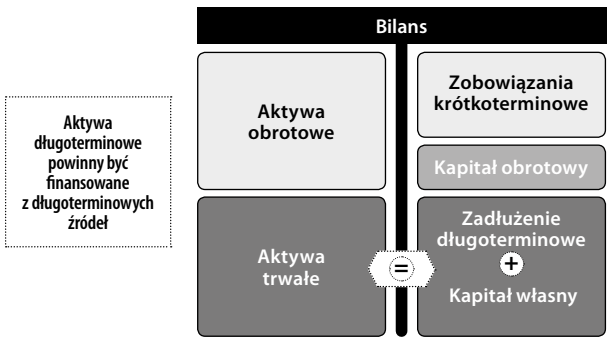
Zasada dopasowania • **Matching Principle (Financial)** • Koncepcja przyporządkowania źródeł finansowania i finansowanych aktywów. Ponieważ to właśnie konwersja aktywów i *przepływ środków pieniężnych* związany z tymi aktywami wymagają wewnętrznego zrównoważenia źródeł finansowania (zarówno pasywa, jak i kapitał własny), jest zrozumiałe, że powinna być między nimi równowaga, czyli powinny być do siebie dopasowane. W idealnym wypadku źródła finansowania powinny być odbiciem różnych cech zaangażowanych aktywów:

Dopasowanie		
Aktywa		**Akcje zwykłe**
• Cel • Płynność • Zapadalność • Waluta • Spontaniczność	⇔	• Źródło • Oprocentowanie stałe • Oprocentowanie zmienne • Tymczasowe • Zapadalność

Możemy znaleźć wiele przykładów stosowania zasady dopasowania w finansach:

Dopasowanie	
Poziom	**Przykład**
Transakcyjny	• Chwilowa zwyżka w finansowaniu sezonowych zapasów kredytem bankowym • Finansowanie gotówki i *należności* długiem bankowym • Okazjonalny kredyt handlowy finansujący *zapasy*
Portfela	• Pasywa o oprocentowaniu zmiennym finansują aktywa o oprocentowaniu zmiennym • Długoterminowe finansowanie na aktywa niepłynne • Przepływ waluty obcej w gotówce obsługuje dług zagraniczny
Zestawienia bilansowego	• Długoterminowy dług finansujący środki trwałe • Wysoki wskaźnik zadłużenia w stosunku do pewnego przepływu gotówki • Finansowanie aktywów niematerialnych i aktywów wysoce ryzykownych z kapitału własnego
Banku	• Lokaty a vista finansują pożyczki krótkoterminowe • Ostrożnie oszacowane ryzyko aktywów finansowane przez wysoki wskaźnik zadłużenia • Kapitał równoważy potencjalną stratę

Dopasowanie (finansowe)



Zasada Pareto • Zasada „80/20" • Pareto Principle • The „80/20" Rule • Ogromna większość, około 80% istotnych informacji, poczynań czy wydarzeń dotyczy zazwyczaj niewielkiej części, zwykle około 20% całego problemu. Zasada Pareto jest doskonałym narzędziem dla analityków: pozwala ona dotrzeć do sedna kwestii poprzez skupienie się na kilku istotnych zmiennych. Ponadto przesadne zagłębianie się w szczegóły i nadmiar liczb może prowadzić do „paraliżu analitycznego". Oto przykład zastosowania zasady Pareto w analizie finansowej do analizy spółki:

Zasada Pareto		
Kryterium	**Przedmiot analizy**	**Wskaźnik**
Płynny?	Zdolność obsługi bieżącego zadłużenia	Wskaźnik kapitału obrotowego
Wypłacalny?	Zdolność obsługi zadłużenia terminowego	Wskaźnik przepływu środków pieniężnych
Zadłużony?	Poziom ryzyka finansowego	Wskaźnik zadłużenia do kapitału własnego
Rentowny?	Konkurencyjność rynkowa	ROE

Chociaż powyższe wskaźniki pokazują zaledwie ogólny obraz sytuacji finansowej kredytobiorcy, w wielu sytuacjach (np. bankowca zainteresowanego spłatą pożyczek) są one przydatnym kluczem, na czym warto się skupić.

Stosować ostrożnie

Zasada 80/20 to popularna nazwa prawa potęgowego – właściwie zaczęło się od obserwacji poczynionej przez Vilfreda Pareto, iż 80% ziemi we Włoszech znajdowało się w posiadaniu 20% ludności […] Jeśli chodzi o aksjomaty, ten wcale nie jest najbardziej imponujący w kwestii nazwy: można by go równie dobrze nazwać zasadą 50/01, gdyż 50% pracy jest zapewniane przez 1% robotników […] Zasada 80/20 jest [zatem] jedynie metaforą, nie jest nawet zasadą, a na pewno nie sztywną regułą prawa […] [Mimo to] w niektórych sytuacjach może mieć miejsce skupienie stosunku 80/20, o bardzo przewidywalnych i łatwych do analizy cechach umożliwiających bezproblemowe podejmowanie decyzji dzięki temu, że można wcześniej ustalić, gdzie znajduje się to istotne 20%.

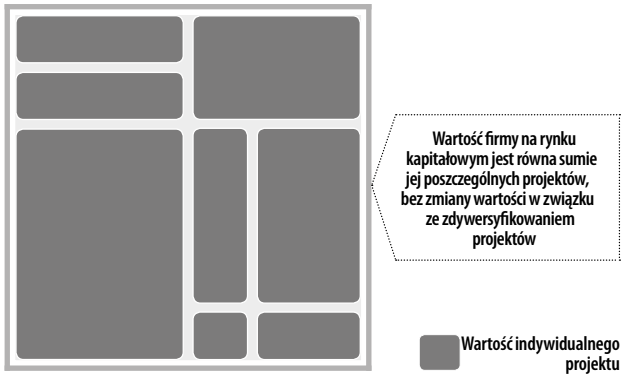
Nassim Nicholas Taleb *The Black Swan* (*Czarny łabędź*), 2007, s. 235

Zasada separacji • **Separation Theorem** • Koncept, według którego menedżerowie przedsiębiorstw powinni skoncentrować się na zmaksymalizowaniu wartości dla akcjonariuszy, bez względu na ryzyko firmy bądź dywersyfikację, ponieważ akcjonariusze dokonują tego sami w ramach swoich portfeli inwestycyjnych, dlatego też decyzje finansowe inwestorów są podejmowane niezależnie od decyzji inwestycyjnych firm. Menedżerowie powinni skupić się na tworzeniu dodatniej *wartości bieżącej netto* przy odpowiednim koszcie kapitału i danym

ryzyku systematycznym firmy. Teoria ta nie ma zastosowania w firmach, które są zarządzane przez właścicieli, takich jak *małe i średnie przedsiębiorstwa.* Ponadto *konflikt w relacjach agencyjnych* wskazuje na to, iż menedżerowie będą zwracać uwagę na ryzyko właściwe danym firmom po to, aby chronić własny interes jako pracownicy.

Zasada sumowania wartości • **Value Additivity Principle** • Pogląd, że wartość firmy jest sumą poszczególnych, oddzielnie wycenianych projektów, bez dodatkowej wartości wynikającej z ich wzajemnych relacji lub synergii. Wyrażona jako równanie wartość bieżąca (PV) dwóch aktywów jest po prostu sumą ich indywidualnych wartości: PV(AB) = PV(A) + PV(B). Zasada sumowania wartości jest prostą, ale istotną zasadą w finansach korporacyjnych, często uważaną za oczywistość. Pozwala menedżerom nie przejmować się wewnętrzną dywersyfikacją (ich akcjonariusze zwrócą na to uwagę) i nie sądzić, że poprzez dywersyfikację mogą uzyskać wzrost wartości. Można także zastosować stałą stopę dyskonta (*koszt kapitału*) do oszacowania projektowanych nakładów bez zmiany stóp dyskonta jako zbiór zmian w projektach w firmie.

Sumowanie wartości



Zasada współodpowiedzialności doradcy (stosowana w USA) • **Aider and Abettor Rules** (USA) • Zasada prawna, która mówi, że doradcy finansowi są współodpowiedzialni za działania swoich klientów, dlatego też adwokat, doradca inwestycyjny, księgowy czy konsultant do spraw zarządzania może być pociągnięty do odpowiedzialności za złe decyzje swoich klientów pomimo tego, że pozornie jego rola ogranicza się do doradztwa. (Przepisy odnoszące się do zaniedbania nakładają na biegłego rewidenta odpowiedzialność wobec akcjonariuszy i wierzycieli bez względu na to, czy jest on z nimi związany umową). Zasada współodpowiedzialności doradcy sprzyja rozszerzeniu odpowiedzialności,

zachęcając niezadowolone strony do wystąpienia na drogę sądową przeciw każdemu, kto jest wystarczająco zamożny. Kiedy Kongres USA wydał w 1995 roku Ustawę o rozstrzyganiu sporów dotyczących prywatnych papierów wartościowych (Private Securities Litigation Reform Act), zamierzał ograniczyć widoczne nadużywanie prawa do pozwów sądowych. Niestety, skandale z Wall Street takich firm jak Enron prowadzą do wzrostu popularności zasady współodpowiedzialności doradcy. Ustawa o odpowiedzialności korporacyjnej (Sarbanes-Oxley Act) przykładowo nakłada odpowiedzialność karną w niektórych wypadkach podania błędnych informacji, nawet jeśli wynikały z błędnej oceny. Zdrowy rozsądek i uczciwość powinny nam podpowiedzieć, że doradcy rzeczywiście ponoszą częściową odpowiedzialność za szkodliwe w skutkach działania swoich klientów. Należy jednak większy ciężar odpowiedzialności kłaść na tych, którzy podejmują decyzje i prowadzą działania.

Zasada wyceny (inwestycji) według kosztu historycznego • Cost Base (Investment) • Koszt lub wartość w określonym momencie w przeszłości. Zazwyczaj oznacza cenę zakupu aktywów przez pierwszego właściciela. Dla obliczenia zysku kapitałowego konieczne jest ustalenie kosztu historycznego, ponieważ tylko w ten sposób można uzyskać poziom odniesienia dla określenia ceny sprzedaży (wyjścia).

Do samego dna

Wierzę, że przeciętny inwestor inwestujący w fundusze przyjmuje **koszt historyczny** odpowiadający około 8000 pkt dla indeksu S&P 500. Kiedy rynek spada poniżej tego poziomu, na giełdzie widać wyprzedaż, jakiej nie było wcześniej, i to prowadzi do spadku, aż do osiągnięcia dna. Dno pojawia się, kiedy nikt nie oczekuje kolejnego ożywienia, bo wtedy nikomu nie zależy.

Zarządzający funduszem hedgingowym, cytat w *Good Reason to Hope*, „Maclean's Magazine", 14 kwietnia 2002, s. 46

Zasady wyceny • Valuation Principles • Techniki stosowane do wyceny *aktywów* dla potrzeb transakcji kupna lub sprzedaży (odbiegające od metod przyjętych w rachunkowości, której zadaniem jest pomiar wyników przedsiębiorstwa). Można oczywiście argumentować, że każdy składnik aktywów wart jest po prostu tyle, ile można uzyskać z jego sprzedaży na rynku. Niemniej jednak

zarówno inwestorzy, jak i spekulanci potrzebują niezależnych i miarodajnych kryteriów, aby wejść na rynek lub ustalić swoją cenę. W przypadku rzeczowych składników aktywów wycena zazwyczaj oparta jest na szacunkowej cenie sprzedaży na warunkach rynkowych po potrąceniu kosztów transakcji. Natomiast *aktywa finansowe* wycenia się zazwyczaj przez zdyskontowanie (po odpowiedniej *stopie dyskonta*) związanych z nimi spodziewanych *przepływów pieniężnych* generowanych przez zabezpieczenie:

Wartość			
Wartość	=	$\sum_{N=0}^{\infty}$	$\frac{\text{Przepływy pieniężne}}{(1 + r\%)^N}$

Dla finansisty wartość sprowadza się do kilku parametrów. Po pierwsze, jakie środki pieniężne będą dostępne i kiedy? Po drugie, jaka jest *wartość pieniądza w czasie* i jakiej potrzeba *premii za ryzyko*, aby zrekompensować niepewność dotyczącą przyszłości? Zasady wyceny stają się szczególnie skomplikowane, gdy wielkość przyszłych przepływów pieniężnych nie jest określona w umowie, lecz zależy od *wyników* rynkowych. Przykładowo, wartość *akcji* zależy zarówno od wielkości zysku przedsiębiorstwa emitenta, jak i od czynników rynkowych – takich jak możliwości inwestycji w akcje innych przedsiębiorstw. Patrz również *wycena przedsiębiorstwa według modelu wzrostu dywidendy*.

Zasądzenie zwrotu zysku • **Return of Profits Regulations** • Sankcja używana przez SEC, amerykańską komisję papierów wartościowych i giełd, wobec oskarżonych o transakcje z wykorzystaniem informacji poufnych. Uzyskane w ten sposób zyski przepadają, ale oskarżony w zamian za to ma możliwość nieprzyznania bądź przyznania się do czynu.

Zasilanie kropelkowe (slang) • **Drip-Feeding** (slang) • W inwestycjach wysokiego ryzyka, venture capital praktyka stopniowego dostarczania gotówki na start nowego biznesu. Gotówka dostarczana jest „po kropelce" z kilku powodów. Po pierwsze dla uniknięcia rozrzutności w razie dostępu do zbyt dużej ilości gotówki. Po drugie dla dostarczenia przedsiębiorcy motywacji do dalszej realizacji planów. Wreszcie zasilanie kropelkowe ogranicza ryzyko, kiedy realizacja przedsięwzięcia zostanie zaniechana.



Zastępczy mechanizm zabezpieczający • **Hedge Equivalent** • Każdy mechanizm finansowy mający przynieść efekt identyczny z *hedgingiem*. Na przykład przedsiębiorstwo uzyskuje część swoich przychodów w twardej walucie. Jest zatem narażone na ryzyko kursowe. Może więc postanowić przekonwertowanie części posiadanych kredytów na twardą walutę. Przyporządkowanie sobie przeciwstawnych źródeł gotówki (np. w razie osłabienia się twardej waluty straty przychodów zostaną zrekompensowane mniejszymi kosztami spłaty zadłużenia) pomoże zmniejszyć ryzyko kursowe. Patrz również *hedging naturalny*.

Zautomatyzowany obrót akcjami • **Automated Equity Trading** • Wysokowolumenowy obrót akcjami prowadzony na podstawie modeli komputerowych wyszukujących możliwości *arbitrażu*. Ze względu na duże wolumeny obrotów maklerzy prowadzący zautomatyzowany obrót akcjami mogą wynegocjować niższą prowizję za usługi maklerskie. W USA taki obrót podobno stanowi 30% obrotów (źródło: „The Economist", 14 czerwca 2003, s. 79). Szczególnie aktywnie korzystają z tego *fundusze hedgingowe.*

Zawalić się z hukiem (slang) • **Go Down the Tubes/Chute** (slang) • Doświadczyć katastrofy finansowej. Zwykle wiąże się z tym *upadłość* i likwidacja. Jesteście skończeni.

Zawieszenie obrotów (żargon) • **Circuit Breaker** (vernacular) • Zasady giełdowe, które dopuszczają chwilowe zawieszenie obrotów w czasie, kiedy występują niezwykle duże rozbieżności pomiędzy zleceniami zakupów i sprzedaży. Taka możliwość „uspokojenia się" pozwala rynkowi na to, by:

- ograniczyć skrajną zmienność cen; jako że dramatyczne zmiany cen mogą być zjawiskiem samonapędzającym się, może to zapobiec sprzedaży dyktowanej paniką lub zakupom spekulacyjnym;
- uczestnicy rynku mogli wykorzystać ten czas do ponownej oceny sytuacji i podjąć decyzję o dalszych działaniach, zamiast podążać za „stadem"; to prowadzi do podejmowania lepszych decyzji inwestycyjnych.



Zawieszenie obrotu zostało po raz pierwszy zastosowane po poważnym krachu na giełdzie w 1987 roku. Ceną, jaką płaci się za takie ograniczenia działań rynku, jest ograniczona *płynność*, dlatego też zalety zawieszania obrotu są dość dyskusyjne.

Zbić kasę na rynku (slang) • **Make a Killing on the Market** (slang) • Zarobić mnóstwo pieniędzy, grając na giełdzie. Korzenie tego wyrażenia sięgają slangowego określenia dużego zysku w XIX wieku. Ma to konotację jednorazowego łutu szczęścia, a nie przejawu geniuszu finansowego.

Zbieranie śmietanki (slang) • **Churning** (slang) • Celowe zachęcanie – zwykle na drodze rekomendacji – do dokonywania wielu zakupów i sprzedaży w giełdowym portfelu *papierów wartościowych*. Ponieważ działalność maklerska przynosi dochód z prowizji, z reguły jest ona bardziej opłacalna dla klientów, którzy „dużo mieszają", w przeciwieństwie do klientów, którzy wolą strategię „kupuj i trzymaj". Różnica pomiędzy zbieraniem śmietanki a bardziej usprawiedliwioną *realizacją zysków* polega na proporcjach i równowadze.



Zbieżność celów • **Goal Congruence** • Sytuacja, w której cele poszczególnych jednostek pozostają w zgodzie z celami większej grupy, do której jednostki te należą. W przypadku przedsiębiorstw o zbieżności celów mówi się, gdy cele pracowników pokrywają się z celami *akcjonariuszy*. *Konflikt w stosunkach agencyjnych* potwierdza trudność osiągnięcia idealnej zbieżności celów, o ile nie zostaną podjęte świadome działania w tym kierunku – np. *opcje na akcje*. Zbieżność celów jest niezwykle istotna dla motywacji i kontroli efektywności pracowników. Przykładowo, jeżeli system budżetowy nadmiernie skupia się na pewnym konkretnym wskaźniku efektywności (np. na ograniczeniu *kosztów*), pracownik może koncentrować się jedynie na tym kryterium, zamiast mieć na względzie określony cel nadrzędny (np. jakość obsługi klienta czy maksymalizację *zysku*). Aby zapewnić odpowiednią zbieżność celów, konieczne jest reali-

styczne spojrzenie na ludzkie motywacje (czyli postawienie pytania: co oni będą z tego mieli?).

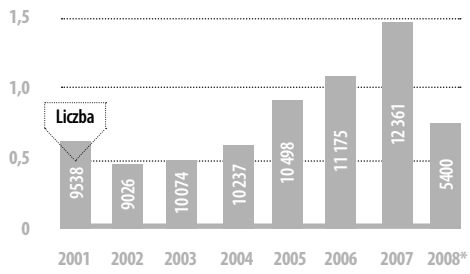
Zgodność

Wiem, że [akcjonariusze] będą z czasem zadowoleni z naszych decyzji. Jestem tego tak pewien, że właściwie poprosiłem Komisję do spraw Wynagrodzeń naszego Zarządu, by wypłaciła mi pieniężny dodatek motywacyjny w akcjach GE za osiągnięcie wyników w roku 2005. Zastąpią one środki pieniężne i mogą przynieść większą liczbę akcji GE, jeśli będziemy mieć dobre wyniki w przyszłości. Jestem całkowicie **zgodny z Wami**.

Jeffrey Immelt, prezes General Electric, cytowany w *Liście do akcjonariuszy GE* w *Sprawozdaniu rocznym GE za rok 2005*, s. 6

Zbycie aktywów • **Divestiture** • Sprzedaż aktywów, najczęściej w formie pakietu lub kontynuowanej działalności. Spółka holdingowa może np. pozbyć się jednej ze swoich jednostek zależnych przez sprzedaż indywidualnemu nabywcy (oferta niepubliczna, zamknięta) albo na rynku publicznym (pierwotna oferta publiczna). Zbycia aktywów dokonuje się albo w ramach zmiany strategii związanej z *restrukturyzacją przedsiębiorstwa*, albo w ramach procesu windykacyjnego zmierzającego do zgromadzenia nowych funduszy. Często potrzebni są niezależni doradcy dla oceny aktywów, strukturyzacji transakcji i analizy rynku dla potencjalnych nabywców. Stwarza to zapotrzebowanie na doradztwo finansowe wielu banków inwestycyjnych. Patrz również *wyprzedaż*.

Zbycie aktywów
Globalne zbycie, wartość, mld USD



Źródło: Thomson Reuters, „The Economist", 12 lipca 2008, s. 67

Zbyt powiązani, by upaść • Too Interconnected to Fail Doctrine • Podejście, według którego nowoczesne rynki finansowe oraz instytucje są tak z sobą połączone poprzez wzajemne relacje, takie jak *instrumenty pochodne* oraz *rozliczenia*, że dopuszczenie do upadku któregoś z ważnych członków systemu byłoby niebezpieczne dla całego systemu. Taka filozofia jest odmianą doktryny „zbyt duży, by upaść", według której upadek dużej firmy miałby tak poważne skutki gospodarcze, iż rząd powinien temu zapobiec. Doktryna ta była stosowana w przypadku banków komercyjnych gromadzących depozyty (patrz *Kompendium terminów bankowych po polsku i angielsku*). Gdyby stosować się do tej logiki, należałoby ją rozszerzyć poza granice sektora bankowego i rządy musiałyby być przygotowane na ratowanie każdego silnie powiązanego dużego gracza na rynku finansowym, nie tylko banków. Logika tego argumentu została przywołana w 2008 roku, kiedy System Rezerwy Federalnej USA podtrzymał 30-miliardowym poręczeniem złych długów uratowanie przez P. Morgan Chase banku inwestycyjnego Bear Stearns. Rozciągnięcie publicznej siatki ochronnej nad nieudanymi przedsięwzięciami zakwestionowało doktrynę o prawie do upadku istniejącą na wolnym rynku.

Przemyśl to

Nowe zjawisko firm **zbyt powiązanych finansowo, aby mogły upaść**, jest teraz stałą częścią systemu finansowego […] i potrzeba szerszej dyskusji na temat [pokusy nadużycia] konsekwencji tej sytuacji.

Bankier zajmujący się inwestycjami, cytat z *The Cost of a Lifeline*, „Financial Times", 24 kwietnia 2008, s. 11

Zdyskontowana wartość przyszłych przepływów pieniężnych • Discounted Value of Future Cash Flows • Wartość bieżąca (PV) przyszłych przepływów pieniężnych uwzględniająca spadek *wartości pieniądza w czasie* i ewentualnie korektę z tytułu ryzyka w przyszłości. Obliczenie polega na podzieleniu wartości przyszłej przez współczynnik $(1 + D\%)^n$, gdzie „D%" oznacza stopę dyskonta, a „n" – rok przepływu pieniężnego, a następnie zsumowaniu PV kolejnych lat.

Wartość bieżąca (PV) przyszłych przepływów pieniężnych						
	Wartość bieżąca	**Wartości przyszłe**				
Okres (rok)	T_0	T_1	T_2	T_3	T_4	T_5
Przepływ *		+20,000	+25,000	+30,000	+25,000	+10,000
Współczynnik dyskonta **		.87	.76	.66	.57	.50
Wartości bieżące		+17,400	+19,000	+19,800	+14,250	+10,000
Suma PV		$\Sigma =$ **+ 80,450**				
*	*Tylko odpowiedni przepływ uwzględniający koszty utraconych korzyści*					
**	Zgodny ze stopą dyskonta (w przykładzie D% = 15%)					

Zdyskontowana wartość przyszłych przepływów pieniężnych inwestycji reprezentuje jej godziwą wartość i stanowi podstawę ustalania wartości rynkowej. Wartość rynkowa może różnić się od wartości godziwej z powodu chwilowych braków równowagi pomiędzy podażą a popytem na rynku lub z powodu braku porozumienia co do przyszłych przepływów pieniężnych lub stopy dyskonta. Gotówka uzyskana w przyszłości jest warta znacznie mniej niż gotówka otrzymana dzisiaj (w powyższym przykładzie po 5 latach 50%). Dyskontując przepływy pieniężne, pozbywamy się problemu spadku wartości pieniądza w czasie, dzięki czemu możemy porównać przyszłość do teraźniejszości i przeprowadzić analizę kosztów i korzyści. Porównanie zdyskontowanych wartości do początkowego nakładu inwestycyjnego daje odpowiedź na pytanie, czy projekt przyniesie dodatkową wartość. Wartość bieżąca przyszłych przepływów pieniężnych jest jednym z fundamentalnych narzędzi stosowanych w finansach.

Zerokuponowy papier wartościowy • **Zero-Coupon Security** • *Obligacja* lub akcja uprzywilejowana nieprzynosząca odsetek ani dywidend przed terminem wykupu. Emituje się je z dużym dyskontem w stosunku do wartości nominalnej (czyli *wartości bieżącej* przepływu gotówkowego z wykupu papieru wartościowego według rynkowych stóp procentowych). Zarabia się zatem na wzroście pomiędzy ceną z dyskontem w momencie emisji a wartością wykupu w terminie zapadalności. Instrumenty zerokuponowe są raczej anomalią na rynku. Inwestorzy zwykle chcą otrzymywać jakieś zyski w gotówce w czasie trwania inwestycji. Odroczenie wypłaty zysków zwiększa ryzyko niewypłacalności, ponieważ brak tutaj bieżącego „testu" wypłacalności finansowej w postaci wypłacanych odsetek i obciążenie ostateczną spłatą

jest znacznie zwiększone. Ponadto, ponieważ *zmienność* jest tym większa, im mniejszy kupon, instrumenty zerokuponowe są bardziej podatne na zmienność cen w wyniku wahań rynkowych stóp procentowych. Jednakże różnica pomiędzy rozłożeniem przepływów gotówkowych a ich kosztem może spełniać kilka ważnych funkcji. Przykładowo, emitent może zainwestować dochód w przedsięwzięcie o długim terminie realizacji; wtedy ulga odsetkowa w tym czasie może być lepiej zharmonizowana z przepływami gotówkowymi przedsięwzięcia. Inwestor z powodów podatkowych będzie preferował realizację dochodu poprzez *zysk kapitałowy* (czasami niżej opodatkowany) niż opodatkowanie dochodu pełną stawką podatkową. Kolejną korzyścią jest brak *ryzyka reinwestowania*. Warto zauważyć, że sprawozdawczość finansowa zgodnie z większością standardów rachunkowości, przywołując zasadę przewagi treści nad formą, pomija aspekty czasowe zerokuponowych papierów wartościowych i nalicza koszty finansowania okresowo według rynkowego kosztu finansowego w chwili emisji. Co za tym idzie, rachunkowość memoriałowa kosztów odsetek ukazuje zerokuponowy papier wartościowy jako zwykły instrument finansowy regularnie obsługujący swoje koszty finansowania. Zestawienie przepływów pieniężnych zamyka koło transakcji. Pośrednia metoda obliczania *środków pieniężnych netto z działalności operacyjnej* ponownie dodaje przyrosty odsetek niepieniężnych do wartości zysku netto. Można wtedy zobaczyć, jak zerokuponowy papier wartościowy przenosi w pełni koszty finansowania ze środków pieniężnych z „działalności operacyjnej" na środki pieniężne z „działalności inwestycyjnej". Patrz również *STRIPS*.

Zlecenie „zapobiegania stratom" • **Stop Loss Limit** • Stałe zlecenie sprzedaży papieru wartościowego po cenie rynkowej w sytuacji, gdy cena ta osiąga wcześniej ustalony pułap. W ten sposób, choć nie można zupełnie wykluczyć straty, jest ona przynajmniej ograniczona (jak w tradycyjnym powiedzonku: „pierwsza strata jest zawsze najlepsza").

Zasada numer 1

Pierwszą rzeczą, jaką chcę wiedzieć o transakcji, jest nie to, ile można zarobić, ale ile można stracić. Zatem moja zasada numer 1 brzmi: **„zapobiec stratom"**.

Yra Harris, „bóg handlu",
cytat z artykułu *12 Peak Performers*, „Fortune" (wydanie europejskie),
30 października 2006, s. 42

Zlecenie z limitem • **Limit Order** • Instrukcja klienta dla maklera giełdowego, aby zrealizować transakcję po cenie określonej lub lepszej, zazwyczaj w jakimś określonym przedziale czasu. Pozwala to na oportunistyczne zachowanie oparte na docelowym kursie. Jest to przeciwieństwo zlecenia kupna lub sprzedaży PKC – po każdej cenie, którą makler jest w stanie uzyskać na rynku.

Zlecenie „zrealizuj lub anuluj" (żargon traderów) • **Fill or Kill (FOK) Order** (trading vernacular) • Zlecenie handlu papierami wartościowymi, które zostaje anulowane w razie niezrealizowania w wyznaczonym terminie. Jeśli cena zlecenia jest na poziomie najczęściej występującej ceny rynkowej lub jest to zlecenie z limitem ceny, musi być zrealizowane w całości. Jeśli zlecenie nie zostaje zrealizowane, to automatycznie jest uznawane za anulowane. W ramach tej definicji zlecenie „stop" jest uznawane za realizację.



Złota akcja (slang) • **Golden Share** (slang) • Posiadający specjalne prawa i przywileje udział w *kapitale* własnym przedsiębiorstwa (najczęściej w postaci akcji uprzywilejowanych), niejednokrotnie nabyty po obniżonej cenie. Posiadaczem takiej akcji jest często państwo, zatrzymujące dla siebie udział w sprywa-

tyzowanym przedsiębiorstwie państwowym w celu upewnienia się, czy prywatni inwestorzy wywiązują się ze złożonych uprzednio obietnic. Co więcej, jeżeli przedsiębiorstwo zacznie dobrze prosperować, złotą akcję można odsprzedać, realizując *zysk kapitałowy.*

Złote powitanie (złota aureolka) (slang) • **Golden Hello** (slang) • Bonus wypłacany w momencie podpisania kontraktu przy podejmowaniu nowej pracy. Czasami trzeba użyć przynęty, żeby nowy prezes chciał porzucić swoją aktualną, bezpieczną i wygodną pracę. Szczególnie jeżeli spowoduje to utratę bonusa za wyniki. To trzeba wynagrodzić. Z perspektywy nowo zatrudnianego oferta pracy może nie wydawać się atrakcyjna bez takiej zachęty, zwłaszcza w sytuacji podwyższonego ryzyka, takiego jak *uzdrowienie* firmy. Patrz też *złoty spadochron.*



Złote monety (inwestycje) • **Gold Coins (Investments)** • Preferowaną formą inwestycji „złotych pluskiew" są złote monety. Pomimo tego, że są bardziej niewygodne w przechowywaniu niż akcje kopalni złota, fundusze indeksu złota czy sztaby złota, monety niosą korzyść w postaci łatwiejszej możliwości wymiany. Najpopularniejsze złote monety to:

- południowoafrykańska krugerrand (1967),
- kanadyjska gold maple leaf (1979),

- australijska nugget (1981),
- amerykańska gold eagle (1986).

Ładna

– Jest ładna – przyznała Janice. – Ale czy powinniśmy wspierać Afrykę Południową?
– Dlaczego nie? Dają pracę czarnym, zajmują się wydobyciem. Zaletą **krugerranda** jest – wyjaśniła dziewczyna w sklepie alternatyw finansowych – jego waga. Waży dokładnie jedną uncję trojańską i łatwiej sobie z nim poradzić. Możesz kupić meksykańskie pesos, jeśli chcesz, lub mały kanadyjski maple leaf, ale on jest tak cienki, że złoto ściera się w palcach. I podoba mi się ten jeleń z drugiej strony. A tobie?

John Updike *Rabbit is Rich* (*Jesteś bogaty, Króliku*), 1996

Złote pluskwy (slang) • **Gold Bugs** (slang) • Lekko pejoratywne określenie inwestora entuzjastycznie odnoszącego się do inwestycji w złoto, szczególnie zwolennika teorii przetrwania, przekonanego, że świat w obecnej formie zmierza do swojego końca. Historycznie ceny złota zaczęły wzrastać w klimacie obaw ekonomicznych i politycznych jako wyraz zaufania do pieniądza fiducjarnego i zdolności rządu do utrzymania naruszonego porządku społecznego. Jest to alternatywna forma inwestowania, szczególnie atrakcyjna w celu zachowania bogactwa, a więc dla tych, którzy mają wiele do stracenia. Ponieważ złoto nie wypracowuje stopy zysku i jest kosztowne w przechowywaniu, zwroty na inwestycjach w złoto mają charakter spekulacyjny, wynikają z obaw rynkowych skonfrontowanych z fundamentalnym tworzeniem wartości. Kolejną kwestią do rozważenia jest status banków. Kiedy stopy procentowe depozytów bankowych są ujemne, nie ma kosztów utraconych korzyści zamiany gotówki w złoto. Jeszcze silniejszym bodźcem do wycofywania gotówki z banków jest obawa dotycząca ich płynności. Keynes nazywał złoto „relikwią barbarzyńców". Rzeczywiście, spekulanci, którzy kupili złoto w 1980 roku, kiedy jego cena była najwyższa (2000 dolarów za uncję według cen z 2009 roku), i sprzedali po cenie najniższej w 2000 roku, stracili 70% swoich inwestycji (dla porównania, Dow Jones w tym czasie wzrósł o 1113%). Po roku 2000 cena złota wzrosła do 1000 dolarów w 2008 roku w reakcji na kryzys finansowy, z obawy przed recesją, inflacją i zamieszaniem politycznym na Środkowym Wschodzie. Zatem nadal obserwuj złoto. Patrz także *złote monety*.

Złote pluskwy



Źródło: Thomson Datastream, „The Economist", 28 lutego 2009

Złote pluskwy

Istnieją tylko trzy grupy poza górnictwem i handlem, które w przeszłości manifestowały swój konsekwentny entuzjazm do nabywania złota: brukarze w niebie, krasnoludki i surwiwaliści.

Should You Rush Into Gold?, „Fortune", 28 kwietnia 2008, s. 38

Złoty spadochron (slang) • **Golden Parachute** (slang) • Hojna rekompensata dla dyrektorów, którzy tracą pracę w wyniku przejęcia lub „przewrotu" w zarządzie. Zazwyczaj – ze względu na nie najlepszą atmosferę towarzyszącą takim sytuacjom – pakiet ten negocjowany jest z wyprzedzeniem i obowiązuje jako część pakietu kompensacyjnego. Choć złote spadochrony mają zachęcić dyrektorów do przyjmowania trudnych i niepewnych posad (np. o standardowo wysokiej rotacji), zapewniając im możliwość godnego odejścia, gdy szczęście się odwróci, udziałowcy mogą kwestionować wartość takich pakietów, zwłaszcza gdy wynagradzani dyrektorzy są niekompetentni. Klucz stanowi posiadanie kryteriów oceny wyników będących obiektywnym miernikiem sukcesu lub porażki.

Złożone papiery dłużne • **Complex Forms of Debt** • Szeroka kategoria obejmująca **wszelkie** dłużne papiery wartościowe odbiegające od charakterystyki najprostszego instrumentu finansowego, czyli gdy pożycza się kwotę główną i spłacą ją z odsetkami. Zwykle są one wynikiem *inżynierii finansowej*, by

znaleźć nowatorskie sposoby zebrania kapitału, które są atrakcyjne zarówno dla pożyczkobiorców, jak i inwestorów. Złożone papiery dłużne występują w trzech zasadniczych odmianach:

- „Złożone zobowiązania dłużne" (patrz również *hybrydowe* papiery wartościowe): papiery wartościowe będące kombinacją instrumentów finansowych w jednym pakiecie. Na przykład obligacje zamienne, obligacje z warrantami akcyjnymi oraz obligacje towarowe itp. – wszystkie zapewniają instrument dłużny wspólnie z innym instrumentem;
- „Syntetyczne zobowiązania dłużne": papiery wartościowe, w których początkowe warunki zostały zmienione poprzez zastosowanie instrumentów pochodnych. Do przykładów należą zobowiązania dłużne zmienione przez *swapy* oprocentowane lub swapy walutowe;
- „Zobowiązania dłużne uprawniające do udziału w zyskach": papiery wartościowe zawierające zarówno określone, jak i potencjalne zwroty. Na przykład posiadacz może otrzymać stałą stopę procentową oraz udział w przepływach pieniężnych z przedsięwzięcia.

Księgowość w przypadku złożonych papierów dłużnych może stanowić wyzwanie dla wszystkich stron (inwestorów, biegłych rewidentów oraz użytkowników księgowości). Ich podstawa ekonomiczna przy ich pozornej formie prawnej nie zawsze jest oczywista, a czasem nawet nie zostaje ujawniona. Złożoność często ujawnia się w notach do sprawozdania finansowego. Patrz również *parakapitał*.

Zmodyfikowana wewnętrzna stopa zwrotu • Modified Internal Rate of Return • MIRR • Metoda *budżetowania*, dzięki której można obliczyć stopę zwrotu projektu inwestycyjnego w podobny sposób, jak oblicza się rentowność obligacji. Zmodyfikowana wewnętrzna stopa zwrotu jest swego rodzaju kryterium w zakresie inwestycji. Jeśli jest wyższa od *kosztu kapitału* przedsiębiorstwa, oznacza to, że inwestycja jest uzasadniona. Obliczenie zmodyfikowanej wewnętrznej stopy zwrotu jest bardziej skomplikowanym udoskonaleniem klasycznej kalkulacji *wewnętrznej stopy zwrotu*, którą stosuje się także przy podejmowaniu decyzji dotyczących budżetowania inwestycji. Wzór jest następujący:

Zmodyfikowana wewnętrzna stopa zwrotu – wzór
$\text{Koszt} = \frac{TV}{(1+MIRR)^n} = \frac{\sum_{t=1}^{n} CIF_t(1+k)^{n-t}}{(1+MIRR)^n}$

Gdzie	Zmienna	Uwagi
Koszt	Wypływy środków pieniężnych	• Wartość bieżąca kosztów
MIRR	Zmodyfikowana wewnętrzna stopa zwrotu	• Wartość bieżąca kosztów musi się równać wartości bieżącej końcowej
TV	Wartość końcowa	• Przyszła wartość wpływów środków pieniężnych • Złożona wartość końcowa powinna wynosić tyle, ile koszt kapitału spółki
n	Liczba okresów	• Prognozowana liczba okresów, w ciągu których inwestycja będzie przynosić zwrot
t	Okres przepływów pieniężnych	• Inwestycje mają miejsce, kiedy t = 0; wpływy później
CIF	Wpływy środków pieniężnych	• Przyrostowe wpływy środków pieniężnych z projektu inwestycyjnego • Z nich się składa przyszła wartość końcowa (TV)
k	Procent składany	• Średni ważony koszt kapitału spółki

Zasadniczo MIRR stanowi stopę zwrotu, za pomocą której *wartość bieżąca* kosztów może się równać wartości bieżącej „wartości końcowej", czyli sumie złożonych (na poziome kosztu kapitału) pozytywnych przepływów pieniężnych w przyszłości do końca projektu inwestycyjnego. Obliczenie to można przedstawić w następujący sposób:

MIRR – przykład				
Rok 0	**Rok 1**	**Rok 2**	**Rok 3**	**Rok 4**
–1000	+500	+400	+300	+100
NPV = 0	10%	10%	10%	330
				484
				665
+1000	MIRR = 12,1%			TV = 1579

MIRR jest lepszą metodą obliczania od standardowej metody wewnętrznej stopy zwrotu ze względu na to, że daje bardziej rzeczywisty obraz przyrostu zysków z projektu inwestycyjnego (tzn. nie zakładając, tak jak to się robi, stosując metodę wewnętrznej stopy zwrotu, że przepływy pieniężne są reinwestowane po

stopie dochodu z projektu inwestycyjnego). Metoda ta eliminuje również problem „wielokrotnej IRR", który może powstać, gdy przepływy pieniężne naprzemiennie są pozytywne i negatywne, co skutkuje dwiema różnymi wewnętrznymi stopami zwrotu.

Znać wartość pieniądza (powiedzenie) • **Know the Meaning of Money** (phrase) • Powiedzenie na giełdzie najczęściej określające kogoś, kto ciężko pracuje na życie i otacza pieniądze szacunkiem, mądrze je wydając. Może również odnosić się do kogoś posiadającego finansową czy inwestycyjną smykałkę do korzystania z okazji i zarabiania pieniędzy. W głębszym znaczeniu pojęcie pieniędzy dotyka wielu moralnych, duchowych, filozoficznych i psychologicznych zagadnień (np. „Miłość do pieniędzy jest zarzewiem wszelkiego zła").

Wyspa porządku w oceanie chaosu

Ważne jest zarabiać pieniądze, myślał Tom, wsiadając do pociągu do Nowego Jorku tego poniedziałku. Ważna jest wyspa porządku w oceanie chaosu – powiedział to kiedyś ktoś mądry, ktoś, czyjego nazwiska już nie pamiętał, ale czyich dzieł uczył się w szkole. A wyspa porządku musi być z pieniędzy, ponieważ bez pieniędzy nie można porządnie wychować dzieci, bez pieniędzy nie można nawet mieć porządnego posiłku. Pieniądz jest źródłem wszelkiego porządku, powiedział sobie, jedyny problem w tym, że tak diabelnie trudno jest go zdobyć, szczególnie wtedy, gdy praca polega na tym, że się siedzi za biurkiem przez cały dzień i absolutnie nic się nie robi.

Sloan Wilson *The Man in the Grey Flannel Suit*, 1955, rozdz. 24

Znajomość finansów • **Financial Intelligence** • Zdolności wykorzystywania wiedzy na temat spraw dotyczących pieniędzy. Wiedza ta może pochodzić ze znajomości rachunkowości i finansów. Najlepszym źródłem jest doświadczenie w inwestowaniu i przeprowadzaniu korzystnych transakcji handlowych. Inteligencja finansowa przede wszystkim wymaga sporej dawki biznesowego zdrowego rozsądku.

Obóz

Grupa nie radziła sobie najlepiej. Średnia na egzaminie z rachunkowości wyniosła 32%. Nauczyciel był szczególnie zirytowany tym, że tak wielu studentów pominęło pytanie z testu na temat zysków zatrzymanych. „Nie mówcie mi, że uczestniczycie w komisji audytowej i nie wiecie, co to są zyski zatrzymane" – dziwił się profesor rachunkowości z wyższej szkoły biznesu. To nie byli studenci pierwszego roku MBA. To była kadra zarządzająca najwyższego szczebla i członkowie zarządów największych korporacji w kraju uczestniczący w nowatorskim obozie zorganizowanym po sprawie Enronu. Około 80 dyrektorów z najważniejszych spółek spędziło trzy dni na wykładach na temat, jak wykonywać swoją pracę w czasach, kiedy znacznie więcej ludzi cię obserwuje.

Back to School, But This Is for Corporate Officials,
„New York Times", 3 września 2002

Zobowiązania • Liabilities • Debt • W rachunkowości: klasyfikacja sum dłużnych od określonego dnia bilansowego. Patrz *Kompendium terminów z zakresu rachunkowości po polsku i angielsku*.

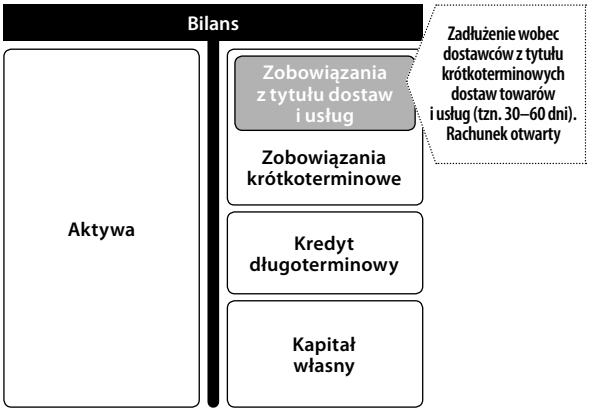
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług • Payables • Accounts Payable • Pozycja bilansowa odzwierciedlająca zadłużenie wobec dostawców z tytułu dostaw towarów i usług na kredyt lub *rachunek otwarty*. Jako źródło „spontanicznego" finansowania zobowiązania zachowują się jak niezabezpieczona, odnawialna linia kredytowa, uzależniona od ilości towarów lub usług nabywanych przez przedsiębiorstwo. Dopóki terminy płatności są dotrzymywane (normalny termin płatności wynosi 30–60 dni od daty dostawy), dostawcy będą kredytować odbiorców w ramach ustalonych wewnętrznie limitów. Obok kredytu bankowego i *kapitału obrotowego* zobowiązania są ważnym składnikiem finansowania *aktywów bieżących*. W ramach analizy stanu zobowiązań z tytułu dostaw i usług analityk finansowy może zwrócić szczególną uwagę na następujące kwestie:

- czy występuje nadmierne uzależnienie od pewnych dostawców lub od szczególnie korzystnych warunków dostaw – co może spowodować zachwianie sytuacji przesiębiorstwa w razie nagłego wycofania się tych dostawców?
- czy zobowiązania są spłacane w terminie i czy przedsiębiorstwo ma w branży opinię solidnego dłużnika?

- czy istnieją wierzyciele, którym przedsiębiorstwo zalega ze spłatą i którzy mogą wnioskować o ogłoszenie jego *upadłości*?
- czy dostawcy posiadają zabezpieczenie na aktywach przedsiębiorstwa, co mogłoby wpłynąć negatywnie na zabezpieczenie kredytu bankowego lub zabezpieczenie innych pożyczkodawców?
- czy wypłaty z rachunku bankowego przedsiębiorstwa są powiązane ze zobowiązaniami – co potwierdzałoby, że analiza wiekowa zobowiązań jest kompletna?
- czy przedsiębiorstwo korzysta z upustów handlowych (tj. obniżek cenowych za wcześniejszą zapłatę)?

Regulowanie zobowiązań gotówką dokonywane jest często w oparciu o linię kredytową. Patrz również *funkcja zaopatrzenia*.

Zobowiązania z tytułu dostaw i usług



Policja

Zazwyczaj to banki pełniły funkcję policjanta […] Teraz wszystko zależy od **przedsiębiorców udzielających kredytu kupieckiego**. [Na przykład] większość dostawców w branży motoryzacyjnej zbankrutowała nie z powodu zobowiązań [bankowych], ale ponieważ straciła swój kredyt kupiecki. Sytuacja ta jest bardziej niebezpieczna dla przedsiębiorstwa, gdyż nie ma żadnego ostrzeżenia w momencie anulowania kredytu kupieckiego. Po prostu nagle się kończy.

Wilbur Ross, specjalista od reorganizacji przedsiębiorstw, cytat z „Financial Timesa", 2 maja 2008, s. 12

Zorganizować gotówkę (żargon) • **Come Up With the Cash** (vernacular) • Sytuacja, w której ktoś w jakiś sposób musi znaleźć pieniądze – pożyczając je, spieniężając oszczędności, oszczędzając, sprzedając aktywa itp. – w celu zaspokojenia naglącej potrzeby czy dokonania koniecznego zakupu. Zatem przedstawiciele firmy windykacyjnej mogą powiedzieć do pożyczkobiorcy: „Zdajemy sobie sprawę, że sytuacja jest trudna, ale jesteśmy pewni, że jakoś uda się Panu/Pani **zorganizować gotówkę**, żeby nam zapłacić". Pojęcie to odzwierciedla naturę zarządzania pieniędzmi: wiele rzeczy to po prostu kwestia priorytetów. Jeżeli ludzie czegoś bardzo chcą, najczęściej znajdą sposób, żeby zdobyć na to pieniądze. Warto dodać, że dokładne zaplanowanie przepływów pieniężnych na przyszłość jest często trudne lub czasochłonne. Zamiast zdyscyplinowanego planowania podejmowane są działania ad hoc. Organizowanie gotówki często przynosi rezultaty, ale może też być niebezpieczne, kiedy zdasz sobie sprawę, że bez względu na wysiłki gotówki po prostu nie ma.



Zwijanie pozycji (żargon) • **Unwind a Position** (vernacular) • Nieformalne określenie przez tradera nagłej zmiany strategii inwestycyjnej i błyskawicznego działania, ale w sposób zorganizowany. Konotacja zwijania wskazuje, że transakcje zajmą trochę czasu, ponieważ upychanie papierów wartościowych albo jest niemożliwe, albo zaporowo kosztowne na niepłynnym rynku.

Zwrot na inwestycji • **Investment Returns** • Zysk wypracowany na różnych inwestycjach w określonym czasie. Zwroty są mierzone zarówno wysokością zysku (np. wartość otrzymanej dywidendy, odsetek), jak i okresowym przyrostem wartości inwestycji w porównaniu do pierwotnej kwoty zainwestowanego kapitału. W kolejnych okresach zwroty na inwestycjach mogą się różnić ze względu na zmieniające się warunki rynkowe, jak i warunki instrumentu finansowego. W dłuższym czasie można wyznaczyć linię regresji do średniej, która zazwyczaj pokazuje określony wzorzec zmian. Najbardziej charakterystycznym jest korelacja wyższych średnich zwrotów z wyższą zmiennością poziomu zwrotów. Ponieważ inwestorzy mniej cenią sobie ryzykowne inwestycje niż bezpieczne, stopy zwrotów będą wyższe. Inną możliwością zachęcenia inwestorów do realizowania ryzykownych inwestycji jest uwzględnienie premii za ryzyko, która stanowiłaby równowartość zysków z bezpiecznej inwestycji.

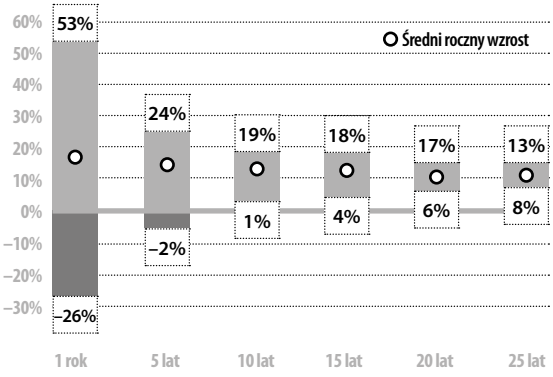
Zwroty na inwestycjach, 1926–1997 (USA)

Inwestycja	Zwrot	Ryzyko *
Spółki o małej kapitalizacji	12,7%	33,9%
Akcje zwykłe	11,0%	20,3%
Obligacje długoterminowe	5,7%	8,7%
Bony skarbowe USA	3,8%	3,2%
Inflacja	3,1%	–

* Odchylenie standardowe rocznych zwrotów w stosunku do średnich

Źródło: Ibbotson Associates, 1997 Yearbook, cytat z *A Random Walk Down Wall Street*, s. 353

Zwrot na inwestycji: przedział
Akcje zwykłe w USA
1950–1997



Źródło: B. Malkiel *A Random Walk Down Wall Street*, 1999, s. 355

Dawka realizmu

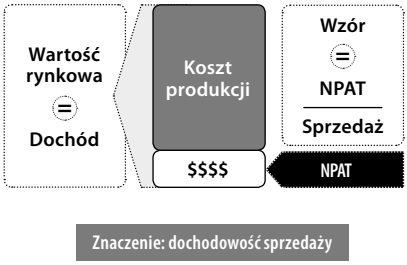
Mieliśmy do czynienia z ogromną inflacją oczekiwań co do wysokości zwrotów z inwestycji. Chyba jesteśmy z natury optymistami. To jest jak kupno losu na loterię. Po prostu go kupujemy. A powinna być w tym określona doza realizmu względem tego, co twój portfel inwestycyjny może dla ciebie osiągnąć, że nie może przynieść dwucyfrowego zysku przy zrównoważonej podstawie. Tak więc oczekiwania co do zwrotów powinny być bardziej realistyczne.

Wywiad z Mohamedem El-Erianem, inwestorem – „rockową gwiazdą" i prezesem Pimco, największego na świecie inwestora w obligacje, „Fortune", 21 grudnia 2009

Zwroty bezwzględne a zwroty względne • Absolute Returns vs. Relative Returns • Zwrot bezwzględny to po prostu *stopa dochodu* z inwestycji w ujęciu rocznym. Zwroty względne określają bezwzględną stopę dochodu w odniesieniu do wskaźników rynkowych lub całego rynku. Zatem jeśli wartość portfela wzrośnie po roku tylko o 2% (niezbyt dobry zwrot bezwzględny), natomiast pozostała część rynku (mierzona wskaźnikiem) zanotuje spadek o 2%, to ten niski zwrot bezwzględny może być uznany za całkiem przyzwoity. Pojęcie zwrotów względnych wykorzystywane jest często do pomiaru wyników giełdy, ponieważ *hipoteza rynku efektywnego* sugeruje, że prawidłowo zdywersyfikowane portfele są porównywalne z całością rynku. Portfele, które zachowują się inaczej, zwykle przyciągają uwagę.

Zwrot ze sprzedaży • Stopa zysku netto • Return on Sales • Net Profit Margin • *Wskaźnik finansowy*, który analizuje *rentowność* czynności sprzedaży. Może być to również użyteczny wskaźnik w analizie trendów oraz porównań z konkurencją. Jego znaczenie jako bezwzględnej liczby jest mniej jednoznaczne, ponieważ ostateczny cel uzyskania stopy zwrotu z kapitału własnego może być osiągnięty na kilka sposobów (patrz *równanie Du Ponta*). Firma może mieć niski zwrot ze sprzedaży (np. hipermarket), jednak osiągać dobre wyniki poprzez duży wolumen sprzedaży. Ponadto zwrot ze sprzedaży jest zwrotem bez kosztów odsetek i dlatego też ma na niego wpływ dźwignia finansowa.

Zysk ze sprzedaży (bądź stopa zysku netto)

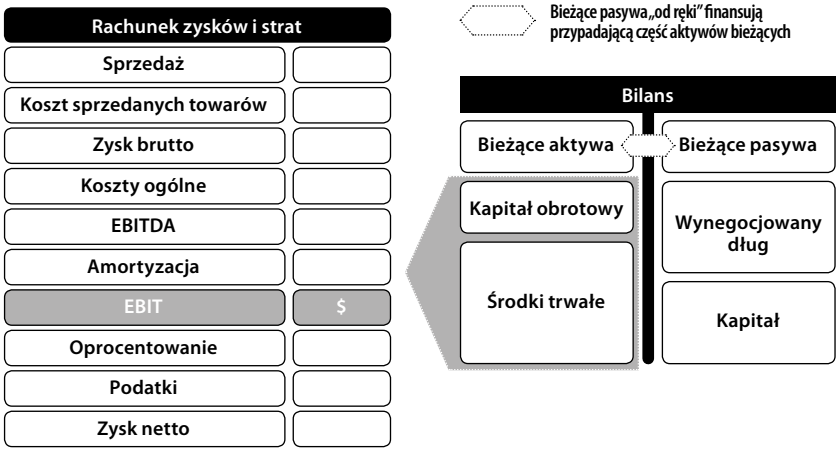


Zwrot z kapitału zaangażowanego • Return on Capital Employed • ROCE • Wskaźnik wyników wewnętrznych centrum inwestycji, który porównuje zysk przypisany (przed odsetkami oraz podatkami) z kapitałem zaangażowanym, zdefiniowanym jako środki trwałe oraz *kapitał obrotowy.* Jest to pojęcie podobne do stopy zwrotu z aktywów, wskaźnika zysków dla jednego rodzaju aktywów bądź projektu. Jeśli zwrot z kapitału zaangażowanego jest większy niż przypisywany bądź hipotetyczny koszt kapitału, przekracza on stopę progową. Patrz również *zwrot z kapitału zainwestowanego*, *stopa zwrotu z kapitału własnego* oraz *zysk rezydualny*.

ROCE	
Wzór =	$\frac{\text{Zysk operacyjny centrum inwestycji}}{\text{Kapitał zaangażowany}}$
Kapitał zaangażowany = środki trwałe + kapitał obrotowy	

W dużych firmach o rozbudowanej strukturze bardzo istotne jest, aby wyznaczone wskaźniki ROCE zostały osiągnięte. W przeciwnym razie jednostka może nie być w stanie się utrzymać bądź, co gorsza, jest dotowana. Problemem dotyczącym obliczenia ROCE jest dzielenie kosztów wspólnych (np. kosztów siedziby głównej) i rozdzielanie wspólnych dla firmy czynności subsydiowanych (np. usługa dotycząca produktu – może mieć negatywny wskaźnik ROCE, jednakże pomaga innym centrom inwestycji odnosić sukcesy).

Zwrot z kapitału zaangażowanego



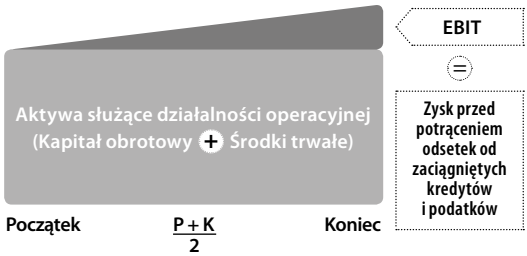
Wzór na zwrot z kapitału zaangażowanego = $\frac{\text{Zyski z działalności operacyjnej}}{\text{Średnie aktywa}}$

Wzór = $\frac{\text{EBIT („zysk operacyjny")}}{\text{Średni kapitał obrotowy} + \text{Środki trwałe}} \times 100$

Znaczenie: zysk na aktywach służących działalności operacyjnej

Zwrot z kapitału zaangażowanego

Określany również jako „zwrot z aktywów"



Zwrot z kapitału zainwestowanego • Zwrot z inwestycji • Return On Invested Capital • ROIC • Return on Investment • ROI • Obliczenie stopy *zysku* w celu zmierzenia rentowności (przed opłatami) poszczególnych inwestycji bądź projektów. Jeśli zysk oraz inwestycja są bezterminowe, ROI będzie równy *wewnętrznej stopie zwrotu.* Jednakże kiedy projekty mają krótszą żywotność, wskaźnik ROI może być policzony na kilka sposobów (średnie zyski podzielone przez inwestycję początkową bądź średnią inwestycję, bądź alternatywnie poprzez podzielenie rocznych zysków przez wartość księgową netto każdego

okresu). ROI może być również użyty przy podejmowania decyzji dotyczących *nakładów kapitałowych*, jednak posiada on wady (odnoszące się do wielu wyników – brak odzwierciedlenia wartości pieniądza w czasie, brak obiektywnego kryterium itp.). Menedżerowie mogą wziąć pod uwagę wskaźnik ROI projektu, aby sprawdzić, jak inwestycja ma się do wyników finansowych firmy. Wskaźnik ROI może być również synonimem *zwrotu z kapitału zaangażowanego*, jednakże ten drugi odnosi się bardziej do jednostki operacyjnej w większej firmie.

ROIC/ROI	
Wzór =	$\frac{\text{Zysk operacyjny z projektu}}{\text{Kapitał zainwestowany w projekt}}$

Z wykluczeniem błędów i uchybień • **Errors and Omissions Excepted** • **E. & O.E.** • Krótka forma zaprzeczenia w dokumentach, kiedy działania nie wymagają podpisania umowy, jak w ofertach kupna i sprzedaży, stanowiąca deklarację, że jeżeli w dokumencie będą błędy, to nie będą one prawnie wiążące.



Zysk ekonomiczny • **Economic Profit** • Definicja zysku z punktu widzenia ekonomisty, czyli: wynik finansowy pomniejszony o szacunkowy koszt kapitału (z uwzględnieniem ewentualnej *premii za ryzyko*) i skorygowany o wkłady

wniesione przez właścicieli. Zysk ekonomiczny może również uwzględniać nieskompensowane efekty oddziaływania przedsiębiorstwa na osoby trzecie, czyli np. badania i rozwój, prowadzone szkolenia (efekty pozytywne) czy zanieczyszczenie środowiska (efekty negatywne). Według ekonomistów w długim okresie zysk ekonomiczny nie ma racji bytu – powinien zostać wyeliminowany przez konkurencję rynkową. Jest on ponadto „nieefektywny" – w tym sensie, że zaangażowany *kapitał* przynosi większy zwrot niż zwrot konieczny do przyciągnięcia inwestorów. Ekonomiści zdają sobie jednak sprawę, że niewiele rynków zapewnia warunki idealnej konkurencji (o ile w ogóle istnieje choć jeden taki rynek). Powstało zatem kilka teorii próbujących wyjaśnić ponadnormalne poziomy zysku:

Spojrzenie ekonomisty na kwestię zysku	
Teoria zysku	**Opis**
Teoria „łutu szczęścia"	• Korzystne i niespodziewane zmiany sytuacji na rynku (łut szczęścia)
Teoria monopolu	• Bariery wejścia na dany rynek (wymagana wielkość przedsiębiorstwa, określone uprawnienia lub zmowa firm działających na rynku) ograniczają konkurencję
Teoria innowacji	• Udane wynalazki lub ulepszenia (patrz *kreatywna destrukcja*)
Teoria kompensacyjna	• Nagroda za sprawność (dobre *zarządzanie*)

Przy obliczaniu *zwrotu na kapitale zaangażowanym* lub *zysku rezydualnego* dla działalności można go zastosować jako miarę wyników wewnętrznych. Termin ten także dotyczy wszelkich wyników ukrytych (patrz *rzeczywistość finansowa*), które mogą nie być widoczne od razu. Patrz również *ekonomiczna wartość dodana*.

Niezbyt zgodne z oczekiwaniami

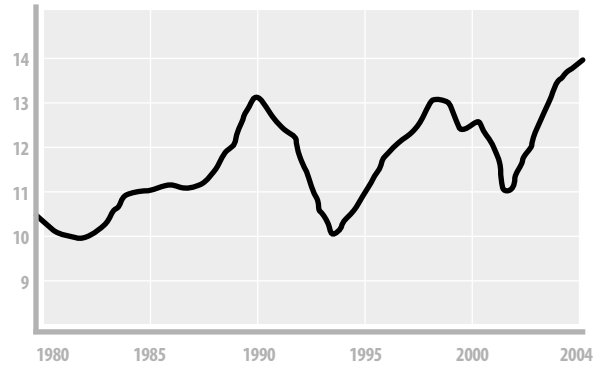
Spółka utrzymywała, że wszystkie jej produkty miały dodatnią marżę brutto, przy czym spółka dobrze zarządzała zapasami, aby nie angażować zbyt dużo kapitału. Z drugiej jednak strony detaliści ignorowali istotne koszty. Gdy detal zaczął rozdzielać koszty operacyjne [na produkty], spółka zorientowała się, że 25% grup produktowych było nieopłacalnych, niektóre z nich nawet bardzo. Wprowadzenie zmian w zarządzaniu kapitałem i zapasami, ponadto usprawnienia w sprzedaży przyniosły korzyści, zwane przez ekspertów finansowych **zyskiem ekonomicznym**. Okazało się, że ponad połowa kategorii produktów przynosiła ujemny zysk ekonomiczny!

„Fortune" (wydanie europejskie), 30 września 2002, s. 80

Zysk jednostkowy • **Dollar-on-Dollar ($-on-$) Returns** • Miara *stopy dochodu* uwzględniająca bezwzględną ilość pieniędzy zarobionych na zainwestowanej kwocie. Na przykład gdybym zainwestował 1 dolara i uzyskał 3 dolary, powiedziałbym, że mój zysk jednostkowy wyniósł trzykrotność włożonych pieniędzy. Miara ta nie uwzględnia czasu, w jakim zysk ten został wypracowany, czyli pomija *wartość pieniądza w czasie.*

Zysk korporacyjny, zagregowany • **Corporate Profits, Aggregate** • Zagregowany zysk korporacyjny to suma zysków netto wypracowanych przez wszystkie przedsiębiorstwa w gospodarce w określonym czasie (kwartalnie lub rocznie). Jest to informacja statystyczna opracowywana zazwyczaj na podstawie deklaracji podatkowych (nie uwzględnia więc szarej strefy). W większości krajów w normalnej sytuacji zysk korporacyjny stanowi 5–7,5% PKB. Zagregowany zysk korporacyjny, a szczególnie jego zmiany kwartalne, stanowi istotny czynnik diagnozujący stan gospodarki i jako taki jest on przedmiotem zainteresowania inwestorów. Informacja na temat zysków korporacyjnych ma wpływ na poziom zaufania do gospodarki wśród przedsiębiorstw, wydatki kapitałowe, bezrobocie, poziom zaufania konsumentów, a to odbija się na zachowaniu rynku kapitałowego.

Zyski korporacyjne
Kraje G7 – % PKB



Źródło: „The Economist", 12 lutego 2005

Zysk podstawowy (bazowy) • **Core Earnings** • Nieformalne określenie sporządzanej przez *analityków* kalkulacji korygującej wykazywany *zysk* dla potrzeb *prognozowania* lub *wyceny*. Za zysk podstawowy przyjmuje się zazwyczaj zysk prognozowany, przed uwzględnieniem pozycji jednorazowych. Jest on „podstawowy" w tym sensie, że odzwierciedla faktyczne zdolności przedsiębiorstwa do osiągania zysków.

Zysk rezydualny • **Residual Income** • Wskaźnik wyników wewnętrznych, w którym zestawiony jest zysk centrum inwestycji (bez opłat odsetkowych lub podatków) z hipotetycznym kosztem kapitału (mierzonym poprzez wysokość *kapitału zaangażowanego*). Jakakolwiek nadwyżka sugeruje wartość dodaną w przeciwieństwie do kosztów utraconych korzyści kapitału używanego przez centrum inwestycji. Zysk rezydualny jest równoznaczny z *ekonomiczną wartością dodaną* dla całego przedsiębiorstwa. Patrz również *zwrot na kapitale zaangażowanym*.

Zysk rezydualny	
Wzór =	Zysk operacyjny centrum inwestycji – Opłata za kapitał
Opłata za kapitał = (Kapitał zaangażowany) × Hipotetyczny koszt kapitału	

Ż

Żółta kartka (USA) • **Yellow Sheet** (USA) • tradycyjna nazwa dziennej listy z cenami i nazwami firm uczestniczących w *pozagiełdowym rynku papierów wartościowych*. Dawniej lista była drukowana na żółtym papierze. Obecnie jest w wersji elektronicznej publikowana przez National Association of Security Dealers.

Żyć z kapitału (żargon) • **Utrzymywać się z kapitału** • **Living On/Off of Capital** (vernacular) • Działalność gospodarcza, w wyniku której wartość pierwotnie zainwestowanego *kapitału* topnieje. Powodem takiej sytuacji może być *deficyt operacyjny/strata operacyjna*, skutkujące ujemną wartością zysku zatrzymanego. Kapitał mogą pomniejszać również *dywidendy* przewyższające wypracowane zyski. „Życie z kapitału" może być uzasadnione (np. w czasie rozpoczynania działalności) albo nieuniknione (np. w razie przejściowego spadku koniunktury) – nie jest to jednak sytuacja dająca się utrzymać na dłuższą metę. Kapitał (albo cierpliwość inwestorów) w końcu się wyczerpią – tak więc życie z kapitału jest jak „życie w pożyczonym czasie". Jednym z istotnych zadań rachunkowości jest precyzyjny pomiar *zysków,* tak aby zarząd i inwestorzy mogli stwierdzić, czy poziom kapitału jest utrzymywany. Dlatego koncepcja utrzymania kapitału jest kluczową kwestią przy definiowaniu zysku. W przypadku *celów wynikowych* formułowanych przez kierowników firmy życie z kapitału może zachodzić w razie niedoinwestowania lub nawet, z czasem, *dezinwestycji*. Dzieje się tak dlatego, że zwrot z zainwestowanego kapitału wykazuje tendencję wzrostu w czasie, do momentu w którym niezbędne są większe inwestycje w celu odbudowania lub podniesienia zysków. W międzyczasie w przypadku braku *zbieżności celów* wynikającego z *konfliktu w stosunkach agencyjnych*, wynajęci menedżerowie, przy względnie krótkich horyzontach czasowych

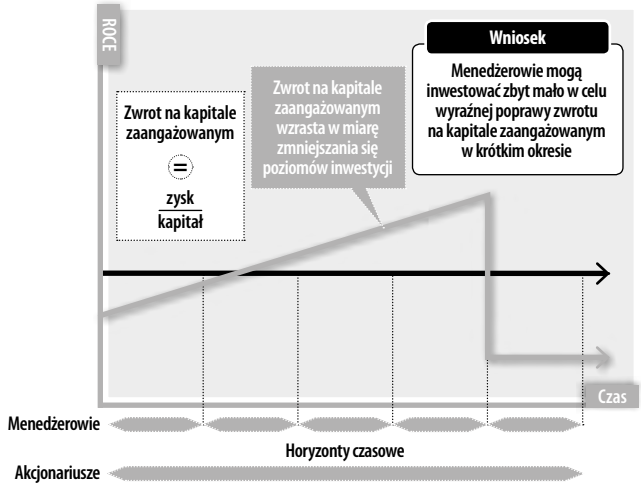
w porównaniu z akcjonariuszami, mogą mieć pokusę przedstawienia się w pozytywnym świetle.

Działaj w granicach swoich możliwości

Oceniając wyniki, inwestor za bardzo skupia się na wypłacanych dywidendach, podczas gdy prawdziwym sprawdzianem wyników jest nie to, co przedsiębiorstwo wypłaca, ale to, co zarabia (o ile inwestor potrafi to ustalić). Niektóre przedsiębiorstwa wypłacają inwestorom więcej niż zarobiły; z kolei inne zarabiają więcej niż wypłacają – zamiast **żyć z kapitału**, działają w granicach swoich możliwości finansowych.

J.D. Walker, Watson, *Investor's and Shareholder's Guide*, 1894

Życie z kapitału



Żywe trupy (slang) • **Living Dead** (slang) • Określenie używane przez inwestorów z kapitałem typu venture capital na nietrafione inwestycje (np. nowe *spółki*), które nie spełniły założonych oczekiwań, jednak mimo to udaje się im przetrwać. W międzyczasie nie wiadomo, co z nimi zrobić. Podczas gdy takie firmy zapewniają utrzymanie pracownikom, obciążają kapitał *kosztami utraconych korzyści*.


ŻYWE TRUPY

Końcowa myśl

Czas autora, przede wszystkim czas mężczyzn, to pieniądz.
Raz ukończony rękopis zamyka zaraz na klucz
jak finansista gromadzący złote monety w skarbcu.

Robert Byron *The Byzantine Achievement*, 1929

Kilka myśli na temat finansów



John Bull nie zniesie dwóch procent. – Walter Bagehot

Kiedy nasz bohater Walter Bagehot (możecie go znaleźć w *Kompendium terminów bankowych po polsku i angielsku*) napisał powyższe, odnosił to do pokusy brytyjskich inwestorów (przysłowiowego Johna Bulla), żeby agresywnie sięgać po zyski, gdy ogólnie dochody z inwestycji spadają. Tak więc okresy spokoju zdawały się w sposób naturalny prowadzić do spekulacyjnych ekscesów, nieuniknionej bolesnej korekty i ciężkiej pracy nad odbudową zaufania w nigdy niekończącym się cyklu rynkowym. Witajcie w świecie rynków finansowych. Nie tylko to dążenie do zaprzęgnięcia pieniędzy do ciężkiej pracy, lecz także wpływ ludzkich emocji i ocen – to, co Keynes nazwał „duchem zwierzęcym" – sprawiają, że nowoczesne finanse trzymają się krzepko, a jednocześnie są ekscytujące.

Ujmując to najprościej: w finansach chodzi o uzyskiwanie i wykorzystywanie pieniędzy lub – ujmując to bardziej w przenośni – zaprzęganie pieniędzy do produktywnej pracy. Ale istnieje wiele wariacji na ten temat. Wykształcony zawodowy księgowy, których wielu kończy jako finansiści, widzi finanse w perspektywie bilansu, który pokazuje nam skąd wpływają pieniądze i na co są przeznaczane. Istnieją też finanse korporacyjne, które opisują sytuację wewnątrz przedsiębiorstwa. Dla przedsiębiorcy startującego z nową firmą, finansowanie wiąże się z zaufaniem, cierpliwością i wiarą wspierającego go finansowo, być może prywatnego inwestora lokującego środki w nowe, nieduże firmy. Dyrektor finansowy dużej firmy koncentruje swoją uwagę na przepływach środków pieniężnych w celu terminowego opłacenia rachunków lub uruchomienia dużego przedsięwzięcia takiego jak nowy projekt kapitałowy czy transakcja finansowa. Finanse sięgają również poza firmę w przypadku papierów wartościowych, którymi obraca się na giełdach. Bankowcy oceniają ryzyko niewywiązania się ze zobowiązań i próbują budować niepodważalne modele. Przedstawiciele finansów inwestycyjnych zajmują się wartością papierów wartościowych, znajdujących się w obrocie giełdowym. Pieniądze przeznaczone na inwestycje i spekulacje

w sposób kontrolowany wspierają kapitał prywatny, którego właściciele chcą mieć możliwość wyjścia z inwestycji i ulokowania środków gdzie indziej, gdy pojawi się odpowiednia okazja. Fundusze hedgingowe spekulują, żeby zapewnić płynność i trzymać chciwych i naiwnych w szachu. Fundusze emerytalne i towarzystwa ubezpieczeniowe to cierpliwe pieniądze długoterminowe. Dla większości z nas finanse mają również bardzo osobiste skojarzenia. Oznaczają mądre zarządzanie pieniędzmi i budowanie takich oszczędności, które zapewnią życiu poczucie bezpieczeństwa.

Od dziesięciu lat jesteśmy w nowym tysiącleciu, a już przeżyliśmy pęknięcie bańki internetowej i zamrożenie rynków kredytowych. „Jeśli XIX wiek był okresem imperium, a XX wiek okresem wojny, to XXI wiek na razie jest wiekiem finansów[*]". Ostatnio świat finansów znalazł się na celowniku. Szaleństwo, niekompetencja i chciwość, które zdają się cechować kryzys kredytowy lat 2007–2009, z pewnością nie stawiają praktyków, zwłaszcza bankowców, w dobrym świetle. Błędy finansowe – „długie ogony", błędne wyceny ryzyka, czarne dziury płynności, ryzyko systematyczne itp. wywołały światową recesję, która przyniosła zapaść ekonomiczną milionom ludzi. Rządy, a w ostatecznym rozrachunku podatnicy, byli zmuszeni wesprzeć wiele instytucji finansowych. Nic dziwnego, że realna gospodarka określana jako Main Street nie lubi świata finansów utożsamianego z Wall Street. Dla niedowiarków finanse mogą wydawać się działalnością surrealistyczną. Machinacjami – świstkami papieru. Lub jeszcze dalej od rzeczywistości, finanse to coś, co porusza się wewnątrz komputerów obsługujących giełdy. Prawdziwym sceptykom finanse zdają się działalnością pasożytniczą, a zaangażowani w nią ludzie to nic więcej, jak gloryfikowani osobnicy o wgląd księgowych – banda przepłacanych bezproduktywnych gryzipiórków. Te nietrafne i nieprzyjazne oceny są tak ostre właśnie dlatego, że finanse są tak ważne dla nas wszystkich.

Wydaje się, że finanse stają się coraz ważniejsze. Informatyka i innowacje wniosły na bezprecedensową skalę, głębokość i bogactwo do ich opanowania. Według firmy konsultingowej McKinsey, całość aktywów finansowych w USA zwiększyła się z równowartości 2,4 PKB w 1995 roku do 3,2 w 2004 roku. (To niekoniecznie jest dobre, jeśli to jest bańka!) W Europie ten wzrost jest nawet większy[**]. Ta dynamika finansów, która jest nazywana „ogniwem gotówkowym", jest chyba najsilniejszym i nawet inspirującym atrybutem. Polityczna poprawność nakazuje teraz mówić o gospodarce wolnorynkowej zamiast o kapitalizmie i przez to złagodzenie ostrego określenia straciliśmy część jego znaczenia. W świecie, który wierzy w nadrzędność tworzenia wartości dla akcjonariuszy nad dobrem każdego członka społeczeństwa, to kapitał w formie osiąganej ceny akcji zmusza do robienia tego, co trzeba zrobić: czy to zatrudnić lub zwolnić dyrektora

[*] „Time", 18 stycznia 2008, s. 31

[**] *Banking Survey*, „The Economist", 19 maja 2007, s. 4

naczelnego, wprowadzać innowacje, restrukturyzować czy też inwestować. Nieubłagane żądanie, żeby kapitał ciężko pracował i osiągał adekwatne do ryzyka inwestycji zyski, wywiera zdrową presję na firmy i ich personel, by osiągać dobre wyniki. Wprawdzie narzuca to ambitne plany, a czasami daje niepokojące wyniki (pomyślcie o firmach, które ogłaszają równocześnie rekordowe zyski i redukcje pracowników), to w ostatecznym rozrachunku zwycięzcami są konsumenci, inwestorzy i społeczeństwo.

Indeks

Agencja ratingowa 7
Agencje gwarancyjne funduszy emerytalnych 8
Agencje informacyjne, finansowe 9
AIG, znaczenie 10
Akcja 11
Akcja bez prawa do dywidendy 12
Akcja zwykła (Wielka Brytania) 13
Akcje 13
Akcje „Blue chip" (slang) 13
Akcje częściowo opłacone 13
Akcje defensywne (żargon) 13
Akcje groszowe (angielski żargon) 14
Akcje kontrowersyjne 14
Akcje o ograniczonych prawach 15
Akcje oparte na kredycie zaufania (slang) 15
Akcje oznaczone 16
Akcje uprzywilejowane 16
Akcje uprzywilejowane (co do głosu) 17
Akcje w obrocie 17
Akcje wyemitowane 17
Akcje wzrostowe 18
Akcje założycielskie 18
Akcje zwykłe (USA) 18
Akcjonariat pracowniczy 18
Akcjonariusz krótkoterminowy nastawiony na szybki zysk 19
Akcjonariusze 19
Akcjonariusze imperialistyczni (żargon) 19
Akcyjne instrumenty pochodne 20
Akredytowany inwestor (żargon) 21
Aktualizacja wyceny do wartości rynkowej (żargon) 21
Aktualna wartość pieniężna 21
Aktywa operacyjne netto 21
Aktywizm akcjonariuszy 22
Amerykański Kwit Depozytowy 23
Analitycy giełdowi 23
Analityczny paraliż (żargon) 24
Analiza finansowa 24
Analiza finansowa podatków 25
Analiza fundamentalna 27
Analiza jakościowa a ilościowa 27
Analiza kapitałowa 27
Analiza koszt-wolumen-zysk 28
Analiza koszty-korzyści 29
Analiza liczbowa (slang) 29
Analiza papierów wartościowych 30

Analiza porównawcza 31
Analiza porównawcza w ramach klasy 31
Analiza scenariuszy 32
Analiza sumy części składowych 32
Analiza techniczna (giełdowa) 32
Analiza zintegrowana 33
Angażowanie aktywów (żargon) 33
Annuitet 34
Anonimowe płynne fundusze (żargon) 34
Arbitraż 35
Arbitraż cenowy 35
Architektura finansowania (żargon) 35
Aukcja holenderska (żargon) 36
Autoryzacja płatności (żargon) 36

Bajeczna gospodarka (slang) 37
Bakszysz (z hindi, tureckiego) 37
Bank wiodący 37
Bańka spekulacyjna (w gospodarce) 37
Baruch, Bernard 38
Baumola, model optymalizacji gotówkowej 39
Baza ekwiwalentu podatkowego 39
Baza majątkowa 40
Benchmark, poziom odniesienia (żargon) 40
Bessa 40
Bezduszna korporacja (żargon) 41
Bezpieczna przystań (o aktywach) (żargon) 42
Biały rycerz (slang) 43
Biały słoń (slang) 43
Biegłość w finansach 44
Big Bang (Wielka Brytania) 44
Biznesmen (żargon) 44
Błąd próby (w statystyce) 45
Boot Strapping (żargon) 45
Brać w łapę (slang) 46
Brak osłony (slang) 46
Branża (żargon) 47
Broker 48
Broń finansowa masowego rażenia 48
Brudna cena (żargon) 49
Budowa księgi popytu 49
Budżet finansowy 49
Buffett, Warren („wyrocznia z Omaha") 50
Bufor bezpieczeństwa zapasów 51
Bufor kapitałowy (żargon) 52
Buldogi 53
Byki zarabiają pieniądze, niedźwiedzie zarabiają pieniądze, ale wieprze idą na rzeź (powiedzenie) 53

Całkowita stopa zwrotu dla akcjonariuszy 54
Całkowita wartość przedsiębiorstwa 55
Całkowity efekt dźwigni 55
Cele wynikowe 55
Cena odkupu 56
Cena realizacji opcji (bazowa) 57
Cena rynkowa 57
Cena średnia 58
Cena wykonania opcji (bazowa) 58
Centralni depozytariusze 58
Centrum finansowe 58
Certyfikacja analityków 58
Certyfikaty (akcje) 59
Chicagowska Giełda Towarowa 59
Choćby się waliło i paliło 60
Ciemne interesy (slang) 60
Cierpliwy kapitał (żargon) 60
Cięcie kosztów (żargon) 61
Contango 61

Cykl rozwoju przedsiębiorstwa 61
Czarna dziura płynności (przesadnie) 62
Czarna skrzynka (slang) 63
Czarny łabędź (żargon) 64
Czarny rynek 66
Czasowe wyłączenie zbywalności akcji 66
Czek idzie pocztą (jedno z najstarszych kłamstw) 66
Czerwony śledź (slang) 67
Częściowa sprzedaż udziałów mniejszościowych 68
Członek rady nadzorczej nie zatrudniony w przedsiębiorstwie 68
Członkostwo w giełdzie 68
Czynnik dobrego samopoczucia (żargon) 68
Czynniki ryzyka (w prospekcie emisyjnym) 69
Czynniki ryzyka finansowego 69

Dać cynk (żargonowo), typ 70
Dealer 70
Decyzja „kupić czy produkować" 70
Decyzje inwestycyjne 71
Delewarowanie (obniżenie poziomu dźwigni finansowej) 72
Dematerializacja 72
Deport 73
Deregulacja 73
Dług rozdzielony 73
Dług zabezpieczony 74
Docelowy kurs akcji 74
Dochodzenie przez akcjonariuszy swoich praw przed sądem 74
Dochód z emerytury (podejście korporacji) 75
Dochód zwolniony z opodatkowania (Wielka Brytania) 76
Do góry burtą (potoczny brytyjski) 76
Dokapitalizowanie 76
Dokumenty statutowe 76
Doraźność (żargon) 77
Dostęp do kapitału 77
Dotychczasowe wyniki nie są gwarancją przyszłych zysków 79
Dr Ponurak (przezwisko) 79
Drobni spekulanci (żargon) 80
Drzewo decyzyjne 80
Duchy (slang) 81
Dyplomacja korporacyjna (żargon) 81
Dyplomowany dyrektor 82
Dyrektor finansowy 83
Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie rynków instrumentów finansowych 84
Dywersyfikacja na siłę (w ang. gra słów) 85
Dywidenda 85
Dywidenda kapitałowa 85
Działalność (żargon) 85
Działalność FICC 86
Działania w dobrej wierze 86
Dzielenie sera (slang brytyjski) 86
Dzień inwestora 87
Dźwignia 87
Dźwignia finansowa 88
Dźwignia operacyjna 90

Efekt bogactwa 91
Efekt dźwigni finansowej 92
Efekt dźwigni operacyjnej 92
Efekt finansowy 92
Ekonomia finansowa 93
Ekonomiczna cena 94
Ekonomiczna wartość dodana 94

Ekonomiczna wielkość zamówienia 95
Ekran Reuters/Bloomberg 96
Elastyczność finansowa 97
Emerytalne, państwowe programy oszczędnościowe 97
Emerytura 97
Emisja akcji 98
Emisja akcji gratisowych 99
Emisja niepubliczna 99
Escrow, rachunek 99

Falsyfikat 100
Fannie Mae (żargon) 100
Finanse behawioralne 100
Finanse korporacyjne 102
Finanse międzynarodowe 103
Finanse osobiste 103
Finanse państwowe 105
Finansista (archaiczne) 105
Finansowa ekstraklasa (żargon) 106
Finansowanie 107
Finansowanie cząstkowe 107
Finansowanie handlu 107
Finansowanie jednostki zależnej 108
Finansowanie kampanii 108
Finansowanie nieruchomości 109
Finansowanie poprzez leasing 110
Finansowanie się deficytem (budżetowym) 111
Finansowanie strukturyzowane 112
Finansowanie szalonych pomysłów (żargon) 112
Finansowy kontrakt futures 112
Firma wydmuszka 113
Firmy inwestujące w małe, rozwijające się przedsiębiorstwa 113
Firmy monitoringu finansowego 113
Firmy prowadzące indeksy 113
Firmy ubezpieczeniowe „mono-line” 114
Fisher, Irving 114
Formacja głowy i ramion (żargon giełdowy) 115
Formuła 2 i 20 116
Formuła Gordona 117
Forum Stabilności Finansowej 117
Frajer (slang) 118
Fundusz dochodowy 119
Fundusz hedgingowy 120
Fundusz indeksowy 123
Fundusz inwestycyjny typu ETF 123
Fundusz makro 124
Fundusz powierniczy 125
Fundusz powierniczy 125
Fundusz restytucyjny 125
Fundusz ślepego zaufania 126
Fundusz typu *private equity*, firma typu *private equity* 126
Fundusze/Akcjonariusze-aktywiści 128
Fundusze emerytalne 129
Fundusze emerytalne sektora publicznego 130
Fundusze funduszy 130
Fundusze powiernicze inwestujące w nieruchomości 130
Funkcja finansowa 131
Funkcja zaopatrzenia 132
Funt szterling (waluta brytyjska) 133
Fuzja 134
Fuzja prosta ze spółką zależną 136
Fuzje i przejęcia 136
FX (skrót) 136

Gąski (potocznie) 137
Gdzie są jachty klientów? (pytanie retoryczne) 137

Geniusz finansowy 138
Geszeft (żargon) 139
Giełda (w Europie) 139
Giełda papierów wartościowych 139
Giełda parkietowa 140
Globalne akcje imienne 140
Globalne instytucje finansowe 140
Głosowanie przez pełnomocników 141
Godzina cudów (żargon) 142
Gorączka handlowa (żargon) 143
Gotowość do inwestowania 143
Gotówka dająca niezależność (slang) 143
Gotówka pod zastaw nieruchomości 144
Gra aktywami (żargon) 145
Gra na marżach 145
Gra rynkiem (żargon) 145
Graham, Benjamin 145
Granice finansów, kresy finansów (przenośnia) 146
Grupa Stu 146
Grzechy inwestora (mądrość laika) 147
Guru zarządzania (żargon) 148
Gwarancja emisji po najwyższej możliwej cenie 149
Gwarantować (ubezpieczenia) 149

Handel uprawnieniami do emisji CO_2 150
Handel wysokiej częstotliwości 150
Hang Seng, Indeks 151
Hedging dynamiczny 151
Hedging naturalny 152
Hipoteka 152
Hipoteza rynku efektywnego 152
Hossa 155

Iluzja średniej 157
Imienny papier wartościowy 158
Immunizacja portfelem obligacji 158
Indeks Dow Jones 159
Indeks Footsie (slang) 160
Indeks giełdowy akcji 160
Indeks Morgan Stanley Capital International 160
Indeks S&P 500 161
Indeks stresu finansowego 161
Indeks zaufania 162
Indemnizacja 162
Informacja finansowa 162
Informacja finansowa i operacyjna 163
Informacja o spodziewanej korekcie zysku 163
Informacje dla analityków (giełda) 164
Innowacja finansowa 164
Instrument finansowy 165
Instrument na okaziciela 166
Instrumenty terminowe typu forward 166
Instytucja finansująca 167
Instytut Ryzyka Finansowego 167
Intensywne namawianie (slang) 167
Interes na boku (żargon) 168
Interesariusze 169
Internetowy handel obligacjami 170
Inwestor alfa (żargon) 171
Inwestor instytucjonalny 171
Inwestor strategiczny 172
Inwestorzy lokujący w instrumenty dłużne (żargon) 172
Inwestowanie poprzez alokację aktywów 173
Inwestowanie społecznie odpowiedzialne 173
Inwestowanie w obligacje 173
Inwestowanie w wartość (żargon) 176

Inwestycja 176
Inwestycja ekologiczna 176
Inwestycja od podstaw 177
Inwestycje alternatywne 178
Inwestycyjna analiza klienta 178
Inwestycyjna ulga podatkowa 179
Inżynieria finansowa 179
IPO ▸ Pierwotna (pierwsza) oferta publiczna 179
Istotne koszty niezależne (żargon) 179
Istotność/Istotny przepływ pieniężny 180
Izba rozrachunkowa (papiery wartościowe) 181

Jajko w gniazdku (żargon) 182
Jednoosobowa działalność gospodarcza 182
Jednostka transakcyjna 182
Jelenie (amerykański slang) 183
Jobber 183
Joint Venture 184

k 186
Kaczy chód (slang) 186
Kalkulatory finansowe 187
Kanciarski interes (slang) 187
Kapitalizacja rynkowa 188
Kapitalizacja rynku giełdowego 188
Kapitalizm finansowy 189
Kapitalizm zarządczy (żargon) 190
Kapitał 191
Kapitał na rozwój 191
Kapitał prywatny 192
Kapitał ryzyka 193
Kapitał wykorzystywany (zaangażowany) 193
Kapitał wypracowany w pocie czoła (slang) 194
Kapitał wysokiego ryzyka 194
Kapitałowe i niekapitałowe systemy emerytalne (konsekwencje finansowe) 196
Karma dla kur (slang) 198
Kasa podręczna 198
Kaskadowanie 198
Katalizator kapitału wysokiego ryzyka (żargon stosowany w USA) 199
Klasa aktywów 199
Klasa inwestycyjna 199
Klasa spekulacyjna 200
Klauzula dziadka (żargon) 200
Klauzula o zakazie konkurencji 200
Klauzula przymusowego zakupu (żargon) 201
Klątwa zwycięzcy 202
Kobiety w finansach 202
Kolejność dziobania (w strukturze kapitału) 203
Kolorowanie (forma czerpania korzyści z informacji poufnych) (slang) 203
Komisja Nadzoru Finansowego 204
Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (w Polsce) 205
Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (w USA) 205
Kompendium 207
Kompensowanie należności 207
Kompleksowa analiza (inwestora) 207
Kompletnie spłukany (slang) 208
Komunikat spółki 209
Koncesja (handlowa) 209
Kondycja finansowa 210
Konflikt w stosunkach agencyjnych 210
Konglomerat 211

Konsensus prognoz 212
Konto zabezpieczające marżę 213
Kontrakt na różnice kursowe 213
Kontrakt terminowy typu forward 213
Kontrakt terminowy typu futures 214
Kontrakty menedżerskie 214
Kontynuacja działalności przy ukrywanej utracie płynności 215
Konwersja przymusowa 216
Kopniak 216
Korekta 216
Korekta rynku na giełdzie 216
Korekta techniczna 216
Korporacja międzynarodowa 217
Korporacyjny model sprawozdawczości 218
Korzyści skali 221
Koszt kapitału (składniki) 221
Koszt kapitału skorygowany o ryzyko 223
Koszt likwidacji instrumentu finansowego 223
Koszt wpływu na rynek 224
Koszty emisji 224
Koszty pewne 225
Koszty ponoszone 225
Koszty utrzymania zapasów 226
Krajowa Autoryzowana Organizacja Ratingów Statystycznych 226
Krótka sprzedaż papierów wartościowych 227
Kryzys kredytowy lat 2007–2009 228
Krzywa dochodowości 231
Księgowanie według wyceny rynkowej (i kryzys kredytowy 2007– –2009) 231
Kult udziałowca (żargon) 233
Kultura inwestycyjna (żargon) 233
Kumulacja sprzedaży 234
Kupiec ostatniej szansy (gra słów) 234
Kupon 234
Kupować „na dołku" (taktyka inwestycyjna) 234
Kupowanie głosów 235
Kupuj na podstawie plotek, sprzedawaj na podstawie oficjalnych informacji (mądrość inwestorska) 236
Kwalifikacje (żargon) 236
Kwanty (żargon) 236
Kwota bazowa 237

L 238
Laddering (slang) 238
Lansowanie akcji (żargon) 239
LBO ► Wykup lewarowany 239
Leasing bezpośredni 239
Leasing finansowy 239
Leasing finansowy 240
Leasing operacyjny 240
Licencja na drukowanie pieniędzy (powiedzenie) 241
Licencjonowany analityk finansowy 241
Linia rynku kapitałowego 242
Linia rynku papierów wartościowych 242
Linia wzrostu/spadku 243
Lloyd's of London 244
Londyńska Giełda Papierów Wartościowych 244
Luka kapitałów własnych 245
LYON ► Obligacje LYON 245

Ład korporacyjny 246
Łańcuch wartości (analiza) 248
Łańcuszek świętego Antoniego (żargon) 248
Łapanie spadającego noża (żargon traderów) 248

Łapówka (żargon) 249
Łączone transakcje kupna-sprzedaży, krosowanie (żargon) 249

M 250
m 250
Main Street kontra Wall Street (amerykański żargon) 250
Makler giełdowy 251
Makler-specjalista 252
Maksymalizacja zysku 252
Mały pikuś (slang) 253
Manipulowanie rynkiem 253
Marginalny (krańcowy) koszt kapitału 254
Margines bezpieczeństwa 256
Marynarki (parkiet) 256
Marża 257
Marże 257
Masowanie liczb (slang) 258
Masowe zamykanie pozycji krótkich (żargon) 259
Mądrość tłumu 259
MBA 260
Mechanizmy zabezpieczające 261
Metoda kalkulacji rozwodnionych zysków na jedną akcję 263
Metoda okresu zwrotu inwestycji 264
Metoda round-tripping (żargon) 265
Metoda uśredniania ceny 265
Metody obliczania stóp zwrotu dla krótkoterminowych papierów wartościowych 267
Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych 267
Międzynarodowe Centrum Rozwiązywania Sporów Inwestycyjnych 268
Międzynarodowe Standardy Wyceny 268
Międzynarodowe Stowarzyszenie Dyrektorów Finansowych 268
Międzynarodowy kryzys finansowy 268
Miękkie lądowanie (slang) 269
Milken (żargon) 269
Minimalizacja marży, „duszenie marży" (żargon) 270
Minister skarbu (USA) 270
Młotek (slang) 271
Mnożnik przepływów pieniężnych 272
Model Blacka-Scholesa wyceny opcji 273
Model działalności (żargon) 274
Model Millera-Orra 274
Model wyceny aktywów kapitałowych (model równowagi rynku kapitałowego) a rachunkowość 275
Modele zmienności SABR 276
Modelowanie finansowe 277
Modne akcje (żargon) 277
Moment zamówienia odbudowy zapasów 277
Monopolizować rynek (żargon) 278
Morningstar 278
Mosiężny szyld (żargon) 279
Motyw zysku 279
Mr Inside/Mr Outside (żargon) 280

N 281
Nadsubskrypcja 281
Nadużycia na rynku kapitałowym 281
Nadwyżka środków pieniężnych 282
Naganianie do zakupu akcji (żargon) 283
Najeźdźca korporacyjny 283
Nakład początkowy (inwestycje) 284
Nakłady inwestycyjne 285

Narosłe odsetki od obligacji 287
NASDAQ 288
Nastawienie na szybkie pieniądze (żargon) 288
Nastrój rynku 289
Naśladowcy indeksów (slang) 289
Natężenie aktywów (żargon) 290
Nazwisko (istotny uczestnik branży ubezpieczeniowej) 290
Negocjacje typu „obie strony wygrywają" 291
Negocjator 291
Neuer Markt 291
Nieakceptowalny warunek umowy (żargon) 291
Niedofinansowanie 292
Nieekonomiczny 292
Nielegalne działania wewnątrz spółki 293
Nienaruszalne prawo do użytkowania 294
Nieopodatkowane papiery wartościowe 294
Niepełny pakiet 294
Nieregulowany rynek kapitałowy 294
Nieruchomość 295
Nieskapitalizowane 296
Niewypłacalność 296
Niezależni (niezatrudnieni przez spółkę) członkowie rady nadzorczej 297
Nigdy nie kupuj złych obligacji w dobrych czasach (powiedzenie maklera giełdowego) 298
Notowanie 298
Notowany papier wartościowy 298
Nowe dołączone przedsiębiorstwo (żargon prawniczy) 299
Nowe projekty w przedsiębiorstwie 299
Nowojorskie giełdy towarowe 299
NPV ▸ Wartość bieżąca netto 299
O 300
Obcinanie dywidend (żargon) 300
Obligacja 301
Obligacja jankeska (żargon) 301
Obligacja kapitałowa 302
Obligacja komunalna 302
Obligacja komunalna płatna z przewidywanych dochodów 303
Obligacja przychodowa 303
Obligacja skarbowa 303
Obligacja wieczysta 304
Obligacja zapadkowa (żargon) 304
Obligacja zombie (slang) 304
Obligacje CATS 305
Obligacje katastrofalne 305
Obligacje komunalne zabezpieczone całością wpływów budżetowych 305
Obligacje LYON 306
Obligacje na okaziciela 306
Obligacje samurajskie 307
Obligacje spłacane w formie niepieniężnej 307
Obligacje śmieciowe (żargon) 307
Obligacje typu „pick-up" (żargon) 309
Obligacje walutowe 310
Obligacje wojenne 311
Obligacje wysokodochodowe 312
Obligacje z zabezpieczeniem powierniczym 312
Obligacje zamienne bez dna ▸ Papiery zamienne spirali śmierci 312
Obraz bilansu (żargon) 313
Obroty dzienne 314
Obrót (giełdowy) oparty na zleceniach 315
Obrót oparty na kwotowaniach 315
Obrót papierami wartościowymi 316

Ocena realizacji budżetu 316
Ochrona kapitału (żargon) 317
Odbudowanie bilansu (żargon) 317
Odkrywanie ceny rynkowej (żargon) 318
Odsetki narastające (i swapy na zwłokę w spłacie kredytu) 319
Odwrócona krzywa dochodowości 319
Odwrócona luka w dochodach 320
Odwrócony split 321
Oferta na rynku pierwotnym 321
Oferta na rynku wtórnym 321
Oferta przetargowa 322
Oferta w przetargu publicznym 322
Oferta wrogiego przejęcia 323
Okólnik ofertowy 323
Okres ciszy (żargon) 323
Opcja 324
Opcja amerykańska 326
Opcja kupna 326
Opcja na indeks giełdowy 327
Opcja podwójna 327
Opcja sprzedaży 327
Opcja sprzedaży akcji w przypadku katastrofy 327
Opcje antydatowane 327
Opcje egzotyczne (slang) 328
Opcje menedżerskie dla zarządu 329
Opcje na akcje (debata) 329
Opcje tęczowe 332
Opinia niezależnego audytora 332
Opłata po umorzeniu jednostek 332
Opłata przy zakupie jednostek 332
Opłata z tytułu zerwania umowy 332
Opóźnienie przekazania informacji do publicznej wiadomości 333
Optymalizacja gotówkowa 333
Optymalna dźwignia 334
Optymalna relacja ryzyka i dochodu 334
Organizacja FEI 336
Ostra jazda (slang) 336
Oszukani przez wybór losowy 337
Oszust 337
Otwarte pozycje 337
Otwarty fundusz inwestycyjny 337
Outsourcing 338
Owoce i garnitury (slang brytyjski) 339

P 340
Pakiet kontrolny 340
Paniczna wyprzedaż (slang) 340
Państwowe fundusze inwestycyjne 341
Papier (żargon) 342
Papiery długoterminowe (żargon) 342
Papiery dłużne (żargon) 343
Papiery wartościowe 343
Papiery wartościowe (instrumenty finansowe) hybrydowe 343
Papiery wartościowe (w obrocie, notowane, łatwo zbywalne) 344
Papiery wartościowe poza obrotem giełdowym 344
Papiery wartościowe utrzymywane do terminu zapadalności 345
Papiery wartościowe zabezpieczone aktywami 345
Papiery zamienne spirali śmierci 346
Papugowanie 347
Paradoks inwestowania w infrastrukturę 347
Parakapitał (żargon) 348
Paryska giełda towarowa MATIF 348
Pełnomocnik 348

Pełny pakiet 348
Pętla kredytowa 348
Pierwotna (pierwsza) oferta publiczna 349
Pierwotna oferta publiczna „in blanco" 350
Pierwszorzędne papiery wartościowe (używane w Wielkiej Brytanii) 351
Pierwszy, pierwotny 351
Plasowanie 351
Płacić 351
Płatność na poczet 352
Płatność na rachunek 352
Płatność przy następnej dostawie 352
Płynność przedsiębiorstwa 352
Płytki rynek 353
Pod prąd 353
Pod stołem (slang) 354
Podatek odroczony, podejście analityczne 354
Podejmowanie decyzji finansowych 354
Podły koniec ulicy (slang) 356
Podnosić, zwiększać (dosłownie: wspinać się po rampie) (żargon) 356
Podskok zdechłego kota (slang) 357
Podstawowa działalność firmy 357
Podstawy, elementarz finansów (slang) 358
Podwójne notowanie 358
Podział (żargon) 359
Podział akcji 359
Pogodowa transakcja futures 359
Pokrycie terminowe 360
Polisa zarządu 360
Polityka dywidend 361
Polityka skarbowa (w przedsiębiorstwie) 362
Polowanie na okazje (żargon) 362
Porozumienie spod platana 364
Porównanie okresowe cena/zysk 364
Porównywalność sprawozdań finansowych 364
Portfel 364
Portfel inwestycyjny 365
Portfel rynkowy (portfel) 365
Postanowienie o wycofaniu (żargon) 366
Postępowanie arbitrażowe (USA) 366
Potrzask, zapaść (slang) 366
Powiększanie wartości, utrata wartości 367
Powszechny akcjonariat (oddziaływanie) 367
Poza ceną 369
Pozagiełdowy rynek papierów wartościowych 370
Pozew zbiorowy akcjonariuszy 370
Poziom oporu (żargon) 371
Pozycja długa 371
Pozycja krótka 371
Pozycja wyjściowa 371
Pożyczki papierów wartościowych 372
Praca żuchwą (slang) 372
Prasa finansowa 373
Prawa akcjonariuszy 374
Prawa chroniące przed oszustwami giełdowymi (amerykański żargon) 374
Prawa pierwokupu 375
Prawna ochrona inwestorów 375
Prawo do skumulowanej dywidendy (akcje uprzywilejowane) 375
Prawo poboru 376
Prawo wielkich liczb (żargon) 377
Premia 378
Premia (w dochodowości) za ryzyko 378
Premia leasingowa 378
Premia za inwestycje w instrumenty kapitałowe 379

Premia za kontrolę 379
Premia za przypływ (żargon) 380
Premia za ryzyko 380
Proces budżetowania inwestycji 381
Prognozowane przepływy pieniężne 384
Program emerytalny Keogh (USA) 384
Programy reinwestycji dywidend 384
Programy skupu akcji własnych 384
Projekcja 385
Projekty wzajemnie się wykluczające 386
Prospekt emisyjny 387
Prowadzenie przestępcy 387
Prowizja za niedojście do skutku transakcji (żargon) 388
Przebić dno (slang) 388
Przebudowa portfela 389
Przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe 390
Przedsiębiorstwo społeczne 390
Przeinwestowanie 391
Przejadanie kapitału (slang) 391
Przejęcia (strategia) 392
Przejęcie 394
Przejęcie odwrócone 395
Przekroczenie kosztów (projektu) 396
Przepowiednia ruiny spekulanta autorstwa Wilcoksa 396
Przerost formy (slang) 396
Przesiewanie akcji do portfela (dosłownie: przesiewanie kandydatów do inwestycji) 398
Przetargowa oferta odkupu 399
Przeważanie aktywów w portfelu 399
Przewodniczący Rady Nadzorczej 399
Przy kasie (żargon) 400
Przychody brutto (żargon) 401
Przymusowy odkup akcji 401
Psy 401
Pula pieniędzy 402
Pułapka pieniężna 402

Q 403

Rachunek dyskrecjonalny 404
Rachunek na świstku (żargon) 404
Rachunek otwarty (zasady) 405
Racjonowanie kapitału (limitowanie środków finansowych na nakłady inwestycyjne) 405
Rada Inwestorów Instytucjonalnych (USA) 406
Rada Nadzorcza (Niemcy) 406
Rajd przed świtem (slang) 406
Ratingi zarządzania 407
Realizacja transakcji (handel na rynku giełdowym) 407
Realizacja zysków (na giełdzie) 407
Realokacja aktywów 408
Reasekuracja 408
Redukcja kursu akcji konglomeratu 409
Regulacja sektora finansowego 410
Reguła 144A (USA) 412
Reinwestować zysk w przedsiębiorstwo (slang) 412
Rekomendacja: niedoważaj 412
Rekomendacje giełdowe 412
Relacje inwestorskie 412
Renta (starofrancuskie) 413
Rentowność 414
Rentowność aktywów 415
Rentowność kapitału 416
Reprezentant zatwierdzony przez FSA (Wielka Brytania) 417

Restrukturyzacja przedsiębiorstwa 418
Roczna stopa procentowa 419
Roczniak (slang brytyjski) 419
Rotacja aktywów trwałych 419
Rozcieńczenie 420
Rozdrobnienie (żargon) 421
Rozwijać biznes (żargon) 421
Równanie Du Ponta 421
Równanie Fishera 422
Ruch dezinwestycyjny (akcjonariuszy) 422
Ruch na rzecz „Decyduj o płacy" 423
Runda inwestycyjna (żargon) 423
Rynek alternatywny 424
Rynek niepewnych papierów 425
Rynek obligacji (globalny) 425
Rynek obligacji skarbowych 426
Rynek OFEX (Wielka Brytania) 427
Rynek papierów wartościowych o stałym dochodzie 427
Rynek pierwotny 427
Rynek wtórny 427
Rynki kapitałowe (a instytucjonalne źródła finansowania) 428
Rynki kapitałowe (globalne) 429
Rynki nieformalne 430
Rynkowa wartość dodana 431
Ryzyka „grubego ogona" (żargon) 431
Ryzyko 432
Ryzyko biznesowe 433
Ryzyko działalności gospodarczej 434
Ryzyko finansowe 435
Ryzyko reinwestowania 436
Ryzyko rynkowe 436
Ryzyko sektorowe 436
Ryzyko systematyczne 437
Ryzyko utraty reputacji (cena akcji) 438
Ryzyko zarządzania przedsiębiorstwem 439
Rzeczowe aktywa trwałe 440
Rzeczywistość rynkowa (żargon) 440

Samoubezpieczenie 442
Scenariusz „co, jeśli" (żargon) 442
Seksowny interes (slang) 443
Serwisy finansowe 443
Sępy (slang) 444
Siła kapitalizacji 445
Siła kontrolowania portfela 446
Skalpowanie (slang) 446
Skandal na Wall Street 447
Skarbowe papiery zabezpieczone przed inflacją 448
Składka ubezpieczeniowa 449
Skorygowana cena emisyjna 449
Skrypofilia 450
Skumulowany roczny wskaźnik wzrostu 450
Słup 450
Specjaliści od techniki rakietowej (slang) 451
Spekulacja 452
Spekulant (slang brytyjski) 452
Spekulować (dosłownie: pluskać się w rynku) 453
Spieniężyć 453
Split 454
Spłata kaskadowa (żargon) 454
Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw 455
Sposobność chwili 456
Spółka (osobowa) 457
Spółka celowa 457
Spółka inwestycyjna z dostępem do funduszu 457

Spółka pośrednia w holdingu 457
Spółka stanu Delaware (USA) 458
Spółka z nadmiernym poziomem zobowiązań bieżących 458
Spółki o wysokiej kapitalizacji (żargon) 459
Spółki o małej kapitalizacji 459
Spółki prywatne, publiczne, notowane (różnice) 459
Sprawozdanie z finansowania 460
Spredy stóp zwrotu 461
Sprytne pieniądze (żargon) 461
Sprzedaj w maju i baju, baju (powiedzenie maklera giełdowego) 462
Sprzedawaj plotki, kupuj fakty (powiedzenie maklera giełdowego) 462
Sprzedaż i leasing zwrotny 462
Sprzeniewierzenie 463
Stag (dosłownie: jeleń; slang) 464
Stała baza (żargon) 464
Standardy Sprawozdawczości Globalnego Inwestowania 465
Stopa dochodu obligacji 465
Stopa dochodu, rentowność (inwestycje) 465
Stopa dyskonta 466
Stopa dywidendy 466
Stopa kapitalizacji rynkowej 467
Stopa nominalna obligacji 468
Stopa pokrycia w aktywach 468
Stopa progowa 468
Stopa reinwestycji 469
Stopa zwrotu w terminie do wykupu 469
Stopień akceptacji ryzyka (żargon) 470
Stopień płynności aktywów (żargon) 471
Stopy przeterminowania 472
Stowarzyszenie Profesjonalnych Finansistów (USA) 473
Strategia CPPI 473
Strategia efektywności kosztowej 473
Strategia inwestycyjna na całe życie (o malejącym ryzyku) 474
Strategia „kup i trzymaj" (żargon) 475
Strategia „Market timing" 475
Strategia pompowania (slang) 476
STRIPS 476
Strona podażowa rynku (żargon) 477
Strona popytowa rynku (żargon) 477
Struktura dwuwładzy 477
Struktura kapitału 478
Struktura terminowa instrumentów o stałym dochodzie 480
Struktura wynagrodzenia kadry menedżerskiej najwyższego szczebla 480
Strumień wpływów (metafora) 481
Subemisja (inwestycje) 482
Subemisja zamknięta, rodzaj (żargon) 483
Sukuk 483
Sum (slang) 484
Suma ubezpieczenia 484
Superdywidenda 485
Sygnalizowanie (żargon) 486
Symbol giełdowy 487
Symboliczny czynsz (slang) 487
Symulacja Monte Carlo 488
Syndrom Lake Woebegon (slang amerykański) 489
Synergia 489
Syntetyczne papiery wartościowe 490
System emerytalny gotówkowy 490
System zleceń automatycznych 491
Systemy świadczeń emerytalnych 491
Szantaż „zielonymi" 493

Szara strefa (slang) 494
Szarańcza kapitałowa (slang) 494
„Sztanga" (budowa portfela inwestycyjnego) 495
Sztuczny tłok (żargon) 496
Szwindle 496
Szybka akcja (slang) 497
Szybkość obrotu zapasów 497

Ślepy fundusz 499
Średnia 499
Średni okres wykupu/zapadalności, czas trwania, duracja 501
Średni ważony koszt kapitału 502
Świadome unikanie 503

Taktyki obronne 504
Tarcza podatkowa (żargon) 505
Teksańskie transakcje zabezpieczające 506
Teoria arbitrażu cenowego 506
Teoria błądzenia losowego 506
Teoria fal Elliotta 508
Teoria opcji realnych 509
Teoria portfela papierów wartościowych 510
Teoria przedsiębiorstwa 511
Teoria przeniesienia odpowiedzialności podatkowej 512
Teoria rynku, podejście adaptacyjne 513
Teoria większego głupca 513
Toksyczne aktywa (żargon) 513
Trader 515
Transakcja nierozliczona 515
Transakcja nieskuteczna 515
Transakcja wirtualna (slang) 516
Transakcje carry trade (żargon) 516
Transakcje PIPE 517
Transakcje switchowe (slang) 517
Transfer zysków 517
Trująca pigułka (slang) 518
Trzy F 519
Turnaround Management Association (USA) 519
Twarda waluta 519
Twierdzenia Modiglianiego-Millera 519
Twoja pierwsza strata to twoja najlepsza strata (powiedzenie inwestora) 520
Tworzenie wartości dla akcjonariuszy 521
Typ 522

Ubezpieczenie 523
Ubezpieczenie 523
Ubezpieczenie luki 524
Ubezpieczenie na życie z rentą kapitałową (Wielka Brytania) 525
Ubezpieczenie portfela 525
Ubezpieczenie z tytułu przerwy w działaniach 526
Udziałowcy mniejszościowi 526
Udział w zyskach (żargon) 527
Udziały (żargon) 528
Ujawnienie informacji finansowej 528
Ujemny kapitał obrotowy 529
Ulga hazardzisty (slang) 529
Ulga podatkowa z tytułu dywidendy 530
Ulica (kolokwializm funkcjonujący w USA) 531
Ulubieniec Wall Street (slang) 531
Umorzenie obligacji 532
Umowa odsprzedaży 532
Umowa o przerób 532
Umowa o subemisję usługową 532
Umowa typu „dostarcz lub płać" 533

Umowa typu „odbierz lub płać" 533
Upadły anioł (slang) 533
Upłynnić (żargon) 534
Uposażenie (dyrekcji) 535
Uprzywilejowane pupilarne papiery wartościowe 535
Ustawianie się (przed dużym zleceniem) (żargon) 535
Uzasadnienie biznesowe (żargon) 536
Uzdrowienie, sanacja przedsiębiorstwa 536
Uzupełniające źródło finansowania 537

Waga (inwestycje portfelowe) 539
Wall Street 539
Wall Street Journal, The 540
Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy (w spółkach akcyjnych) 540
Walor-barometr rynku (żargon) 541
Walory ARS 541
Walory zabezpieczone hipoteką 542
Warrant 542
Wartość akcji w porównaniu do PKB 543
Wartość aktywów netto 544
Wartość bieżąca (zdyskontowana) 544
Wartość bieżąca netto 545
Wartość czasowa (opcji) 547
Wartość dodana (żargon) 548
Wartość firmy 548
Wartość końcowa 549
Wartość końcowa (składnik majątku) 550
Wartość księgowa na jedną akcję 550
Wartość narażona na ryzyko dla nieruchomości 551
Wartość nominalna 551
Wartość optymistyczna (slang) 551
Wartość pieniądza w czasie 552
Wartość przedsiębiorstwa 553
Wartość rezydualna w leasingu 554
Wartość wewnętrzna 555
Wartość wewnętrzna (rzeczywista) opcji 556
Wartość wykupu (ubezpieczenia) 556
Wartość zewnętrzna (wartość czasowa) opcji 556
Warunki tymczasowe 556
W cenie (i poza ceną) 556
Wewnętrzna stopa wzrostu 557
Wewnętrzna stopa zwrotu 558
Wezwanie do uzupełnienia depozytu 559
Wezwanie obowiązkowe 560
Wezwanie o gotówkę (żargon) 561
Widełki kursu (w transakcjach papierami wartościowymi) 561
Wieczyste obligacje państwowe (przestarzałe) 561
Wielka Giełda 561
Wielka piątka firm inwestycyjnych 561
Wielka stabilizacja (żargon) 564
Wierność (w finansach) 564
Williams, John Burr i teoria finansów 564
Wniosek o przeznaczenie kapitału 565
Wniosek w sprawie rejestracji papierów wartościowych 565
Woda na młyn (giełda) 565
Wolność finansowa 566
Wpływy gotówkowe 567
Wpływy pieniężne 567
Wprowadzenie spółki na giełdę 568
Wrażliwość 568
Wrażliwość (ceny aktywów o stałym oprocentowaniu na zmiany oprocentowania) 570
Wrażliwość obligacji (wartość rynkowa do zmian stopy procentowej) 571

Wschodząca gwiazda (żargon) 571
Wskaźnik beta 572
Wskaźnik cena/sprzedaż 573
Wskaźnik cena/zysk 573
Wskaźnik ceny rynkowej do księgowej 575
Wskaźnik C/Z do zyskowności 575
Wskaźnik C/Z Shillera 576
Wskaźnik dyskonta prognozy 577
Wskaźnik forward P/E (Cena/Zysk) 578
Wskaźnik gotówkowej rentowności inwestycji 578
Wskaźnik nakładów gotówkowych (slang) 578
Wskaźnik obrotów w portfelu inwestycyjnym (żargon) 579
Wskaźnik obrotu należności 579
Wskaźnik obrotu zobowiązań 580
Wskaźnik PEG 580
Wskaźnik płynności I 580
Wskaźnik płynności „szybki" 581
Wskaźnik pokrycia (wskaźnik finansowy) 582
Wskaźnik pokrycia stałych obciążeń 583
Wskaźnik prawdopodobieństwa (w budżetowaniu) 583
Wskaźnik przejadania gotówki (dosłownie: spalanie gotówki; żargon) 584
Wskaźnik przepływów gotówkowych na akcję 585
Wskaźnik przepływu środków pieniężnych do zysku 585
Wskaźnik q Tobina 586
Wskaźnik reinwestowania 587
Wskaźnik rotacji kapitału obrotowego 587
Wskaźnik Sharpe'a 588
Wskaźnik spłaty należności (w dniach) 589
Wskaźnik VIX 590
Wskaźnik wartości rynkowej do księgowej 591
Wskaźnik wypłaty dywidendy 591
Wskaźnik zadłużenia do kapitału własnego 592
Wskaźnik zdolności do spłaty odsetek 593
Wskaźniki dla analityków 594
Wskaźniki działalności 594
Wskaźniki finansowe (przedsiębiorstw) 595
Wskaźniki finansowe dotyczące stopy zysku 596
Wskaźniki giełdowe 596
Wskaźniki gotówkowe wyników i ryzyka 597
Wskaźniki kapitałowe 598
Wskaźniki obrotu (aktywa/zobowiązania) 598
Wskaźniki płynności 599
Wskaźniki pokrycia (obsługi) długu 602
Wskaźniki rentowności 602
Wskaźniki wypłacalności 603
Współczynnik rentowności 605
Współfinansowanie 605
Współstanowienie (UE) 605
Wstępna rejestracja emisji akcji (USA) 606
Wstrzymana płatność 606
Wycena na podstawie modelu 606
Wycena przedsiębiorstwa 607
Wycena przedsiębiorstwa według modelu wzrostu dywidendy 608
Wycofanie kapitału 608
Wycofywanie spółek z obrotu publicznego (żargon) 609
Wydanie 610
Wydatki uznaniowe 610

Wyjazdowe prezentacje dla inwestorów 610
Wyjście (żargon) 611
Wykiwać (rzadkie) 611
Wykorzystanie informacji niejawnych 612
Wykres zależności zysku od wolumenu 613
Wykroić (żargon) 613
Wykup 614
Wykup lewarowany 615
Wykup obligacji na otwartym rynku 616
Wymościć kieszenie (slang) 616
Wynagrodzenie kadry menedżerskiej najwyższego szczebla (debata) 616
Wynagrodzenie według współczynnika kapitału 619
Wynajęci rewolwerowcy (slang) 619
Wyniki działalności (finansowe) 620
Wyniki rynku giełdowego 621
Wyprzedaż 622
Wyrejestrowanie 623
Wyrocznia giełdowa (slang) 623
Wysoka jakość aktywów 624
Wystawca opcji (żargon) 624
Wzrost organiczny 624

X (amerykański slang) 625
XC (okres bez premii – skrót giełdowy) 625
XD (bez prawa do dywidendy – skrót giełdowy) 625
Xetra (giełda elektroniczna) 625
X-int (bez prawa do odsetek – skrót giełdowy) 625
X-pr (bez przywilejów – skrót giełdowy) 625
XR (bez praw – skrót giełdowy) 625
XW (bez prawa poboru – skrót giełdowy) 625

Zaangażowanie w walucie zagranicznej 626
Zabezpieczać tyły (slang) 626
Zabezpieczenie, pokrycie (żargon) 627
Zabezpieczenie przed sprzedażą znaczącej części majątku 627
Zachowanie cen akcji 628
Zaczynać biznes od pary sznurowadeł 629
Zaklinacz deszczu (slang) 629
Zaktualizowane roczne przepływy pieniężne 630
Zaległości w realizacji zamówień 631
Zależność NPV od stopy dyskonta 631
Zamienne papiery wartościowe 632
Zamknięty fundusz inwestycyjny 632
Zapasy wojenne (żargon) 632
Zapłata warunkowa 633
Zapychanie kanałów 633
Zarabiać 634
Zarządzanie aktywami (usługa) 635
Zarządzanie bilansem (żargon) 636
Zarządzanie bilansowe (żargon) 636
Zarządzanie finansami 637
Zarządzanie komisaryczne (USA) 638
Zarządzanie kryzysowe (na rynkach kapitałowych) 639
Zarządzanie portfelem 639
Zarządzanie powierzonym majątkiem 640
Zarządzanie przedsiębiorstwem 640
Zarządzanie zapasami w systemie „dokładnie na czas” 642
Zasada 72 642
Zasada braku zależności 642
Zasada dopasowania 643
Zasada Pareto 644
Zasada separacji 645
Zasada sumowania wartości 646

Zasada współodpowiedzialności doradcy (stosowana w USA) 646
Zasada wyceny (inwestycji) według kosztu historycznego 647
Zasady wyceny 647
Zasądzenie zwrotu zysku 648
Zasilanie kropelkowe (slang) 648
Zastępczy mechanizm zabezpieczający 649
Zautomatyzowany obrót akcjami 649
Zawalić się z hukiem (slang) 649
Zawieszenie obrotów (żargon) 650
Zbić kasę na rynku (slang) 650
Zbieranie śmietanki (slang) 651
Zbieżność celów 651
Zbycie aktywów 652
Zbyt powiązani, by upaść 653
Zdyskontowana wartość przyszłych przepływów pieniężnych 653
Zerokuponowy papier wartościowy 654
Zlecenie „zapobiegania stratom" 655
Zlecenie z limitem 656
Zlecenie „zrealizuj lub anuluj" (żargon traderów) 656
Złota akcja (slang) 656
Złote powitanie (złota aureolka) (slang) 657
Złote monety (inwestycje) 657
Złote pluskwy (slang) 658
Złoty spadochron (slang) 659
Złożone papiery dłużne 659
Zmodyfikowana wewnętrzna stopa zwrotu 660
Znać wartość pieniądza (powiedzenie) 662
Znajomość finansów 662
Zobowiązania 663
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług 663
Zorganizować gotówkę (żargon) 665
Zwijanie pozycji (żargon) 665
Zwrot na inwestycji 666
Zwroty bezwzględne a zwroty względne 667
Zwrot ze sprzedaży 667
Zwrot z kapitału zaangażowanego 668
Zwrot z kapitału zainwestowanego 669
Z wykluczeniem błędów i uchybień 670
Zysk ekonomiczny 670
Zysk jednostkowy 672
Zysk korporacyjny, zagregowany 672
Zysk podstawowy (bazowy) 672
Zysk rezydualny 673

Żółta kartka (USA) 674
Żyć z kapitału (żargon) 674
Żywe trupy (slang) 675

Compendium of Finance in English

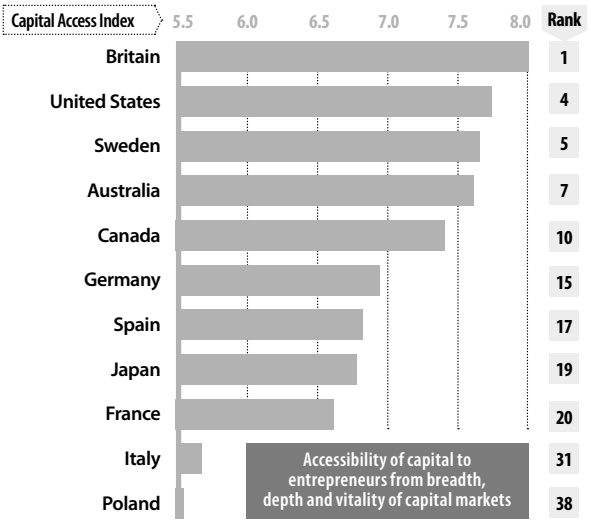
A

Absolute Returns vs. Relative Returns • Zwroty bezwzględne a zwroty względne • The absolute return is simply an investment's *yield* in any one annualised period. Relative returns measure the absolute yield in comparison to benchmarks or the overall market. Thus a portfolio may only grow by 2% in a year (e.g. not very good in absolute returns), but if the rest of the market (as measured by an index) fell by 2%, the measly absolute return is arguably pretty good. Relative returns tend to be applied more often in measuring stock market performance since the *efficient market hypothesis* suggests that well-diversified portfolios will tend to match the overall market. Those portfolios that do differently tend to draw attention.

Access to Capital • Dostęp do kapitału • The ability of business enterprises – especially small businesses – to raise money either by tapping the *capital markets* or through *financial institutions*. The easier it is to do this, the more entrepreneurial an economy will be with favourable consequences for growth and prosperity. Ready access to capital is especially important to encourage the *creative destruction* of new innovations and dynamic change. In economies with low access to capital, only the existing incumbents get financial support based on their connections, track record, social status or accumulated wealth. Markets that enjoy open access to capital must overcome several challenges. On the demand side, the *asymmetric information problem* can mean that sources of capital cannot reliably gauge the risks and rewards of investing in an enterprise's future. This is the reason why enduring commercial banking relationships are so important to businesses that are too small to afford a credit rating. On the supply side, providers of capital may be constrained (due to poor institutional infrastructure such as weak laws, *creditor's rights*, etc.) or reluctant (due to better or less risky alternatives) to support

growing companies. Another crucial ingredient is the degree of trust that prevails in a market. In economies with open access to capital, it can be argued that, for the right price and a good enough story, you can **always** find capital. It is just a matter of how hard the search will be.

Access to Capital
Sample out of 121 countries



Source: The Milken Institute; "The Economist", 05.11.2005

People Empowerment

Instead of an aristocracy of the merely rich, we are moving to an aristocracy of the capable *and* the rich. The financial revolution is opening the gates of the aristocratic clubs to everyone. In this respect, the financial revolution is thoroughly liberal in spirit. Instead of capital, it puts the human being at the centre of economic activity because, when **capital is freely available**, it is skills, ideas, hard work, and inescapably, luck that create wealth.

The Financial Revolution and Individual Freedom excerpted from *Saving Capitalism from the Capitalists* (2003) by R. Rajan & L. Zingales, p. 92

Accounts Payable ► Payables.

Accredited Investor (vernacular) • **Akredytowany inwestor** (żargon) • Private persons who are rich (say, $1 million in investments) and sophisticated

enough to take care of themselves without oversight by regulators. They are the primary investors, via *limited partnership* vehicles, in *hedge funds*.

Accrued Interest on Bonds • **Narosłe odsetki od obligacji** • An accrual (from the Latin "to grow") represents income/expense that has been earned/owing through the passage of time but not yet paid in cash (see *Compendium of Accounting in Polish & English* for further discussion). In the case of bonds, accrued unpaid interest adds to the bond's market value. For example, an investor buying a $1,000 corporate bond 1 month into an annual interest period would add $8.33 (30 days/360 x 10% x $1,000) to the principal price of the bond. In the USA, bonds typically have a face value of $1,000 and pay interest semi-annually. Annual yield is calculated as twice the six month yield (ignoring the effects of compounding). For the sake of convenience interest is calculated on the basis of 12 x 30 day months (although in the case of US treasury bonds, the interest is based on a more precise 365 day year). In international markets, interest is typically paid annually and may often involve smaller principal sums (in the UK, the typical bond is £100). Some bond markets include accrued interest in the trading price and others add it on explicitly after trading. The former method is known as "dirty price", "price plus accrued" or "full price". It differs from the more frequently quoted "clean price" or "flat" price where the quoted bond price is for principal only and interest must be explicitly added.

Acid Test Ratio ► Quick Ratio.

Acquisitions, Corporate Strategy of • **Przejęcia (strategia)** • An acquisition is the buying of another business' assets and operations as a going concern. This contrasts with "organic" growth through earnings retention and investment via *capital expenditures*. Cash, debt or shares of the acquirer can pay for acquisitions. The acquiree, or "target", can be obtained either by a purchase of its shares or its assets. Buying shares allows licences and contracts to be acquired but also brings along associated liabilities (some of which may be unknown). If some outstanding *shares* are not bought, *minority shareholders*, who will have *minority rights*, will also arise. An asset purchase avoids incurring liabilities but can be impractical if assets, whose ownership title needs to be transferred, are numerous or intangible. There are other variations to acquisitions. In the USA, when the buyer and target are of equal size, and come together voluntarily, it is *a business combination* (a transaction now not recognised by IFRS). When the buyer is much smaller than the target, it is a *buy-out*. If a large amount of debt is employed by the purchaser and then serviced by the target's cash flow, it is a *leveraged buy-out*. When the target's management buys

the firm from its shareholders, it is a *management buyout*. The motivation for acquisitions can be varied:

Acquisitions: Why Bother?	
Motive	**Description**
Growth	◆ Capture market share quickly; buy (vs. build) customer loyalty to brands
Diversification	◆ Shift into entirely new industrial sectors; reduce risks and *volatility* of existing income
Restructuring	◆ Large business wants to *downsize* by spinning off *divisions* or *subsidiaries*
Privatisation	◆ The state sells its state owned enterprises to private sector buyers
Arbitrage	◆ When a buyer (e.g. management, *venture capital* firms) sees value that others ignore
Competition	◆ Obtain competitive advantages that cannot be bought (*brands*, management, etc.)
Horizontal	◆ Reduce competitors in the same industry; capture *economies of scale*
Vertical	◆ Obtain *synergies* with suppliers or customers; eliminate profit leakage in the value chain

Acquisition transactions can be quite complex (no wonder lawyers and investment bankers love them). This complexity can make them risky and prone to failure in terms of fulfilling their original justifications. Some of the issues that must be addressed and overcome:

- Overcoming the *asymmetrical information* of seller vs. buyer (and the seller's *representations*).
- Conducting *due diligence* to quantify *economic value*.
- Avoiding a buying frenzy (see *deal heat*) in order to negotiate an attractive price.
- For share purchases, specifying which liabilities are to be purchased; quantifying contingent liabilities.
- Transaction costs (advisory fees for lawyers, accountants and investment bankers).
- Taxes (sales tax, transfer taxes, *capital gains*) and how to allocate them between buyer and seller.
- In share purchases, the status and treatment of target company *management*.
- Overcoming anti-trust or anti-monopoly restrictions.
- Obtaining government and court approvals.
- When a merger occurs, addressing fraudulent conveyance and financial assistance rules.

- If minority shareholders are inherited, dealing with their *minority shareholder rights*.
- Consummating a follow-on merger (avoiding contestability issues, triggering defaults).
- Extracting *economies of scale* and *synergies* in the post merger period.
- Financing the acquisition (bearing in mind that its size often necessitates leverage).
- Accounting for the acquisition: pooling of interest (USA only) or purchase method.
- Burden of post-merger integration costs (lay-offs, name changes, restructuring costs, etc.).

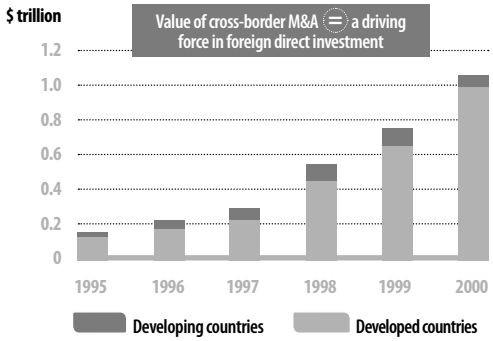
Once a business has been acquired, a choice remains whether to let it operate independently or integrate operations. The latter is commonly done in order to capture synergies. The "mergers and acquisitions" (M & A) business (perversely, described in the wrong order compared to the transactional sequence) is a major service line for investment banks, especially *bulge bracket firms*. See also *adjusted issue price, going private, imputed interest, newco* and *squeeze out.*

Empires of Hype

"**Serial acquirers**" saw their jobs first and foremost as expanding corporate holdings, rather than managing their companies to produce better products and services. And because their focus was on immediate financial results, they tended to see regulators as adversaries and accounting rules as inconvenient barriers to fulfilling their schemes… [Such] managers do not understand the businesses they go into… Rather than having to demonstrate skill in creating new products, providing better services or motivating employees, these executives are usually judged by investors and analysts only by the swelling size of their empires… [Alas], the serial acquirers generally lack a strategic logic that can survive market changes. As a result, their empires of hype can be undone very swiftly by market discipline.

Expanding Without Managing – Serial Acquirers Tend to End Badly in "International Herald Tribune", June 14, 2002, p. 8

Acquisitions



Source: UNCTAD

Activist Funds/Shareholders • **Fundusze/Akcjonariusze-aktywiści** • Large *institutional investors* (i.e. *pension* funds, investment funds and *hedge funds*) who choose to assertively exercise their voting rights on corporate resolutions and board membership. This contrasts with a more passive attitude in which investors will simply exit if they don't like how things are managed. Traditionally, non-strategic investors did not have the time nor financial incentive to get involved. They were "along for the ride." However, with advances in *minority rights, transparency* and *corporate governance* standards, such shareholders are increasingly vocal and assertive. The clout of activist funds is the most pronounced in the USA.

Caveat Emptor

We're operating in a caveat emptor world, one in which you have to **check everything** that management tells you against what else you know and hear.

Pension fund manager
quoted in the "International Herald Tribune", December 9, 2005, p. 13

Activity Ratios • **Wskaźniki działalności** • A subset of *financial ratios* that focuses on the relationship between *balance sheet* amounts and corresponding activity in the *income statement*. In general, the higher the turnover or lower the "aging", the more efficiently the assets are being utilised (or, in the case of *liabilities*, the less credit is being called upon). Activity ratios are particularly useful in examining working capital accounts that should be "fresh" in order to keep the cash cycle operating.

Common Activity Ratios		
Ratio	**Formula**	**Reciprocal Ratio (*)**
Receivable Turnover	Sales / Average A/R	Month's Sales in A/R or "Receivables Aging"
Inventory Turnover	COGS / *Average Inventory*	Month's COGS in Inventory or "Inventory Aging"
Payables Turnover	Purchases / Average A/P	Month's Purchases in Payables or "Payables Aging"
Liabilities Turnover	COGS + Overheads + Taxes / *Payables +Accruals*	Month's Liabilities in Expenses or "Liabilities *Aging*"
Fixed Asset Turnover	Sales / Average FA	Not usually used
Total Asset Turnover	Sales / Average TA	Not usually used
(*) Calculated as: (1/turnover ratio) x 12; for w/c accounts, used as a proxy for aging.		

See also *Du Pont formula*.

Adaptive Markets Theory • Teoria rynku, podejście adaptacyjne • An explanation of how securities markets behave. Similar to evolutionary biology, markets are said to adapt to new conditions in sudden shifts. As soon as one avenue for making profits is exhausted, the market changes regime and new opportunities are created. Investment returns thus do not follow a normal or bell curve distribution consistent with the *random walk* of the *efficient market hypothesis*. Rather, fallible human participants as envisioned by *behavioural finance* are not immune to *herd* instincts and mispricing of risk. Profits can therefore be made by sophisticated quantitative models that arbitrage imperfections. The term was first coined by Andrew Lo of MIT and gained increasing credence after the *Credit Crisis of 2007–2009*. For an important milestone, see "Challenges in Quantitative Equity Management" published by the Research Foundation of *CFA* Institute (www.cfapubs.org).

Adjusted Issue Price • AIP • Original Issue Discount (Premium) • Skorygowana cena emisyjna • Dyskonto (premia) w cenie emisyjnej • The discount or premium from *par value* (redemption price at maturity) at the time a debt instrument is issued. Because of *yield arbitrage*, the price of a bond will only equal its face value if its coupon interest rate is exactly the same as market interest rates for a bond of comparable term and risk-rating. The most extreme example of a discount is a *zero coupon* bond.

Advance-Decline Line • ADL • Linia wzrostu/spadku • A ratio of all the traded stocks in an active market that went up in value (an "advance") in a single day compared to the number of stocks that finished down (a "decline"). The resulting ADL is a measure of "breadth", a common term applied to advance-decline indicators. The ADL is a plot of the cumulative sum of the daily difference between the number of stocks advancing and the number of stocks declining in a particular stock market index. The ADL moves up when the index contains more advancing than declining issues, and moves down when there are more declining than advancing issues. The formula for the ADL is:

(# of Advancing Stocks – # of Declining Stocks) + Prior ADL Value

The advance-decline line is one of the most commonly cited *market* (*sentiment*) *indicators.*

Advance-Decline Ratio
2009



Source: LC LiveCharts.Co.Uk

Agency Problem • Agent-Principal Problem • Konflikt w stosunkach agencyjnych • The imperfect alignment of vested interests between *managers* (acting as agents on behalf of others) and *shareholders* of an enterprise (who are "principals" in the sense of having ownership rights). This raises the potential for decisions and actions contrary to the interests of owners. For example, managers may be more inclined to expand a business to increase their pay or prestige rather than maximise wealth creation. This possibility has been further identified with the idea of "incomplete contracts": while management's bargain is to maximise

shareholder wealth, it is difficult to enforce as a contract. While shareholders must have a degree of trust and confidence in "their" managers, there are several checks and balances designed to address the agency problem:

- effective *corporate governance* by representatives of shareholder interests;
- *transparent accounting* practices which accurately measure enterprise *performance*;
- independent auditors who will fight for *fair disclosure*;
- compensation schemes (e.g. *stock option* plans) which harmonise managers' interests with owners;
- *institutional* and *strategic investors* who will pressure management to deliver satisfactory results;
- open markets and free trade which puts pressure on domestic players from globalisation.

The agency problem is important because professional managers who are separated from owners control so much of a modern economy. This was recognised as long ago as 1932 by two economists, Adolph Berle and Gardiner Means, in their seminal work "The Modern Corporation and Private Property". It can be argued that corporate *debt* plays a valuable role in the agency problem by eliminating excess cash and by creating the need for the financial discipline of *repayment*. See also *shareholder value creation*.

Aider and Abettor Rules (USA) • **Zasada współodpowiedzialności doradcy** (stosowana w USA) • The legal concept that financial advisers can be partly to blame for the transgressions of their clients. Thus, a lawyer, investment banker, accountant or management consultant can be exposed to the illegalities and third party lawsuits of their clients. This is in spite of their role being ostensibly confined to giving advice to others, be it management or investors. (The laws of negligence determine the auditor's duty to shareholders and creditors, regardless of whether the auditor has a contractual relationship with them). Aider and Abettor rules tend to spread the net of accountability wide, encouraging a disgruntled party to sue anybody with deep pockets. When the US Congress passed the Private Securities Litigation Reform Act (1995) they were trying to limit perceived abuses of frivolous lawsuits. Alas, Wall Street scandals such as Enron, are tending to bring back Aider and Abettor rules. The Sarbanes-Oxley Act, for example, imposes criminal penalties for certain false representations even if they are perhaps errors in judgement. Common sense and fairness should tell us that advisers may indeed bear some responsibility for their clients' damaging acts. But this should be tempered by a comparatively larger burden of responsibility on those who actually make decisions and take actions.

AIG, Significance of • AIG, znaczenie • AIG (American Insurance Group) was a sufficiently large, globally inter-connected US insurance firm that its potential insolvency in 2007–2008 presented a threat to the global financial system. The imperative of its rescue demonstrated the *"Too Interconnected to Fail" doctrine.* While its core business of insurance was sound (as of 2009, it insured 180,000 entities and managed 7 million private investor accounts – "Time", March 30, 2009), its demise came from its involvement in complex derivative activities. Most of its losses ($40 billion in 2008) were concentrated from its exposure to $300 billion worth of *credit default swaps*. In effect, it had a business model of 'renting out' its undoubted, AAA credit rating to earn money by underwriting *systematic risk*. This made it highly exposed to problems from every corner of the capital market. AIG's liquidity crisis was triggered by stipulations in its unsecured credit default swaps that they be cash collateralized if AIG's credit rating fell. When this happened, AIG was faced with a tsunami of defaults if it could not *come up with the cash*. After the near-death experience of *Lehman Brothers,* the US government decided it could not afford to let AIG fail. At the end of the day, much of the government *TARP* rescue money was used to cash collateralize credit default swaps ($52 billion) and securities lending activities ($43.7 billion) with global counterparties – see below. Thus the rescue money was not used to cover losses but rather provide liquidity. AIG was also another source of notoriety. In 2009, it recorded the largest loss in US history. It then proceeded to pay out $165 million worth of staff bonuses after being rescued by government largesse. This was a 'final straw', tipping point of public outrage at the corporate malpractices seen as largely responsible for the *Credit Crisis of 2007–2009.*

Bail-out Funds Passed Along	
Recipient	**Billions $**
Goldman Sachs	12.9
Societe Generale	11.9
Deutsche Bank	11.8
Barclays	8.5
Merrill Lynch	6.8
Bank of America	5.2
UBS	5.0
BNP Paribas	4.9
HSBC	3.5
Dresdner Bank	2.6
"Time", March 30, 2009, p. 16	

Tangled

The extent and interconnectedness of **AIG's** business is far-reaching and encompasses customers across the globe ranging from governments agencies, corporations and consumers to counterparties. A failure could create a chain reaction of enormous proportion.

AIG internal analysis, 2009, quoted in "How AIG Became Too Big to Fall in Time", (Europe) March 30, 2009.

Alpha Investor (vernacular) • **Inwestor alfa** (żargon) • An astute investor, typically a professional fund manager, who strives to find bargains in the stock-market based on share prices that do not accurately reflect an intrinsic value based on risk considerations alone. (The value of a share not explained by its "beta" or risk relative to other shares in an *asset class*, is labelled the "alpha" in the *capital asset pricing model*). Efficient markets (see *efficient market hypothesis*) suggest that alphas cannot really exist in the long run (or if they do, they are immediately prised away or the extra performance is siphoned off in fees to asset managers). Chasing alpha returns seems illusionary since no one is smarter than a "strong" form of efficient market. That said, nothing stops people from trying, especially if they believe they possess, or can convince others that they possess, unique talents.

A Rare Distinction

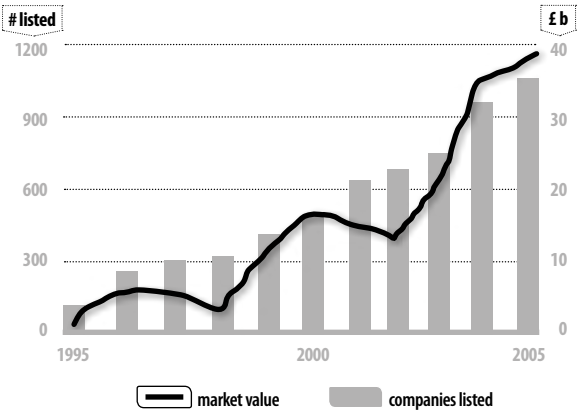
Beta is a commodity and **alpha** is about skill.

Fund manager quoted in "The Economist", September 16, 2006, p. 85

Alternative Investment Market (UK) • **AIM** • **Rynek alternatywny** • **Giełda AIM** (Wielka Brytania) • A *stock market* in London set up by the London Stock Exchange (LSE) designed to allow trading in *small cap* shares, typically growing companies or private firms going public for the first time. With over 1,000 companies (2006), most of which have a *market capitalisation* of less than $50 million, AIM has proved to be quite successful in its intended purpose of channelling risk capital to entrepreneurial sectors of the economy that might otherwise be excluded from the capital markets by virtue of their size. This is done by relaxing many of the regulatory hurdles of the "first tier" LSE. In its place, there is a role for a "nominated adviser", an independent financial

expert (e.g. bank, accountant, lawyer) who, for a fee, performs an oversight role and provides an imprimatur of legitimacy to assure investors. While AIM's results are to be applauded, there is the lingering issue of investor risk in lightly regulated market. Accordingly, AIM tends to attract private capital from high net worth individuals as opposed to *institutional investors* with fiduciary duties.

Alternative Investment Market



Source: London Stock Exchange/"The Economist", 09.04.2005

Alternative Investments • **Inwestycje alternatywne** • Any general reference to the various *asset classes* other than traded stocks and investment grade bonds that constitute the bulk of funds placed in the *capital market*. Such investments may include:

- hedge funds,
- junk bonds,
- private equity,
- commodities,
- property,
- derivatives,
- debt or equity of distressed companies.

Alternative investing is generally more risky than the mainstream but can be considered attractive because of the richer yields. Investors often are willing to pay higher asset management fees to alternative market specialists in the hopes of better performance (contrast to no-frills approach of *exchange traded funds*). Alternative investments are hot (growing by 20% in 2005 – "The Economist", September 16, 2006, p. 85). After the Bear market of 2000–2002, many investors

were hungry for the returns that such investments purport to deliver. See also *alpha investor.*

Desperate?

Investors desperate for yield are shovelling more money into so-called **alternative investments** as profit opportunities in the traditional markets of stocks and bonds disappear.

Investing in "International Herald Tribune", November 10, 2006, p. 15

American Depository Receipt • ADR • Amerykański Kwit Depozytowy • A *financial instrument* that gives American investors the right to trade, but not own, underlying equity shares of foreign issuers. ADRs allow off-shore issuers to tap the US *capital market* in spite of not having a *stock exchange* listing in the USA. Shares are held in trust by a *trust department* of an American bank that in turn, and for a fee, issues receipts to investors. The ADR's value derives from the value of underlying shares.

American (Style) Option • Opcja amerykańska • An option that can be exercised at any time between the purchase date and the expiration date. Most options in the USA are of this type. This is in contrast to a European-style option that can only be exercised on the expiry date. This flexibility in exercise timing generates a price premium for the American style option.

Amortisation, Bond • Umorzenie obligacji • To repay a *bond*, coming from the Latin 'mort' as in "to put to death" in the sense of extinguishing a liability. The word also has a different meaning – to write off an intangible asset – in accountancy. See also the *Compendium of Accounting in Polish & English*.

Analysis Paralysis • Paralysis by Analysis (vernacular) • **Analityczny paraliż** (żargon) • Excessive number crunching and analytical effort in the face of a need to make a decision and take action. The law of diminishing returns applies to everything; including the time spent thinking about things.

Get On With It

There is nothing more requisite in business than **dispatch**.

Joseph Addison (1672–1719)

Annual General Meeting • AGM • Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy (w spółkach akcyjnych) • Zgromadzenie wspólników (w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością) • An annual forum, usually required by *corporate law*, of an enterprise's *shareholders* which has the ultimate authority over a company's affairs by formalizing such high-level decisions as:

- election of *directors*,
- appointment and remuneration of auditors,
- acceptance of *financial statements*,
- ratification of changes to articles of incorporation or corporate charter,
- questioning of *management*,
- winding up the enterprise,
- approval to issue new *shares*,
- approval of *dividends*.

While the AGM is an important *corporate governance* event, the *proxy votes* held by management can make it a mere formality. As well, commercial common *sense* dictates that unhappy shareholders simply sell their shares instead of troubling themselves to protest or question in a public forum. An exception to this indifference is the increasing power of *institutional investors* to expand their influence to other shareholders at an AGM. See also *activist shareholders*.

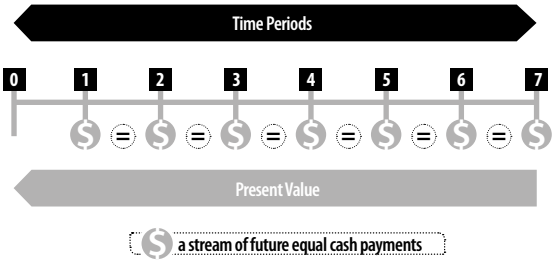
Annual Percentage Rate • APR • Equivalent Annual Interest Rate • Roczna stopa procentowa • The rate of *interest* expressed as a percentage of the outstanding loan amount owed over the course of a 365 day calendar year, or in the case of LIBOR loans, 360 days. The APR is calculated to take account of the compounding effect of interest paid more frequently than annually.

APR		
formula	=	$[(1 + i)^n - 1] \times 100$
i = interest rate n = periods per year		

Annuity • Annuitet • Any constant and regular stream of cash flow for a set period of time. (If time is infinity, the annuity is called a *perpetuity*). The present value of a $1 per year beginning in Year 1 is given as:

Annuity		
formula	=	$\frac{1 - (1 + r)^{-n}}{r}$
r = interest rate n = the number of years cash flow		

Annuity



An "annuity" can also describe a financial product that is a contract typically sold by an insurance company. It is designed to provide payments to the holder at specified intervals, usually after retirement. During a saving period, the holder contributes to a fund. Tax authorities often allow these contributions to be deducted from taxable income. When payments are made from the fund, they are taxed (but typically at a lower marginal rate since the beneficiary is retired). A "retirement annuity" may also have a death benefit equivalent to, or higher than the current value of the annuity or the amount the buyer has paid into it. (Word roots: from the Latin "annuus" or yearly; current meaning from the French annuite).

Anticipatory Revenue Bond • **Obligacja komunalna płatna z przewidywanych dochodów** • A *municipal bond* that is to be repaid from future (vs. existing) revenues generated by the borrower. In spite of the possibility of immediate debt service capacity shortfalls, there may be a well-founded expectation for growth in tax collections or senior government grants or sale of public assets. Anticipatory revenue bonds make sense where a city is growing very fast and needs to invest in infrastructure, the presence of which in turn will assure further growth.

Appropriation Request • **Wniosek o przeznaczenie kapitału** • A formal request by an investment centre to a firm's treasury function to initiate a capital expenditure. As an internal control to promote a healthy financial discipline, the appropriation should justify the spending by an appropriate analysis, such as a *net present value* calculation.

"Approved Person" Status, FSA (UK) • **Reprezentant, zatwierdzony przez FSA** (Wielka Brytania) • An individual who has been approved by the Financial Services Authority, the UK's powerful watchdog financial regulator, to

perform one or more 'controlled functions' in a financial services firm. Controlled functions are certain designated activities (e.g. chief executive officer, chief financial officer (or *finance director*), head of risk, etc.) deemed to be of particular importance to an enterprise's operations. An approved individual must meet specified standards of honesty, integrity, reputation, competence and financial soundness appropriate to the controlled function and the overall activities of the firm itself. Similar rules exist in most other jurisdictions. By invoking the approved person rule, regulators can intervene in what is normally an internal matter. In the case of the UK's FSA, such a prerogative is proactively exercised given the City's pivotal role as a global financial centre.

Arbitrage • **Arbitraż** • Switching funds from one place to another to take advantage of the profit opportunities that arise in pricing disparities. A common arbitrage might involve simultaneously buying and selling in markets that should, by economic logic, have the same price. Foreign exchange, as an example, will be actively arbitraged by international banks. In seeking to exploit inefficiencies in a market, arbitraging improves their liquidity and efficiency. Thus, in the long run, arbitrage opportunities tend to evaporate as a market becomes more efficient through the arbitrage process itself. As a way of low risk trading for profit, arbitrage contrasts with *speculation*.

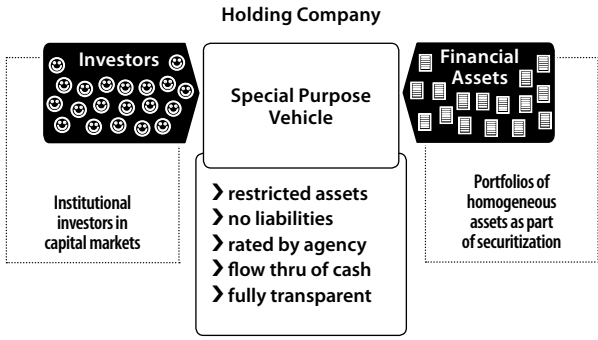
Arbitrage Pricing Model/Theory • **APM** • **Teoria arbitrażu cenowego** • **Teoria APM** • An alternative securities pricing model to the *Capital Asset Pricing Model*. Unlike the CAPM, which specifies returns as a linear function of only *systematic risk*, APM may specify returns as a linear function of more than a single macroeconomic factor. The factors will depend on the firm. Thus an oil company's shares might be sensitive to oil prices, consumption growth, alternative energy prices, etc. Investors will seek a risk premium based on perceived risk in these factors.

Asset Allocation Investing • **Inwestowanie poprzez alokacje aktywów** • Investing a portfolio according to broad categories of *asset classes* instead of concerning yourself about individual investments. Thus an investor might decide to invest 50/40/10 in shares, bonds and cash respectively using widely diversified investments in each class. Asset allocation investing regards the choice of an asset class to be more important than the composition of investments within each class.

Asset-Backed Securities • **ABS** • **Papiery wartościowe zabezpieczone aktywami** • The *securities* issued as a result of the *securitization* process. As-

set-backed securities are issued by "*special purpose vehicles*" (SPV) whose sole purpose is to own certain specified *financial assets*. Since the SPV has no creditors, the shareholders have an exclusive legal claim on the assets which, in effect, act as *collateral* to protect the securities' value. This in turn qualifies ABS as *capital market* investments with a modest level of *risk*. For example, a SPV, with none of the conventional assets found in a going concern, may own consumer loans or *credit card* receivables. Common sub-sets of ABS are *mortgage backed securities* and *collateralized loan obligations*. Note that just about any financial asset with a *transparent* cash stream and a credit rating can be used to create an asset-backed security.

Asset Backed Securities



In many markets, ABS were frozen during the *Credit Crisis of 2007–2009*. Restructuring efforts typically replaced illiquid short-term liabilities with longer-term notes in the hope that a secondary market would eventually emerge as market conditions improved.

Asset Base • **Baza majątkowa** • A general term connoting the assets, typically fixed assets, which are available to an enterprise. For example: "The company has a strong competitive position due to the quality of its asset base".

Asset Class • **Klasa aktywów** • A type of investment such as stocks, bonds, real estate, equipment, precious metals, derivatives, or cash. Assets within the same class generally exhibit similar investment characteristics, behave similarly in the marketplace, and are subject to the same laws and regulations. The capital asset pricing model is perhaps implicitly invoked when thinking about asset classes since the CAPM tends to distinguish how closely returns on investments are correlated with market performance by their "beta" (i.e. how risky they are versus the stockmarket overall).

Asset Coverage • **Stopa pokrycia w aktywach** • A *financial ratio* that calculates the *solvency* of an enterprise:

How Solvent?		
Asset Coverage Formula	=	net book value of total assets / *debt* or total *liabilities*

The ratio is implicitly a liquidation scenario. It ignores different priority of claims amongst creditors and the timing of liabilities when they are due for payment. Most bankruptcy laws define "insolvency" as occurring when asset coverage falls below unity.

Asset Intensity (vernacular) • **Natężenie aktywów** (żargon) • A financial ratio measuring the assets required to support sales. A lower ratio infers that companies can grow with modest investments.

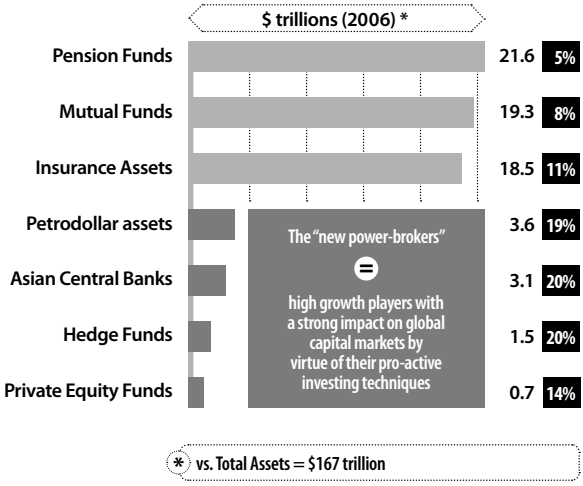
Ratio		
Asset Intensity	=	Assets / Sales

Asset intensity is the reciprocal of the asset turnover calculation.

Asset Management (Service) • **Zarządzanie aktywami (usługa)** • A financial service whereby assets, typically tradable *securities*, of a third party are managed by another party, usually a professional money manager or a *financial institution.* In return the manager earns a fee and sometimes may even share in any profit-taking (see *2%/20% formula*). The degree of discretion in management – ranging from passive *custodian* services to the highly speculative activities of a hedge fund – is typically specified in advance. Asset management is prone to the *goal congruence* problem that inevitably arises when handling *other people's money* (i.e. principals have the most to lose from the poor decisions of their agents). Offsetting this are the rewards of letting the "pros" deal with the complexities of wealth management. Because asset managers can muster inherent advantages (e.g. experience, economies of scale, access to investing expertise, intimate involvement in the *capital markets*) they can often perform better than individual investors operating on their own. Of the world's total financial assets ($167 trillion in 2006), about 40% are under asset management (see graph below). While most such assets are held by traditional vehicles such as *pension funds, mutual funds* and *insurance* companies, an increasingly important role is being played by more proactive, strategic asset managers such as *sovereign*

wealth funds, hedge funds and *private equity funds*. See also *index investing* and *private banking* (*Compendium of Banking Terms in Polish & English*). Contrast with proprietary trading and liability management.

Asset Management: Global
CAGR 2000–2006



Source: "The McKinsey Quarterly", 2008, No. 1, p. 84

Asset Play (vernacular) • **Gra aktywami** (żargon) • An investment or *take-over* of a company primarily for the sake of capturing its undervalued assets, as opposed to its income generating capacity. An asset play often entails a break-up.

Asset Quality • **Wysoka jakość aktywów** • The qualitative dimension of assets which are quantitatively measured by financial accounting. Depending on their role, "good quality" assets are liquid, productive and impervious to asset impairment. Implicit is the notion that accounting estimates (e.g. depreciation, bad debts provisions) may over-state, or under-state, the true value of assets. See also *earnings quality*.

Asset Redeployment • **Realokacja aktywów** • Shifting *capital* from one activity to another by selling old assets and then buying new ones. The connotation is that some major strategic initiative is at work. To be worthwhile, asset deployment benefits must overcome the associated transaction costs (e.g. selling & buying fees) that tend to often make investments a sunk cost.

Association for Financial Professionals (USA) • **Stowarzyszenie Profesjonalnych Finansistów** (USA) • A trade group representing corporate

treasury and finance executives. It provides products, education and training for people working in the finance function. Website: www.afponline.org.

Assurance • Ubezpieczenie • The act of reducing risk. Auditors thus provide "assurance services" through their audit of financial statements which should increase the reliability of the numbers. Insurance companies also provide assurance and thus sometimes name themselves "assurance companies", especially in the UK. To consumers, assurance may have a more comforting connotation. The distinction had its roots in life insurance: in contrast to property insurance, the death of an individual is certain. It is only a matter of when. Since death was "assured" to happen, the name for life insurance policies morphed into the word "assurance".

Auction-Rate Securities • Walory ARS • Long term instruments – such as *bonds* or *preferred shares* – that are able to enjoy short term money market interest rates by virtue of a regular auction process that resets yields according to market conditions. In the USA, they are typically issued by cities, hospitals and other well-rated institutions. At the auction, holders of the security can specify a minimum yield they will accept and roll over principal. Alternatively, they can sell their securities at *par* if other bidders are prepared to take a lower yield. As well, investors can make a non-competitive bid and accept whatever yield arises amongst the other bidders. If there are no buyers, sponsoring banks often act as "buyers of last resort" to keep liquidity in the market. By tying yields to money market conditions and with an ability to exit positions, auction-rate securities construct an instrument equivalent to short term, floating rate debt. During the *Credit Crisis of 2007–2009*, many auction rate securities markets became very illiquid with investors being forced to hold onto positions and unable to exit.

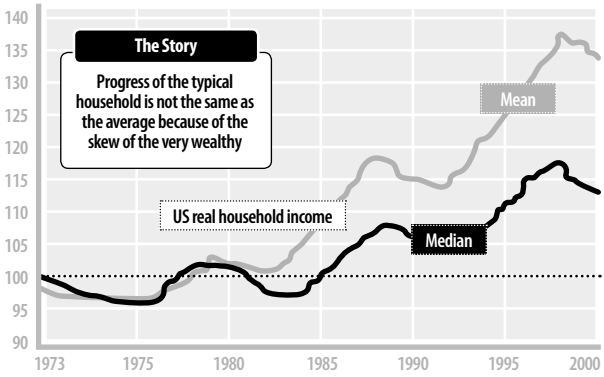
Automated Equity Trading • Zautomatyzowany obrót akcjami • High-volume share trading that is driven by computer models seeking *arbitrage* opportunities. Because of high turnover volumes, automated equity traders can negotiate lower *brokerage* commission. In the USA, such trading is said to account for 30% of turnover ("The Economist", June 14, 2003, p. 79). *Hedge funds* are especially active users.

Average • Średnia • One number that summarises the collective essence of a group of numbers. Averages can be calculated a number of different ways, although the "mean" is the most common:

Numbers = 2, *3*, *3*, *3*, 11, 14, 16, 18, 20		
Type	**Definition**	**Example**
Mean	◆ Sum of the numbers divided by the number of numbers in the group.	90/9 = 10
Median	◆ Middle value in a group of numbers ranked in order of size	11
Mode	◆ Number that occurs most often in a group of numbers	3

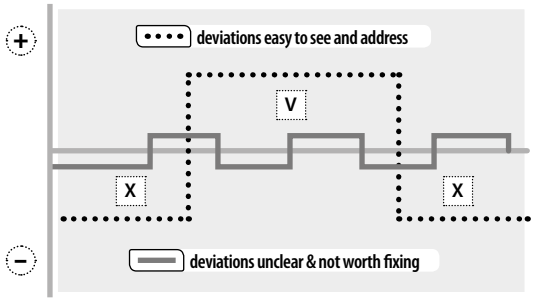
Like any summary of diverse information, one must be careful about interpreting the results. For example, when seeking what is "typical", medians are often more revealing than means which are skewed because of concentrations at the extremes (e.g. despite overall increase in mean levels of income, most American households do not feel better off since a greater proportion of income is going to fewer families; see below). As well, any average can gloss over individual variations in performance that managers need to focus on. See quote and second graph below.

Average: Mean vs. Median



Source: "Financial Times", 03.05.2006, p. 11

Averages
Hidden in the average



All these distortions tell us why Mark Twain said there were three kinds of lies: "lies, damned lies and statistics" or why a mathematician once drowned in a lake that was only 10 centimetres deep, on average.

Say What?

Mathematical averages and daily last share prices were used. Share prices include the effects of share-splitting. Yields were calculated on a normal not lognormal basis. Annual returns were calculated using specific annual stock exchange days. Downloaded daily last share prices were divided by prior year prices (US$). The mathematical average over the entire period in question produced the average daily calculated annual returns. Other calculation methods might lead to different results…

Small print caveat in an advertisement by the oil company MOL claiming to have the highest growth in share prices amongst selected peers excerpted from "The Economist", December 22, 2007

Axe on a Stock (slang) • **Wyrocznia giełdowa** (slang) • *Wall Street* slang for an influential and respected *securities analyst* whose views on a particular share's prospects are sufficiently authoritative for the market to treat them as the "final word" (hence the notion of "cutting off" debate with an axe). A dominant voice may even be able to move the share price. Such exalted status, and much pay, comes from being associated with a *bulge bracket firm*, consistently producing good quality research, accurately predicting price movements and, perhaps most important of all, getting a good ranking in the polls of *buy side* investors (e.g. Institutional Investor's magazine's annual survey).



Stuffed

It was the kind of day that a security analyst with a big reputation can knock the stuffing out of a stock with a rating change… "**The Axe**" on Intel got on the squawk box with some unexpected news: he was downgrading Intel from a "strong buy" to a "neutral". Legions of salesmen immediately began to phone big institutional shareholders – mutual funds, hedge funds, pension funds and alike… Sure enough, even before the market opened, Intel had dropped $7…

Who Really Moves the Market?
"Fortune", October 27, 1997

B

Back-End Load • **Opłata po umorzeniu jednostek** • A sales commission scheme that becomes payable if/when an investment, such as a mutual fund or annuity, is sold. Also called a "deferred sales charge". It is designed to discourage early withdrawals and *churning*: the longer the holder stays invested, the lower the percentage fee will be. Contrast with *front end* load.

Backdated Stock Options • **Opcje antydatowane** • Setting a stock option strike price that is immediately *in-the-money* so as to reward holders with an instant and guaranteed gain. This is in contrast to the normal practice where the strike price is set well above market prices so that management is encouraged to perform and then shares the benefits if they do so. The legitimate use of employee stock options is to create performance incentive and *goal congruence* between management and a company's wealth creation objectives. Good *corporate governance* will ensure that management will truly earn any bonus based upon *win/win* results.

Not a Good Sign

The company said the [**backdating**] practice resulted from a "general understanding that options could be granted at a chosen date." They can't, of course. Many wonder how it is that the co-CEO – a chartered accountant with a Harvard MBA, and with whom the final authority for granting options rested – could have confused something so simple. And if management erred in granting stock options, what other inconsistencies exist in the company's books?

Article on backdated options at the Research in Motion company quoted in "Canadian Business magazine", April 9, 2007, p. 34

How does such an abuse of an otherwise sound scheme come about? Usually a conventional option plan is already in existence. Beneficiaries then surreptitiously change the figures in order to enrich themselves in the hope that the forgery will go unnoticed. In most jurisdictions, backdated options are considered no more than a sophisticated *fraud*. While relatively rare, several cases of backdated stock options occurred amongst some firms in the USA's entrepreneurially-driven Silicon Valley until authorities clamped down on them.

Back-of-Envelope Calculation (vernacular) • **Rachunek na świstku** (żargon) • Any quick calculation done manually on a scrap of paper such as an envelope. Also connotes any informal, mental reckoning.



Off the Cuff

Morenthau, White and Vinson agreed a final distribution of their spare millions on 14 July. 'See Fred, that is why I am Secretary of the Treasury', Morgenthau told Judge Vinson waggishly after doing some **back-of-envelope calculations**. 'I can add and subtract.'

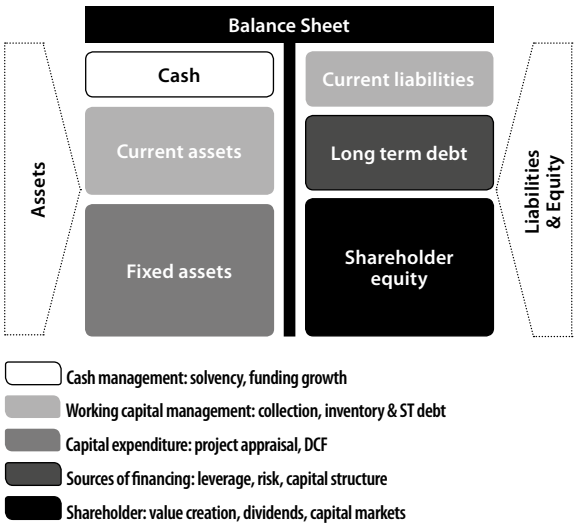
A light moment at the Bretton Woods Conference in 1945
quoted in R. Skidelsky, *John Maynard Keynes*, Volume 3, p. 351

Backwardation • **Deport** • **Transakcja deportowa** • When a commodity is worth more in today's spot market than in its futures market. Normally, the futures price is greater than the spot (a situation known as *contango*). However, if the markets expect the price of the commodity to fall over time, the future price might be less than today's spot.

Baksheesh (Indian/Turkish) • **Bakszysz** (z hindi, tureckiego) • A tip, gift or gratuity (from the Persian language "to give"). It has also come to connote a bribe to an official offered in order to obtain some required consent (e.g. licence, permission).

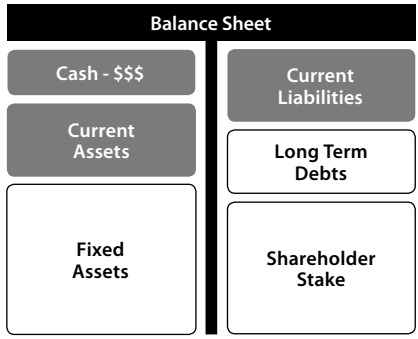
Balance Sheet Management (vernacular) • **Zarządzanie bilansowe** (żargon) • The notion of looking after the health of an enterprise's financial affairs as reflected in its *balance sheet*. While a balance sheet cannot be literally managed (it is a measure of cumulative past transactions), the liquidity, solvency and shareholder value creation is reflected in its relationships. An analogy: the balance sheet is the "engine design" (i.e. capacity) while the income statement's profitability is the "horsepower" (i.e. resultant output).

Balance Sheet Management

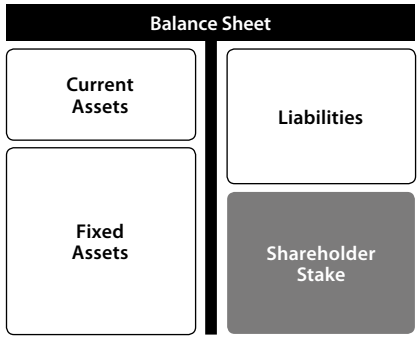


Balance Sheet "Story" (vernacular) • **Obraz bilansu** (żargon) • The conclusions that can be drawn about an enterprise by examining its *balance sheet*. In the case of bankers who are so-called "balance sheet lenders", this will be the primary source of their information. Equity analysts typically look deeper into income statements (and outside financial statements altogether to forecasts, markets, etc.). Historical cost balance sheets have their inherent limitations. In particular, since a balance sheet is a "snap shot" of the financial condition at one point in time, it is hard to see trends and gauge *financial performance*. That said, there is a lot that can be gleaned, specifically *solvency* (re: debts in relation to equity), *liquidity* (re: working capital relationships), asset composition (re: investment deployment and turnover) and *capital structure* (re: financing sources). When combined with the associated income statement, *asset turnover ratios* can also be calculated.

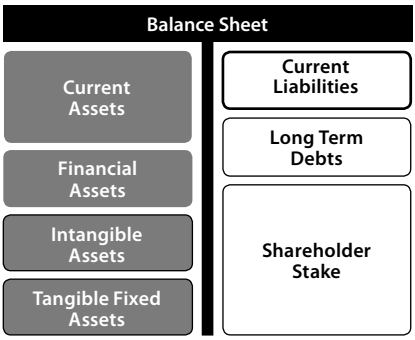
Balance Sheet Story: Liquidity



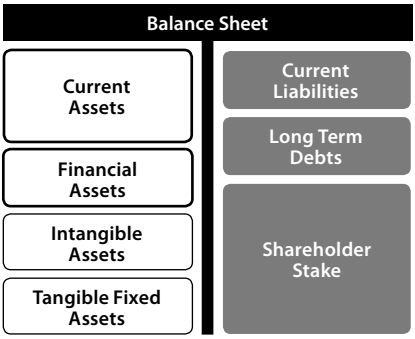
Balance Sheet Story: Solvency



Balance Sheet Story: Asset Structure



Balance Sheet Story: Capital Structure



Only a Snap Shot

There's more to banking than balance sheets. A **balance sheet** is nothing but a photograph taken on a year-end. It shows you how that racing car looks as it zooms past the stands in front of the crowd. But if you're going to put money in it, you'd better go around the whole track with this fellow a couple of times, take a look at those places where he skids and the turns he takes on two wheels.

George S. Moore, legendary American banker
quoted in *The Banker's Life*, 1986, p. 64.

Barbell Efficient Frontier • „Sztanga" (budowa portfela inwestycyjnego)

• Any portfolio based on combining extremes and avoiding middle ground averages, similar to the weight distribution of a barbell. For example, an investor could select all the possible mixes of the first (largest) and tenth (smallest)

deciles in population of stocks. Or, an investor could combine buying a short-term bond and a long-term bond to achieve the same duration as a mid-term bond but get exposure to the shape of the interest rate curve. For fixed-rate bonds, a long position of 2 years and 10 years could be combined with a short position of 5 years. The expression is also now used by venture capitalists to describe "mixed" investment strategies, say combining *seed capital* start-ups with late-stage companies, all the while staying away from the middle.

Bargain Hunting (vernacular) • **Polowanie na okazje** (żargon) • The search for attractive stocks that appear cheap in terms of their intrinsic value, say because of a low *price/earnings* ratio in the face of attractive future prospects. The idea that there are bargains to be had flies in the face of the *efficient market hypothesis* which suggests that stock prices will reflect all relevant information thus making bargains hard to come by. An exception is in *bear markets* when *market sentiment* is so negative that it can be blind to true value.



Dirt Cheap

The stock at the low last week was trading at 1x normalized earnings. Of course, "normal" isn't a word that is **very useful** right now – but you've got to believe it is dirt cheap. Everything is dirt cheap. But no one believes in the "e" in the p/e, no one believes in stocks at all for that matter, no one is lending, no one wants to borrow (other than basket case junior mines and oils) and with the exception of T-bonds (the next great bubble). People are keeping their funds under the mattress. It is classic bottom of the market stuff.

Frances Horodelski, CFA, financial journalist with BNN in Toronto,
Commenting on the perilous state of the markets in an email to your author
November, 2008

Baruch, Bernard • **Baruch, Bernard** • Baruch (1870–1965) was a famous American financier, successful *Wall Street* investor and authority on the *stock market*. He startled a congressional hearing by proudly asserting "I am a speculator" but one that spread risks and made markets more liquid. Another bon mot was "No one ever lost his shirt from taking a profit" (i.e. selling before the market's peak). Baruch is perhaps best remembered as an adviser to US presidents (e.g. Woodrow Wilson at the Paris Peace Conference) and as a confidant to the great and the good.

Spoken

I like anyone who's at the top of his profession.

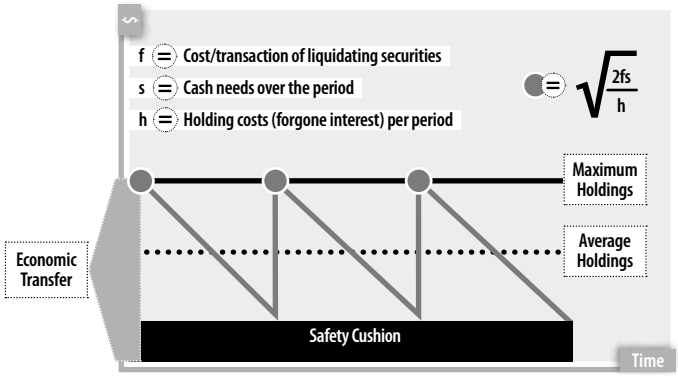
Bernard Baruch

Battleground Stock • **Akcje kontrowersyjne** • A stock that analysts hotly debate over, perhaps because of an unproven business model or untried technology. Investors will get divergent views from different *securities research analysts* with little *consensus*. Such shares are *speculative*.



Baumol Model, Cash Optimisation • **Baumola, model optymalizacji gotówkowej** • A cash management tool that determines a theoretical optimum balance of *cash* to carry in the face of a trade-off between *opportunity costs* of idle cash and the costs to access cash bundles by liquidating money market securities. Baumol simply applies the *economic order quantity* model for inventory. A weakness in the model is that the demand for cash may not be constant. Nor does it account for incoming receipts. See also *Miller-Orr Model*.

Baumol Model



Beam-ends (informal British) • **Do góry burtą** (potoczny brytyjski) • Having no money to live on; destitute or being *flat broke*. Etymology comes from a sea-faring nation's nautical phrase for a ship that is heeled over so far on one side that she is almost vertical and about to sink. See also *belly up*.

Bearer (Instrument/Security) • **Instrument na okaziciela** • A *financial instrument* which is not registered to a specific individual and whose ownership is established solely by possession in good faith. While such an instrument is worthless if it is destroyed, lost or stolen, it has the advantage of being more easily traded in the *secondary market* and, of more dubious merit, not having income traceable by tax authorities. Contrast with *registered security*.

Bearish • **Bears** (slang) • **Bessa** • **Rynek niedźwiedzia** (slang) • Any investing outlook that is pessimistic or sceptical thus prompting a proclivity to sell rather than to buy. A "bear market" is a stock market that has a strong and enduring price decline across most stocks. Those who believe one is coming are said to be "bearish". In theory, efficient markets should be constantly and efficiently pricing securities so that there are seldom any radical movements in prices without there being an underlying cause. A bear market might arise from several sources: economic recession, a rise in *interest rates* or a shift in general attitudes. Bearish sentiment tempers irrational exuberance and keeps securities valuation on a sensible basis (see quote below). In the words of financier *Bernard Baruch*, "A market without bears would be like a nation without a free press". The roots of the word come from the idea that the bear is a rather fearsome, unfriendly beast. The less you see of them in the forest, the better. In the same way, investors wish to avoid them even if they are a part of nature. Contrast with *bull market* and see also *bubbles, behavioural finance* and *short selling*.



Good for You

Bear markets perform useful functions: they educate investors about what is reasonable, and they remind us that good financial health, like good physical health, comes from wisdom, sound practices and discipline over the years, not from quick i.e. quacky formulas.

Donald Coxe *Is the Rally for Real?*
quoted in "Maclean's Magazine", December 16, 2002, p. 39

Behavioural Finance • Behavioural Economics • Finanse behawioralne • Ekonomia behawioralna • The use of human psychology to explain real world valuation deviations from the asset prices that are suggested by modern finance theories, in particular the *efficient market hypothesis*. In a nutshell, why do investors so often seem to do silly things, especially when it comes to money? Economics and finance was traditionally based on a fundamental assumption that people tended to act in a rational, emotionally neutral way (say, like a "cold-hearted calculating machine maximising their utility function"). However, in the face of obvious departures from such behaviour, greater attention is being paid to what makes investors tick. Some deviations from strict rationality that have been observed include the following:

Behavioural Finance	
Idea	**Description**
Herd Instinct	• Investors prefer the safety of being part of a consensus. They will jump on the bandwagon of current trends without regard to fundamentals
Myopia	• We pay excessive attention to recent news and dramatic events versus watching subtle but persistent long-run trends
Over confidence	• The naive, prideful sentiment that the investor knows more than the market. This often leads to excessive trading in search of "bargains"
Fooled by Randomness	• Attributing patterns or performance to what is in fact a string of unlikely but possible random events
Endowement	• Since our fear of losses is more frightful than desire for gains, we hold onto bad investments for too long in order to avoid recognising a loss
Anchoring	• Arbitrary numbers such as current stock prices unduly influence perceptions of future value instead of "clean slate" determinations
Credulity	• Unfounded optimism for the future and a tendency to over value assets because of gains made in the recent past. In the words of *Bagehot*, "People are the most credulous when they are happy"

Behavioural finance is resorted to whenever there seems to be no obvious economic explanation for market prices based on strictly rational calculations. The existence of *bubbles*, for example, suggests that markets are not getting it right all the time. Could the irrationality of investors undermine faith in efficient markets? Not necessarily if, in aggregate, individual choices are collectively smart (See *wisdom of crowds*). Behavioural economics goes beyond capital markets into the economy at large. It could also have profound implications for government intervention and regulation since a laissez-faire attitude, based on a faith in the markets' rationality, might not be able to work as well as thought.

Not as Rational as We Think

In his Nobel acceptance speech, Akerhof used **behavioural economics** to criticise over-simplified laissez-faire theories. Such theories depend greatly on one assumption: that buyers and sellers are rational and seek to maximise their own incomes and profits [and] that stocks are [consequently] sensibly priced … Akerhof argues, however, that market bubbles can exist and should be kept under control. People are often not rational, maybe even most of the time… Behavioural economists have developed a lot of evidence to support this idea.

An economist shakes the faith that there is magic in the markets in the "International Herald Tribune", September 6, 2002, p. 15

Bellwether Stock (vernacular) • **Walor-barometr rynku** (żargon) • A stock of a large and diversified company whose share price tends to reflect how an economy is doing overall. For instance America's General Electric Co. is considered a "bellwether" stock for the whole USA. Roots of the word: the identifying bell placed on the dominant male sheep (a "wether") who leads the rest of the flock. See also *GDP business*.



Benchmark Ratio (vernacular) • **Benchmark, poziom odniesienia** (żargon) • A reference point, reflecting a preferred state, to compare actual *financial ratios* in order to reach some kind of judgement on a company's *performance*. For example, a benchmark working capital ratio for the food wholesaling trade might be "1.6". If a particular company's ratio is much less than this, we may conclude that the company is *overtrading* and needs more working capital investment. A common and useful benchmark is the average financial ratio found in an industry or amongst its healthy participants. Benchmarks are informative by allowing a comparison between a company and its peers in the competitive marketplace.

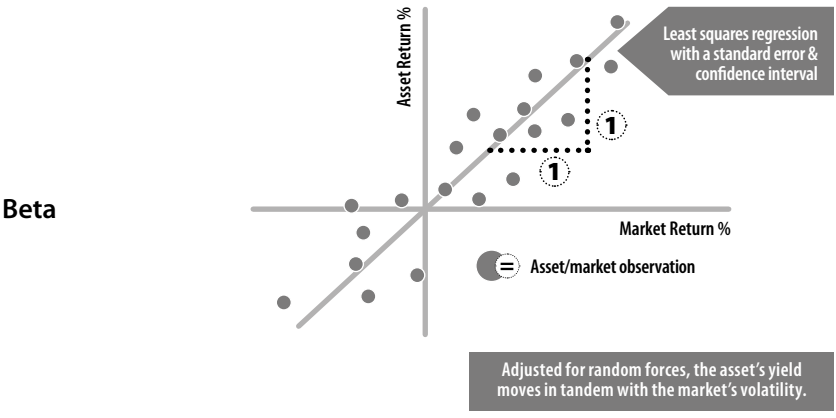
Benchmark Yields
2001 Yields – % per year

	10 year bonds	stock index dividends
Australia	6.34	3.19
Britain	5.18	3.02
France	5.22	1.98
Germany	5.15	2.40
Japan	1.39	0.80
Switzerland	3.51	1.14
United States	5.16	1.41

Source: "International Herald Tribune", 26.04.2002 & Bloomberg

Best Efforts Underwriting • **Gwarancja emisji po najwyższej możliwej cenie** • An underwriting in which an investment bank, acting as an agent, agrees to do its best to sell an offering of new shares to the *capital markets*. However, it does not buy the securities outright and does not guarantee that the issuing company will receive a set amount of money. The company raising capital will only get as much, and at best a price, as the market will buy. It is less common than a *firm commitment offering*.

Beta • **Wskaźnik beta** • A measure of the *volatility* of a business' *performance* in terms of a comparison to the general volatility of the economy as a whole. Beta is usually measured and expressed as an index of share prices. For example, a share with a beta of "1" would have the same volatility as the rest of the stock market. A beta of "1.5" would have 150% of the volatility; a beta of "0.5" would display half the volatility, etc. A stock's beta reflects the market's collective view of its sensitivity to systemic market forces that cannot be eliminated by diversification. Under the *Capital Asset Pricing Model*, the beta will be a determinant of share price (since investors expect to be compensated proportionally to the risk they bear relative to the market overall). Commercial banks typically have a high beta because their loan *portfolios* are exposed to the influence of business cycles.



Bicephalic Structure • **Struktura dwuwładzy** • A senior management structure that has two *chairmen* of the supervisory board (board of directors) and two *chief executive officers*. Authority and responsibility is shared; decisions are based on achieving a consensus. While unwieldy in most circumstances and

hence rare, such a structure may result from co-equal shareholders (e.g. the Franco-German partnership in the case of European aircraft maker EADS), the existence of a genuine working team or a desire to diversify leadership, thereby avoiding the hazards of charismatic management.

An Advantage

As far as investors are concerned RIM has one more advantage over competitors: management. The fact that the founder and long time co-CEO are still at the helm goes a long way toward ensuring investors RIM will continue to roll out innovative products.

Article on the success of the Research in Motion company quoted in "Canadian Business magazine", April 9, 2007, p. 34

Bid/Offer Spread • **Marża** • **Spred** • The difference between the selling price and the purchase price for actively traded investments. Shares of a company trading in the market has two price quotes: the "bid" price is the price at which shares can be sold and the "offer" price at which shares can be bought. The bid is always lower than the offer. The difference between them is the spread. Market makers, who act like wholesalers in the stock market, make their profit from the spread – buying shares at the bid price and selling them at the offer. Word roots: from the German/Dutch "bitten" = ask; also Old English "beodan" = offer or command.

Big Bang (UK) • **Big Bang** (Wielka Brytania) • The *de-regulation* of the British stock and bond markets that occurred in one fell swoop in 1986. It was similar in nature to the "Mayday" deregulation in the US markets in 1975 that abolished fixed commission rates on brokerage transactions. It set a precedent for many other markets world-wide. The intended effect of the Big Bang was to boost competition, and hence efficiency, in the *capital market*. By opening up markets to foreigners, it also encouraged globalisation in finance.

Big Board, The • **Wielka Giełda** • The Big Board is the New York Stock Exchange (NYSE), the largest exchange, in terms of the value of traded securities, for shares in the world. The NYSE is a not-for-profit corporation owned by its members. It collects fees from listed companies (3,000+), brokers and those who distribute its stock data. Alternative exchanges in the USA are the NASDAQ (5,000+ listed companies, typically hi-tech) and the Amex (750+ listed companies), as well as several regional exchanges.

Big Five Investment Firms • "Bulge Bracket" Firms • Wielka piątka firm inwestycyjnych • What used to be the largest, full service independent American *investment banks* headquartered near the *Wall Street* financial district in New York city. The firms were:

1. Goldman Sachs,
2. Merrill Lynch,
3. Morgan Stanley,
4. Lehman Bros. (since 2008, bankrupt),
5. Bear Stearns (since 2008, owned by the commercial bank J.P. Morgan Chase).

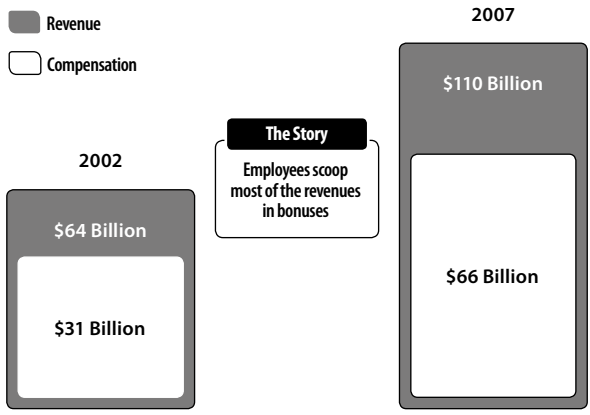
Because of their dominance in global finance they were also referred to as "*bulge bracket*" in reference to occupying so much space at the top of transaction *tombstones*. The Five were not part of the more common model of diversified financial conglomerates largely because of US securities regulations that split them from commercial banking since the 1930s. Because of the dominance of the US *capital markets*, over time they grew in size, presence and international coverage to be lead underwriters in very large equity and debt transactions. By the turn of the century, they were dominant players in the largest high-profile transactions:

Top US Investment Banks (1999)					
Ranking by USA debt/equities	**USA Mkt**	**Ranking re: global transactions**			
Firm	**Share**	**Shares**	**Bonds**	**M&A**	**IPO**
1. Merrill Lynch	15%	3	1	3	4
2. Salomon Smith Barney	13%	6	2	8	15
3. Morgan Stanley Dean Witter	10%	2	3	2	2
4. Goldman Sachs	8%	1	7	1	1
5. Credit Suisse First Boston	8%	4	5	4	3
6. Lehman Brothers	8%	11	9	7	7
Source: "Financial Times", July 16,1999					

Such prestige and market power seem to have gone to their heads. Since the dotcom bubble of 2001, the Five's modus operandi began to be characterised by excessive reliance on risk-prone proprietary trading (50%+ of revenues in 2006), aggressive leverage and generous, Santa-comes-early executive compensation. For example, in 2006, the top six managers at Lehman Bros. collectively earned $150 million (refence: article below). Alas, a business model based on such generous credit proved to be deeply flawed when markets started to price

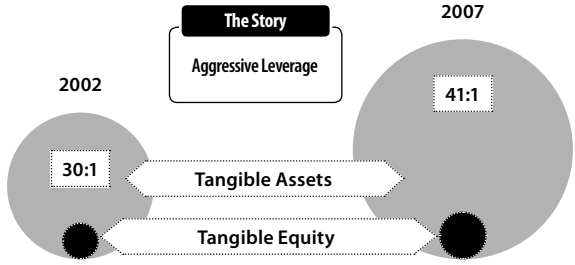
risk more finely. Since the *Credit Crisis of 2007–2009*, and rescues by government authorities, the Big Five's star has fallen. Their future – to be gobbled up by more solid commercial banks or rise, Phoenix-like, from the ashes – is up in the air.

Big Five Investment Firms



Source: "Fortune", 14.04.2008, p. 31

Big Five Investment Firms



Source: "Fortune", 14.04.2008, p. 31

Royalty

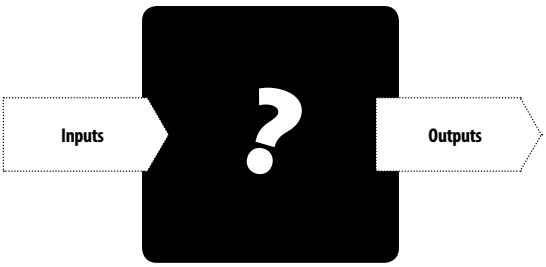
From 2002 to 2006 the **five big** independent firms tripled earnings to more than $30 billion and, at their peak, averaged return on equity of 22%, rivalling such royalty as the pharmaceutical and energy industries… Today the magic is gone, baby, gone. [Their] shares prices have dropped an average of 42%… Exploding the myth that investment banking, as practiced now, is great business.

What's Wrong With Wall Street, "Fortune", April 14, 2008

Binder (Insurance) • **Warunki tymczasowe** • A preliminary agreement, to be finalised later, to provide insurance coverage in a formal policy. Binders are an expediency in the insurance industry that allows protection to be obtained quickly prior to the time-consuming paper work. While binders are, as the name implies, legally binding, until a formal insurance contract is signed, a degree of uncertainty exists between the insured and insurer.

Black Box (slang) • **Czarna skrzynka** (slang) • Any analogy for a complex internal process that processes inputs (e.g. assumptions or choices) and produces outputs (e.g. results, forecasts or decisions). Users do not necessarily understand the internal workings of the analysis, formula or thinking process. But they may chose, for convenience sake, to rely on the results if they have confidence in the internal design. A common example of a black box could be a spread sheet programme or credit scoring. While treating internal decisions as a black box can be of practical sense (who has time to understand the complexities?), it can also be dangerous if the formula is wrong.

Black Box



Hidden

"Brokerage firms are still pretty **black-box** and so their [funding obligations] usually trade at a discount. There's not much disclosure in their annual reports about interest rate risk or private equity."

Credit analyst on why brokerage firms usually pay higher interest quoted in "International Herald Tribune", December 15, 2006, p. 2

Black Market (Currency) • **Czarny rynek** • A black market (i.e. conducted "in the dark") is economic activity involving illegal economic dealings, typically

the buying and selling of prohibited (e.g. weapons, drugs, stolen goods) merchandise illegally. A black market can also include legal goods sold illicitly to avoid tax payments (e.g. cigarettes) or licensing requirements (e.g. unregistered firearms). Black markets, which are present in most economies, will arise whenever the state tries to restrict the unfettered operation of market demand. Ironically, black markets will prosper the most when state restrictions are the heaviest. In the case of *foreign currency* transactions, black market exchange rates are a proxy for a country's economic state. See also *grey market*.

Thoughts on Black Markets

This was one reason we carried only a small sum in traveller's cheques but a healthy stock of traveller's checks. I preferred the slight risk of being robbed by a thief to the certainty of being ripped off by a state bank…The premium over the bank, or official rate gives me my most important clue as to what the government is up to. If I can buy five zloties for a dollar at the bank, but I can get eight on the **black market**, it tells me the government is trying to foist its currency on its own people; that it's afraid to let it float on the world market.

Jim Rogers, *Investment Biker*

Black-Scholes Option Pricing Model • Model Blacka-Scholesa wyceny opcji • A popular formula for pricing the value of an *option*. The model is based on a number of simplifying assumptions and requires an estimate of the volatility of the thing that is the subject of the option. In the vernacular of options this thing – be it a currency, commodity or security - is referred to as the "underlying" in the sense of something lying underneath, or in the background, of the option. The equation for a call option is shown in the table, p. 52.

The invention of the "magic" model in the 1973 has had a profound effect on the development of the *derivatives* market. While originally designed for quoted options, it can be used for *over-the-counter* options and for non-financial options for that matter. The formula was developed by Fischer Black, Myron Scholes and Robert Merton (The latter two individuals received the Nobel Prize in Economics; although Black was the first to develop it, he died in 1995 and was ineligible for the prize).

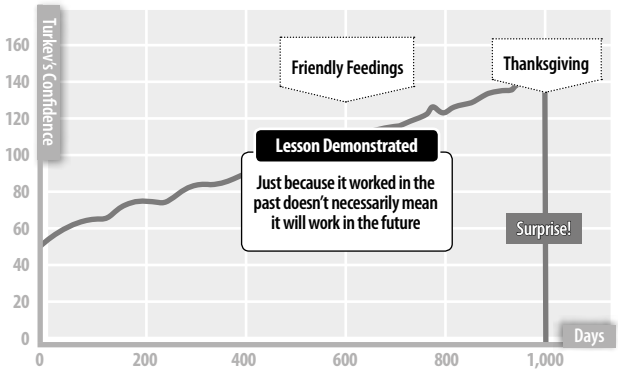
Value of call option = $P_c = P_sN(d_1) - Xe^{-RT}N(d_2)$	
where	**Equals**
N (d)	= cumulative distribution function
D_1	$= \frac{\ln (Ps/X) + rt}{\sigma\sqrt{T}} + 0.5\sigma\sqrt{T}$
D_2	$= d_1 - \sigma\sqrt{T}$
P_s	= current share price
Σ	= share price volatility in standard deviations
E	= exponential constant (2.7183)
X	= exercise price of option
R	= annual risk-free rate of return
T	= time of expiry in years
N(d)	= delta, the probability that a standard deviation less than d_x will occur in a normal distribution with a mean of zero
Ln	= natural logarithm

Least we become intimidated by its mathematical complexity, it is worth noting the common sense logic behind all the complex numbers:

Influence	Impact on Option Value
Current price (Ps)	If an underlying increases in value, so will the option to buy it
Exercise price (X)	The higher the exercise price, the less valuable the option
Underlying volatility (σ)	The greater the price volatility, the more valuable the option
Time to expiry (T)	The longer the option lasts, the more valuable the option
Risk-free interest (R)	Higher carrying costs makes option more valuable as alternative

Black Swan Events (vernacular) • **Czarny łabędź** (żargon) • **Zdarzenia zaskakujące** • A surprise event – named after the discovery of bird in Australia that always existed but had never been seen in Europe – that is entirely feasible but contrary to past or limited experience and which has dire consequences. The phrase was coined by the "risk *guru*" Nassim Taleb (author of *Fooled by Randomness* and *The Black Swan*) who aptly illustrates it with the turkey's experiences running up to Thanksgiving. In the face of the *Credit Crisis of 2007–2009*, Taleb argues that Black Swans are embedded in the "pseudo-science" of risk management that can be overly reliant on quantitative models while ignoring commercial common sense.

Black Swan



Source: Nassim Nicholas Taleb *The Black Swan*, 2007, p. 41



False Sense of Comfort

The **Black Swan** is a matter of perspective. The turkey is lulled into feeling that its feeders are acting in its best interests. When the butcher shows up, the turkey is surprised… Since banks are exposed to blow-ups, [they] have been the turkey, historically. Banking is very treacherous business because you don't realise it is risky until it too late. It is like calm waters that deliver huge storms.

Nassim Nicholas Taleb quoted in "Fortune", April 14, 2008, p. 45

Blank Cheque/Check IPO • **Pierwotna oferta publiczna „in blanco"** • A *shell company* raising shares through an *initial public offering* with a view to take advantage of some as yet unspecified future opportunity. Investors must have complete confidence in the sponsor's ability to invest the proceeds wisely. While such an IPO is highly unusual, it is designed to raise money for sudden market opportunities. They have also been around for a while. A blank cheque prospectus once offered shares "of a company for carrying on an undertaking of great advantages, but nobody to know what it is". Reference: www.crimes-of-persuasion.com.

Blind Pool • **Ślepy fundusz** • A form of limited partnership that doesn't specify what investment opportunities the general partner plans to pursue. *Hedge funds* and *private equity funds* are usually structured this way in order to allow the general partner the maximum amount of flexibility. While accountability is somewhat diluted, investors still have the ability to monitor their investments through regular receipt of fund reporting. Moreover, investors in blind pools are generally savvy and have established high confidence levels in the decision-makers.

Blind Trust Fund • **Fundusz ślepego zaufania** • An *investment fund* in which the owner is not allowed to know the identity of the various components of the portfolio. Invested monies are held *in trust* by a designated *asset manager* on behalf of a *beneficial* owner. A blind trust is designed to prevent conflicts of interest. It can be used by auditors, politicians and others in the public eye.

Blue Chip Stocks (slang) • **Akcje „Blue chip"** (slang) • Publicly traded *stocks/shares* of well-recognised and strongly performing enterprises in the *secondary market*. Named after the most valuable chips in poker games, such stocks can be easily bought or sold by retail investors without affecting share prices.

Blue Sky Laws (American vernacular) • **Prawa chroniące przed oszustwami giełdowymi** (amerykański żargon) • Laws to protect investors against fraud originating from a trial judge who observed that a certain bogus stock promotion had as much value as a "patch of blue sky". Blue sky laws protect investors from the limitless claims of unscrupulous promoters.

Board Lot • **Jednostka transakcyjna** • A standard amount of shares for trading, usually 100 shares. It is set by stock exchanges. Trading in non-board lots (especially if less than the minimum) typically commands a less favourable price (since fixed cost transaction fees become a burden). The existence of a board lot accounts for the common practice of *share splits* in order to keep board lots affordable for retail investors.

Bond • **Obligacja** • A *debt* instrument, typically (but not always) with the following attributes:

- long term maturity (typically between, say, 5 to 15 years),
- fixed interest rate (although floating rate is popular whenever inflation is a concern to investors),
- contractual terms and conditions, including *events of default*,
- for large, well-respected issuers unsecured although weaker borrowers may pledge collateral,
- possess a credit rating (*investment grade* or lower),
- traded in *secondary market*,
- possibly *convertible* into shares.

The interest on bonds is generally a function of their length of term and their risk as measured by a credit rating. In the case of fixed interest rate instruments, their *yield* versus their traded value will in turn be governed by prevailing returns in the market (see *yield arbitrage*). As unsecured promises to pay, most bonds are issued by large corporations or governments ("sovereign bonds" when issued by a state). This is in contrast to secured bank debt (see "Bonds vs. Bank Debt" in the *Compendium of Banking Terms in Polish & English*) used by *small to medium enterprises*. Purchasers of bonds are more like trading investors than hold-to-maturity lenders although compared to equity securities, bonds are traded much less. See also *bond equivalent yield, bond immunisation, bond investing, bond market (global)* and *bond spreads*.

Spoken Phrase – Re: a person's reliability:

My word is my **bond**.

Bond Equivalent Yield • BEY • Stopa dochodu obligacji • The yield on US dollar money market instruments expressed in terms of the 365 calendar day year used for sterling money market instruments and long term bonds.

Bond Equivalent Yield		
Formula	=	$\frac{365 \times D}{360 - (D \times T)}$
D	=	Discount
T	=	Term to maturity

Bond Immunisation • Immunizacja portfelem obligacji • Using a *bond* as a liability to immunise the cash flow of an interest-sensitive asset against *interest rate risk*. Interest-sensitive assets can always be hedged by using dynamic hedging techniques. But this requires continually adjusting the *duration* of liabilities to match the continuously changing duration of an asset as it heads towards its maturity. An alternative is to lock-in a hedge by issuing debt with cash flows of the same amount and timing as the asset being hedged. In this way, no matter what happens to market interest rates, the gains and losses on the bond liability and asset will offset. While bond immunisation results in perfect hedge, it may be difficult or costly to arrange debt issuance tailored to a specific pattern of cash flow.

Bond Investing • Inwestowanie w obligacje • For a long time, bond investing was a quiet business. It involved simply buying *bonds* and holding them until they matured since their nominal *yield-to-maturity* could be locked in. Investors could ignore any intervening volatility in market values if they were not trading, a stance which would be reflected in their accounting (see *Compendium of Accounting in Polish & English* entries on "financial instruments"). In the meantime, investors *clipped coupons* and hoped there would never be a *default* in payment or a rise in inflation which would erode real returns. However, with less predictable inflation rates and vigorous market competition tending to more readily alter an issuer's *credit rating*, bond values have gradually become more *volatile*. This in turn presented opportunities for trading: buying low and selling high. Bond values are built on the mathematical precision of *discounting* their cash flow at the investor's cost of capital. An investor who can estimate, or even consistently guess, which direction the various drivers will move will be able to profit by trading (buying bonds which are going to rise in value and selling *short* bonds which are going to fall).

Bond Value Drivers	
Variable	**Impact**
Interest Rate	◆ The higher the bond's rate in relation to general market interest rates, the more valuable the bond; falling interest rates increase bond prices
Credit Risk	◆ Lower credit risk reduces value due to uncertainty over interest payments and principal recovery
Inflation	◆ Higher inflation reduces a bond's real interest rate which in turn will lower its value
Duration	◆ Longer duration causes principal value to fluctuate more with interest fluctuations.

In investing in bonds, we could summarize their advantages and disadvantages as follows:

Advantages:

- price volatility is lower than equity,
- nominal yields are known in advance if held to maturity,
- interest payments are often higher than the general level of dividend payments,
- bond markets are typically very liquid and allow exit at market prices,
- fixed interest payments are attractive for planning purposes,
- in the event of bankruptcy, bonds have a priority of claim.

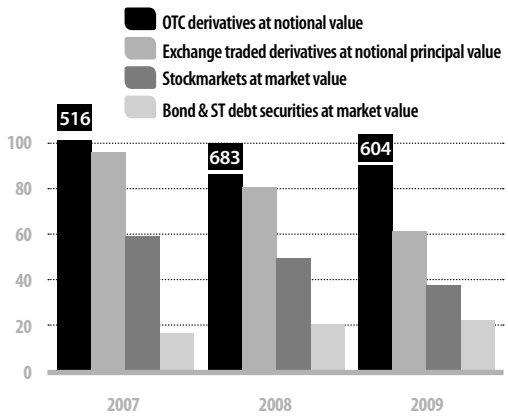
Disadvantages:

- Bond prices fluctuate with market interest rates ("interest rate risk").
- Bond prices will fall from any downgrade in the credit rating of the issuer.
- In bankruptcy, there may be other creditors with a higher priority of claim.
- Callable bonds may have lower yields on redeployment ("reinvestment risk").
- Unanticipated inflation will erode real returns.

The *global bond market* is dynamic and deep. For example, the world's biggest bond firm (Pimco, in the USA owned by Germany's Allianz) manages a $350 billion portfolio and earns an average yield of 10%+ participating in a $14 trillion market ("Fortune", March 4, 2002, p. 52–57). In terms of outstanding capital borrowed, the market capitalisation of outstanding bonds is considerable larger than equities. This is primarily due to the prominent role of governments in issuing large amounts of debt to finance public expenditures. However, because many bond investors choose to hold their investments to maturity (and thereby

lock in an assured yield-to-maturity), the trading activity in bonds is much less compared to equities.

Bond Investing: Market size
$ trillions



Source: "The Economist", 14.11.2009, p. 89/Bank of International Settlements

Captains of Capital

Our role now is to make money for our [**bond investors**], but it is also much greater. We efficiently allocate capital around the US and the world. We are in the business of capitalism.

Bill Gross investment chief at Pimco
quoted in "Fortune" (Europe), March 2, 2009, p. 62

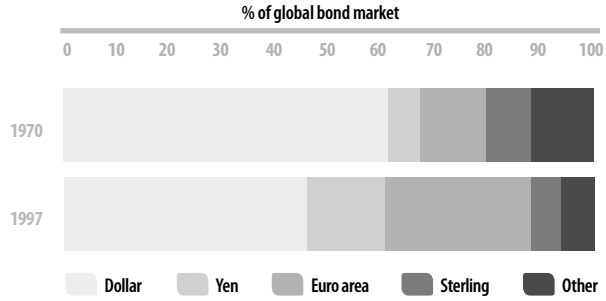
Bond Market (Global) • **Rynek obligacji (globalny)** • The portion of the international *capital market* that trades in *bonds*. It is a huge market. In terms of issuers – governments, business corporations, banks, *high yield*, municipal and agency – it ranks highest. It also has a nominal value greater than the combined market valuations of all the world's *equity* markets.

Power Trip

If I am ever re-incarnated after my death, I'd like to come back as the **bond market**. You can intimidate everyone.

Attributed to US political pundit and writer James Carville

Bond Market: Currency



Source: Salomon Smith Barney/"The Economist", 11.11.1999

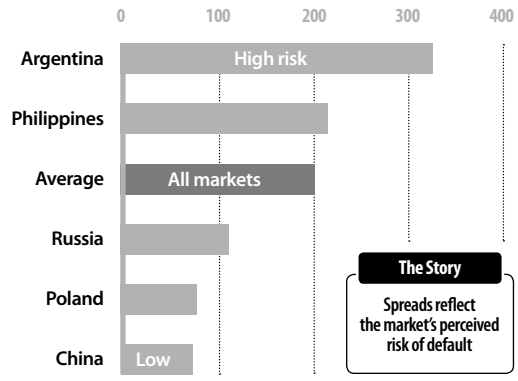
Bond Sensitivity (Market Value to Interest Rate Changes) • **Wrażliwość obligacji (wartość rynkowa do zmian stopy procentowej)** • The percentage variation in the price of a fixed interest rate security (e.g. *bond*) in response to a variation in market interest rates. Fixed return financial assets will vary inversely to interest rate movements i.e. if interest rates go up, bond values will fall. This is because of *yield arbitrage* that forces *yields-to-maturity* to always be equivalent to market rates. Sensitivity is calculated based on the following formula:

Bond Sensitivity Formula			
Δ Bond Value % =	Δ Interest %	x	$\frac{\text{Bond Duration}}{1 + \textit{Yield-to-Maturity}\,\%}$

For example, let's say that it has been determined by a mathematical formula that a bond has a sensitivity of, say, "6.42%". If market interest rates rise by .50% (e.g. 50 basis points) from 5.21% to 5.71%, the price of the bond will fall by 6.42% x .50% = 3.21%. Sensitivity varies with the maturity of the bond (longer = more sensitive), the level of its coupons versus principal (smaller = more sensitive) and the level of interest rates (lower = more sensitive), *zero coupon bonds* being the most sensitive. An investor who is determined to hold until maturity will be indifferent to sensitivity (which tends to diminish as maturity is approached). However, in the case of a trading portfolio which is *marked-to-market* (see *Compendium of Accounting in Polish & English*), sensitivity will effect portfolio volatility. The sensitivity of investments can also be the basis for proactive portfolio trading based on interest rate speculation. For example, expecting interest rates to fall? Then buy 30 year zero coupon bonds which will be the most sensitive to the interest rate drop and which will go up in price the most.

Bond Spreads • Marże • Spredy obligacji • The difference in *yields* between high risk and low risk bonds reflecting the market's need to be compensated for credit risk. Spreads will be added to a risk-free interest rate, say a US government t-bill or bond. Comparisons should be made with the same *term to maturity* since yields also vary with this attribute. In times of high liquidity or high confidence, bond spreads will tend to narrow as investor *risk appetite* increases. In bearish periods, spreads increase in what is described as a flight to quality.

Bond Spreads: Emerging Markets
Basis point spread over US treasury bills, July 2006



Source: Thomson Datastream/"The Economist", 29.07.2006, p. 98

Book Building • Budowa księgi popytu • An *underwriting* technique whereby potential subscribers to a stock *flotation* are lined up (i.e. they give non-binding expressions of interest) before the *issue's* price is finalized. The names and their indicated subscriptions are figuratively placed in a book. Book building allows underwriters to gauge the market demand for shares in advance. This reduces their underwriting *risk* to those interested investors who subsequently back out. The bank that organizes the book building is referred to as the book manager or book runner.

Book Value Per Share • BVPS • Wartość księgowa na jedną akcję • WK/A • The value of an enterprise's equity shares measured on an accounting basis, typically at historical cost:

Formula	
BVPS =	$\frac{\text{Book value of net assets}}{\text{Outstanding shares}}$

BVPS will often be compared to a share's market price to measure a "premium over book". Because the financial reporting model does not attempt to measure fair value so much as record past transactions, BVPS will not necessarily match the forward-oriented valuation of the stock market. That said, it is useful to measure the difference, especially if it is large, in order to gain a reference point for share valuation purposes (i.e. if the gap is significant, analysts will seek to explain why). As well, shares with a low BVPS compared to share price are, all things being equal, usually considered better value stock by virtue of there being little paid for *economic goodwill*.

Boot Strapping (vernacular) • **Boot Strapping** (żargon) • An acquisition strategy of buying a company with a lower *price-earnings ratio*. The earnings brought into the combined entity will then trade at the acquirer's higher P/E ratio, thereby creating value. An efficient market would not allow this to happen.

Bottom Fisher (slang) • **Sum** (slang) • Any derogatory term for an investor who is prepared to invest in what most others shy away from (also often referred to a *vultures*). Bottom fishers see potential upside value where the market sees only *downside*. They are even braver than *junk bond* investors. Indeed, bottom fishers will purposely look for companies in *financial distress*. Besides being able to invest cheaply (perhaps because the market has over-reacted and underpriced), their strategy will be motivated by the possibility of a turnaround or perhaps selling off assets at an attractive *break-up value*. Named after the catfish which feeds unwanted scraps along the bottom of lake. See also *contrarian* and *dead cat bounce*.

Bought Deal (vernacular) • **Subemisja zamknięta, rodzaj** (żargon) • A *private placement* which has been negotiated and sold in advance of the issuance of *shares* or *bonds*. Thus there is no need to *underwrite* the transaction. Normally, it would be in the best interests of most securities issuers to have their shares distributed widely, letting the bid and offer process of the market set a maximum price. However, in some instances it is advantageous to sell directly to investors. Investors will often be *market makers* who may subsequently "trickle" the shares out into a broader market in the hopes of earning a capital gain. A flaw in bought deals relates to existing shareholders when they cannot exercise *pre-emptive rights*. The bought deal is a *financial innovation* that heightened competition and eliminated market risk from the issuer. In the USA, bought deals are facilitated by *SEC's* Rule 415.

Bourse (European) • **Giełda** (w Europie) • A synonym for a *stock exchange*. Roots of the word likely come from the merchant family van der Bursen who owned a tavern in Bruges, Belgium where goods were traded. In the 13th–14th century, Bruges was the dominant centre in the Hanseatic League of trading cities.

Brass Plate (vernacular) • **Mosiężny szyld** (żargon) • Any *shell company* purposely designed to act as a front for secretive activities. The brass plate refers to the company's nameplate that is attached to an office. The brass is meant to convey an air of legitimacy. The office, which is often set up in a country with lax registration laws, provides a physical existence and a mailing address but not much more. Brass plates are usually associated with the international shipping industry which uses flags of convenience (i.e. registration in countries with favourable or even slack operating laws).

Wall of Secrecy

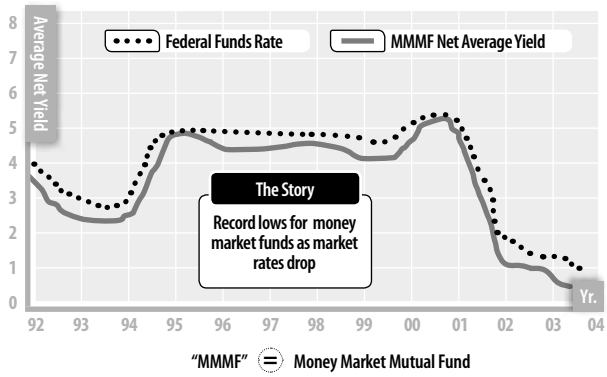
Brass plates in such places as Liberia, Panama and the Bahamas, single-ship companies to limit liability and cats' cradles of ownership structures all create a wall of secrecy behind which the vessels' real owners can hide.

Brassed Off, "The Economist", May 18, 2002, p. 71.

Breaking the Buck (slang) • **Przebić dno** (slang) • **Mieć wartość mniejszą niż dolar** • An informal description of a situation in which the *net asset value* (NAV) of a *money market mutual fund* (MMMF) falls below 100 cents on the $1. In effect, not only have investors not earned a return on their savings but they also cannot fully recover their principal. MMMFs are akin to bank deposits. Their role is to park money in a safe place and preserve capital as opposed to earning any stellar returns. Any loss in principal is both unexpected and unwelcome. (Unlike bank deposits, MMMFs are not covered by deposit insurance which guarantees that principal is fully protected). A NAV of less than 100% can arise if some of the fund's investments experience significant losses or if a fund's investment income declines below operating expenses which typically run around ½%/yr. of NAV. Both these conditions were apparent in 2007–2008 in the USA. A *sub-prime* crisis resulted in some unexpected downgrades even on AAA-grade paper. As well, historically low interest returns (see below) often failed to cover management fees with resultant shortfalls eating into principal. In response, many high-profile fund managers, such as banks and mutual fund

asset managers, grew to be concerned about their *reputation risk*. Because of their implicit role as "sponsors", they were often prepared to prop up the MMMF with a waiver of fees or even cash injections to keep NAV at least equal to 100%. (This is despite not being legally obliged to do so). This in turn makes "breaking the buck" a financial system concern since it creates a kind of quasi *contingent liability* for many financial institutions.

Breaking the Buck



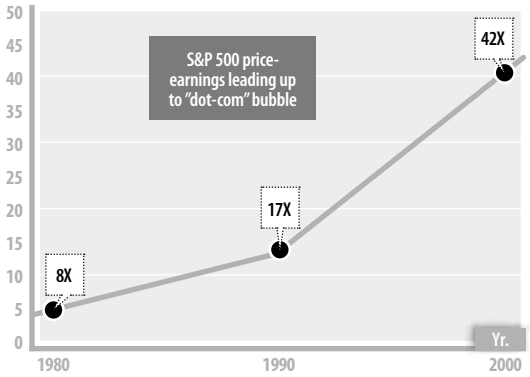
Sources: iMoneyNet Invest Inc. & US Federal Reserve

Break-up Fee • **Transaction Cancellation Fee** • **Opłata z tytułu zerwania umowy** • **Opłata z tytułu wycofania się z oferty** • A fee that must be paid by an exiting party due to a decision to back away from a commitment. For example, a buyer might make a bid to purchase a property. To lock-in the transaction, the seller might be asked to withdraw the offer from the market (vs. waiting for a better bid). However, because of a time gap between offering and closing, the seller will ask for protection in case the bidder cancels. This may come in the form of an advance deposit on the purchase price that may be forfeited in the event that the bidder doesn't close. Alternatively, the seller might back away but only after refunding the deposit plus a fee. Such arrangements are entirely governed by what the parties can agree upon in advance.

Bubble (Economic) • **Bańka spekulacyjna** (w gospodarce) • The build up of commercial hyperactivity via a self-reinforcing but unsustainable cycle of increasing trade, investment, *profit taking*, credit and *speculation* which results in the market value of assets spiralling ever higher. Because the high prices are inconsistent with long run supply and demand, a bubble eventually "pops" with a sudden price collapse. Infamous examples of bubbles have involved tulips (1630s in Holland), trading rights (the "South Sea Bubble" in England), real

estate in Japan (late 1980s) and technology stocks (1998–2000). Bubbles may build up initially due to the absence of attractive yields ("John Bull [i.e. an Englishman] cannot stand 2%" said Bagehot). A surfeit of cash and the need to invest it and generate returns compels investors to become more aggressive buyers. Another common instigator can be a technological revolution and the belief in a new paradigm of economic reality. Finally, bubbles have psychological causes. The momentum of rising prices can suspend *commercial common sense* ("People are the most credulous when they are happy" Bagehot again) or sow seeds of envy ("There is nothing so disturbing to one's well-being and judgement as to see a friend getting richer" says Kindleberger). Bankers, through their money creation powers, can inflate bubbles and then, if they are relying on high prices, suffer badly when the collapse occurs. Bubbles, being rapid price adjustments, are painful but not necessarily harmful in themselves; rather, it is often the "collateral" reaction of a loss of *confidence* and widespread *panic* that causes wider damage. See *GDP business, credit cards* and *leverage*.

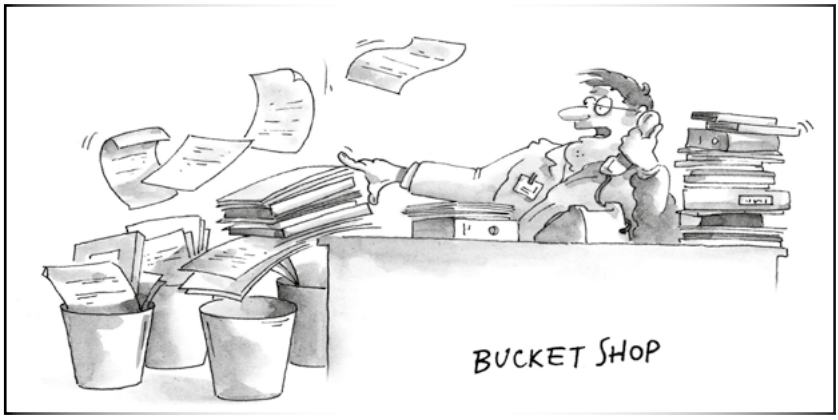
Price-Earnings Ratio: Bubble
Simplified version



Source: T. Harford *The undercover Economist*, p. 146/Robert Shiller, Yale University

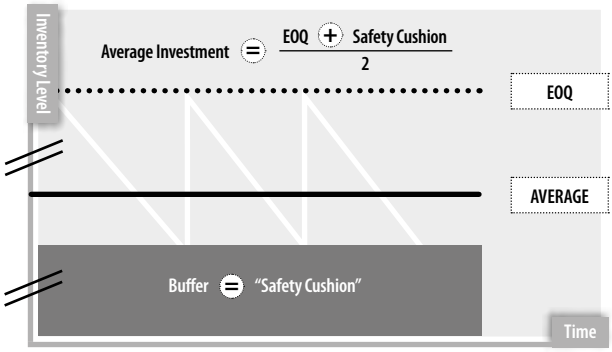
Bucket Shop (slang) • **Kanciarski interes** (slang) • A *securities trading* market prone to *fraud* and *insider* dealings. Comes from the notion of a chaotic *clearing* function in a securities exchange where paperwork was thrown into buckets to be sorted out later. Early commodity exchanges, such as the Chicago exchange, used "open cry" where traders were in close physical proximity in a "trading pit" or *floor*. Transactions occurred too quickly for a *backroom* to keep up with accurate *accounting*. This enabled traders to collude and profit amongst themselves at their client's expense. For example, they would execute an order at a higher price than the actual market, telling clients that prices "moved" when in fact another trader

was the *counter-party*. The lack of *transparency* in transactions meant that it was difficult for outsiders to gauge actual *arm's length* prices. See also *frontrunning*.



Buffer Stock • Safety Stock • Bufor bezpieczeństwa zapasów • Any excess carried in an inventory or as a *financial asset* designed to absorb extra demand coming from contingent events.

Buffer Stock



The excess is in relation to minimum amounts for transactional purposes or *economic order quantities*. A buffer represents a kind of *insurance*. Although it costs more to carry any excess, in the event of a shortage, (e.g. a *stock-out* in the case of inventory or a liquidity crunch in the case of cash), there are benefits (e.g. in the case of cash, avoidance of *default*). Buffer stocks are prompted by the prudential motive.

Buffett, Warren (the "Oracle of Omaha") • **Buffett, Warren („wyrocznia z Omaha")** • An American investor whose company, Berkshire Hathaway, based out of Omaha, Nebraska (far, far away from *Wall Street*), has provided consistently superior returns to its shareholders, including Buffett himself who owns shares worth $34 billion (making him the world's third richest *billionaire* in 2005). Employing the patient and thorough *value investing* techniques of his mentor, Benjamin *Graham*, Buffett takes long term positions in companies with management teams he "likes, admires and trusts". His reputation as a solid, common sense, straight-talker has grown into guru status (he is the subject of dozens of books and hundreds of articles; his thoughts in the Berkshire annual report are gospel). Moreover, his ethical beacon in the face of sullied practices has made him "American capitalism's unofficial Lord Protector" and the most powerful (in the sense of influence) businessperson in the USA ("Fortune" (Europe), August 11, 2003, p. 20). Buffett is also a clarion voice for *capital market* reform by advocating better standards in financial reporting, management *stewardship* and *corporate governance*.

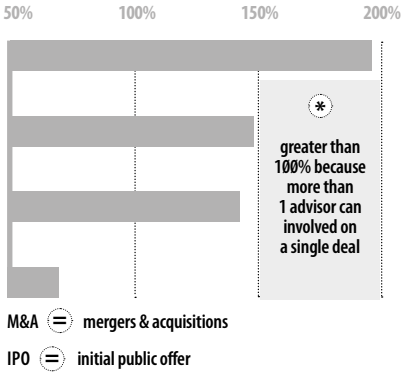
Thinking

I took a helicopter down [to meet **Warren Buffett**] so I spend a couple of hours and get back quickly. Then I met him and thought: Oh, wow, this guy isn't just about buying and selling stocks and businesses. He is thinking about how the world works. He asked me questions that I always wanted somebody to ask me… he then explained to me about [things in business]. … The whole time all I could think was, "Hey, I'll be smarter about running Microsoft after I talk with this guy". And so I stayed the whole day.

Bill Gate's impressions on meeting Warren Buffett for the first time excerpted from "Fortune", July 7, 2008, p. 54.

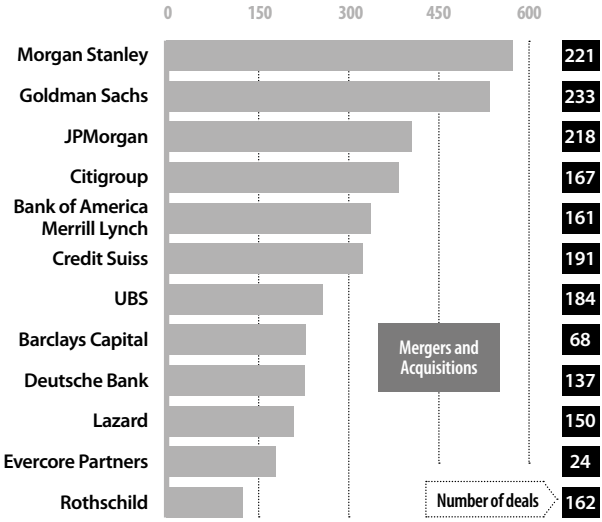
Bulge Bracket Investment Firms • **Globalne instytucje finansowe** • A handful of very large global investment banks who used to dominate global finance. The "bulge" refers to their dominating presence near the top of *tombstones*. For further reference, see *Big Five*.

Bulge Bracket Firm
Global market share*
of top 5 investment banks



Source: "The Economist", 15.07.2000

Bulge Bracket Firm
Top advisers, 2009*,
value of deals, $ bn



Source: mergermarket

* Up to December 21

Bulk Sales Provisions • **Zabezpieczenie przed sprzedażą znaczącej części majątku** • Various commercial laws (e.g. USA's Uniform Commercial Code Article 6 or Bulk Sales Act in Canada) designed to protect creditors in the event that a large portion of a company's assets are sold thereby potentially leaving creditors without recourse to assets or cash flow. Bulk sales provisions usually call for advance notification or liquidation of all liabilities prior to the transfer of title.

Bull Dog Market • **Buldogi** • Sterling denominated securities issued in Britain by non-British issuers.

Bull Market (vernacular) • **Hossa** • **Rynek byka** (żargon) • A *stock market* that has a strong (defined by Dow Jones as at least 20%/yr) and enduring price rise. Thus, those who believe one is coming are said to be "bullish". As of late 2006, there have been ten bull markets in the USA since WWII. Bull markets tend to create a self-fulfilling sentiment that is partly responsible for the inevitable *correction* of an ensuing *bear market*. In the words of Bagehot, "People are the most credulous when they are happy." Even professional *research analysts* can fall prey to *herd* behaviour. An American company, First Call (see www.firstcall.com) tracks recommendations. In 2000, during the peak of a bull market, a firm that tracks analyst's reports found that there were 100 "buy" or "strong buy" recommendations for every "sell" or "strong sell" recommendation (*Be Bullish – or else*, "International Herald Tribune", March 1, 2002, p. 12). Contrast with *bear market* and see also *rally*.

USA Bull Markets Since WWII			
Start	**End**	**Days**	**Gain**
Oct 9/02	-	1,489	66%
Sept 21/01	Mar 19/02	178	29%
Oct 11/90	Jan 14/00	3,381	396%
Oct 19/87	July 16/90	1,000	73%
Aug 12/82	Aug 25/87	1,838	250%
Feb 28/78	April 27/81	1,153	38%
Dec 6/74	Sept 21/76	654	76%
May 26/70	An 11/73	960	67%
Oct 7/66	Dec 3/68	787	32%
June 26/62	Feb 9/66	1,323	86%
June 13/49	Dec 13/61	4,565	355%
Average		*1,584*	*149%*
Source: "Fortune" (Europe), 27.11.2006, p. 98			

Bullion • **Gąski** (potocznie) • Any precious metal but usually associated with gold in the form of ingots (versus coin). Word roots: from the Latin "bullire" = to boil; then Anglo-Norman "bouillon" = mint; current usage from Middle English.

Bulls Make Money and Bears Make Money, But Hogs Get Slaughtered (adage) • **Byki zarabiają pieniądze, niedźwiedzie zarabiają pieniądze, ale wieprze idą na rzeź** (powiedzenie) • The idea that patient, and optimistic, long term investors do well in the stock market as well as the cautious, and pessimistic, short term investors. Both are disciplined in their own way. However, greedy speculators often make and then lose hefty sums.

What Counts

You can't do well in investments unless you think independently. And the truth is, you're neither right nor wrong because people agree with you. You're right because your **facts and reasoning are right**. In the end, that's all that counts.

Warren Buffett quoted in *The Oracle of Everything*, "Fortune", November 11, 2002, p. 23.

Burn Rate (slang) • **Wskaźnik nakładów gotówkowych** (slang) • The amount of funds required per period (usually a year) to cover operating deficits in a new *start-up* enterprise, particularly if it is a high technology company which is spending on the research and development of new products. The burn rate is usually financed by *venture capitalists*.

Business Case • **Commercial Case** (vernacular) • **Uzasadnienie biznesowe** (żargon) • The hard-nosed quantification of how much *profit* would be generated by a commercial activity or investment. The word "case" is used in the sense of putting forward an argument that can be scrutinised and challenged, as if the courtroom. Thus it includes not just a budget or a *forecast* but the economic rationale behind the assumptions. Word roots: from the Old English "bisignis" = anxiety, state of busyness; evolved into 'idea of appointed task' in Middle English; USA slang is "biz".

Spoken

Nobody here says you can't build a two-seater [sports car], but it comes down to making the **business case**.

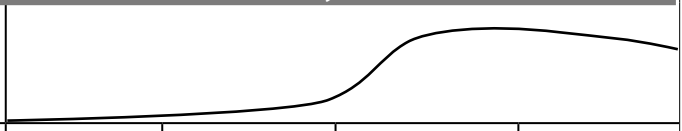
executive on why Ford won't launch a new model quoted in "Time", December 16, 2002, p. 68

Business Development Companies (USA) • **Firmy inwestujące w małe, rozwijające się przedsiębiorstwa** • BDCs are *closed end funds* that buy stakes in other non-traded companies that badly need financing. Under USA tax law, if they pay out 90% of their income, they avoid income taxation. The BDC's shares in turn trade on the *stock exchange* at a price that reflects the underlying value of the portfolio of equity or debt holdings. Yields are often high as a consequence of their role as *sub-prime lenders*. BDC's primary merit is in funnelling risk capital to firms that need it. See also *junk bonds*.

Business Interruption Insurance • **Ubezpieczenie z tytułu przerwy w działaniach** • Insurance *coverage* that includes compensation for lost *cash flow* in the event that production capacity is temporarily lost due to a fire, flood or other such harm to physical property due to event risk. As its name implies, the interruption is meant to be temporary until new facilities can be built (thus, business interruption coverage is usually sold as an adjunct to property coverage). The pay-out is based on a formula which approximates foregone operating cash flow. Such insurance meets an important need: to businesses, physical plant and equipment is valuable not only as an investment but as a means to generate cash flow.

Business Life Cycle • **Cykl rozwoju przedsiębiorstwa** • The idea that a business has distinct characteristics as it goes through various stages of *sales* growth.

Business Life Cycle



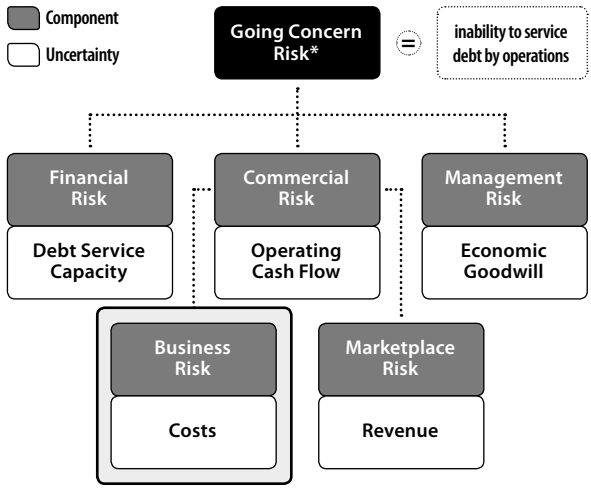
Stage	**Start-up**	**Growth**	**Maturity**	**Decline/ Renew**
Market	◆ Untried	◆ Responsive	◆ Saturation	◆ Excess
Competitive Edge	◆ Energy ◆ Enthusiasm	◆ Winning offer ◆ Innovative	◆ Reputation ◆ Experience	◆ Experience ◆ Entrenched
Vulnerable Spots	◆ Inexperience ◆ Resources	◆ Leverage ◆ Critical mass	◆ Complacency ◆ New entrants	◆ Bureaucracy ◆ Mkt shrinks
Management Team	◆ Owners ◆ Family	◆ Owners ◆ Managers	◆ Managers ◆ Board	◆ Managers ◆ Board
Financing Sources	◆ Self ◆ Trade	◆ Trade ◆ Banks	◆ Banks ◆ Capital Mkt	◆ Capital Mkt ◆ Liquidate
Objective	◆ Survive	◆ Grow	◆ Consolidate	◆ Rejuvenate
Risk	◆ Low	◆ High	◆ Low	◆ Medium

The business life cycle is a useful conceptual tool in *financial analysis* by characterizing a business' overall situation. Financial analysis can then be put in context. For example, in the growth stage, where most *small and medium enterprises* find themselves, we can expect to find significant *financing gaps* as financial resources are strained to keep up with sales growth.

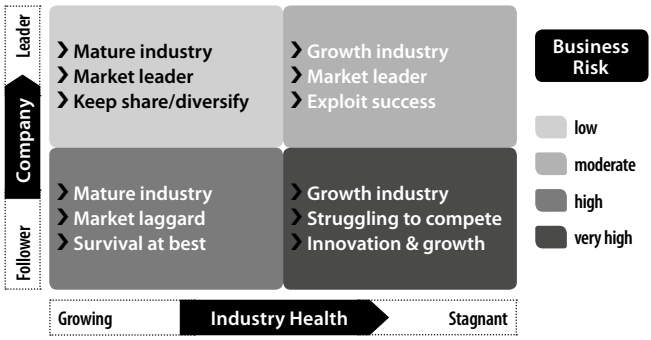
Business Model (vernacular) • **Model działalności** (żargon) • A general term connoting how a business competes in the marketplace. It implies the strategic essence of its operations. For example, a business may choose to *franchise* itself, seek joint venture partners, concentrate on low cost delivery to a broad market or focus on a distinctive niche.

Business Risk • **Ryzyko biznesowe** • **Ryzyko prowadzenia firmy** • The risks unique to a particular enterprise in the marketplace. Assuming that *revenue* volatility emanates from changes in the marketplace (e.g. *recession*, shifts in consumer preferences, technology) that affect all competitors, business risk emanates from internal costs that effect *operating cash flow*. In particular, the fixed cost structure and the firm's break-even point (see *operating leverage*) will determine business risk. Other factors in business risk would include customer dependence (e.g. long-term contracts), *brand* loyalty and competitive advantage (unique location, licence, etc.). Business risk is a component of *commercial risk*. See also *financial risk* and *management risk*.

Threat Hierarchy: business risk



Business Risk Matrix



Business Valuation • **Wycena przedsiębiorstwa** • The art and science of estimating how much a company is worth in terms of its *market price* (i.e. what an *arm's length* buyer would pay). Relating this to *financial statements* using *historical cost*, business valuation converts *shareholders' equity* at *book value* into its *economic value*. Business valuation has two uses. First, is when buying or selling a business (for example, a *merger & acquisition*). As well, the *stockmarket's* valuation of *shares* is largely an exercise in valuing the business which shareholders own. Simplifying considerably, there are three basic approaches to measuring the value of an enterprise:

What's It Worth?	
Approach	**Description**
Break-Up Or Asset-based	• Value separate assets at their liquidation value using market prices; deduct cash payouts to satisfy all liabilities, including settling any off--balance sheet amounts.
Going Concern Or Discounted Cash Flow	• Forecast future earnings streams, normalized for non-recurring items (i.e. identify sustainable earnings); estimate future earnings growth; capitalise earnings using net present values at cost of capital adjusted for any risk premium.
Synergistic	• Estimate the impact of integrating operations of one company with another; value stand alone company before and after a merger which captures synergistic gains; incremental difference between two states equals value of the company to be acquired.

In a perfect market with complete certainty of information, all approaches would have similar results. However, real world results are usually different and require judgement. A major challenge in business valuation arises from using accounting information that is not designed to value so much as record past financial information. As well, unpredictable economic or market factors (im-

pact of *management*, competition or technology, etc.) all have a bearing on what a company will fetch in the marketplace.

Businessman (vernacular) • **Biznesmen** (żargon) • Anybody (of the male gender; for female – businesswoman) engaged in owning or running an enterprise, trading or financial activities. A deeper connotation is a practical, worldly pursuit of profit, perhaps even greed.

Getting Things Done

He is a businessman's **businessman**. He dives deep into operations, is in love with the metrics and out of love with the media. He disdains vision; he is all about execution.

Description of the CEO of Hewlett-Packard
Quoted in "The Wall Street Journal" (Europe), May 24, 2006, p. 12

Buttonwood Agreement (financial trivia) • **Porozumienie spod platana** • An agreement – signed in 1792 near a buttonwood tree at the foot of *Wall Street* – that led to the setting up of the *New York Stock Exchange*. It is also the name of a regular financial affairs column in The Economist newspaper.

Buy and Hold Investing (vernacular) • **Strategia „kup i trzymaj"** (żargon) • A patient investment strategy that focuses on choosing a good stock based on *fundamental analysis* and then sticking with it for an extended period of time – regardless of the market's ups and downs – so long as its fundamentals remain attractive. Contrast to *churning*. It is also referred to as "real money" (in contrast to flight capital).

Hold On!

Compounding returns and avoiding mistakes make a big difference. Academic research shows us that for investors with **holding periods** of 10 years, the historical real return on stocks was positive 89 percent of the time, compared with only 68 percent for holding periods of one year.

"CFA Magazine", September/October 2005, p. 8

Buy Back Price • **Cena odkupu** • The valuation used for the *mark-to-market* accounting of traded *securities* whenever there is a *spread* between bid and ask prices. The buy back price, which can varie whether the position is *long* or *short*, is the most conservative in the sense of only recognizing income which can be immediately realized in a liquid market. For example:

Market Spreads			
Position	Bid	Mid	Offer
Long	***98***	99	100
Short	98	99	***100***

In the case of long positions, i.e. securities held for sale at 100, the certain market is the buy *back* price of 98. In the case of short positions, i.e. securities wished to be re-purchased at 98, they can only be actually repurchased at the buy back price of 100.

Buy on Rumours, Sell on News (investment wisdom) • **Kupuj na podstawie plotek, sprzedawaj na podstawie oficjalnych informacji** (mądrość inwestorska) • The idea that in order to "beat the market" an investor must transact before the rest of the market digests the information. The *efficient market hypothesis* suggests that this is quite difficult, probably even impossible, since the latest news is fully incorporated in share prices. See also *alpha* investor.

Buyer of Last Resort (play on words) • **Kupiec ostatniej szansy** (gra słów) • An extension of the traditional role of central banks and regulators who act as *lenders of last resort* (see *Compendium of Banking Terms in Polish & English*) to that of buying illiquid securities during a credit crisis. For example, in the *subprime* credit crisis of 2008, *mortgaged back securities* became so heavily discounted in nervous markets that mark-to-market losses were threatening the solvency of many investment firms. Even more threatening, in the USA and UK mortgage lending was drying up with knock-on effects for consumer spending and overall health of the economy. In response, authorities in those countries were compelled to step in and buy such securities largely justified by them being temporarily undervalued by jittery markets. Such proprietary trading with tax payers' money is unconventional and contrary to discouraging the *morale hazard* that comes from subsidizing asset prices.

Buying the Dip (investment tactic) • **Kupować „na dołku"** (taktyka inwestycyjna) • An investment tactic that buys shares quickly after they fall in the

hope that there has been an over-correction or excess negative sentiment. See also *dead cat bounce*.



Buy-side of the Market (vernacular) • **Strona popytowa rynku** (żargon) • A broad classification of potential investors in the *capital market* who are in an investing mode. This gives them certain biases and needs. They are keen to deploy funds to put "money to work". Whether they are long-term investors or short-term speculators, they want to understand the risk and returns of the potential investment. Buy-siders are "outsiders" buying something they can only fully appreciate once they own it. This can make them vulnerable to the *asymmetric information problem* and particularly hungry for transparency and market intelligence. Operating in their favour is choice. Until they commit, they can always invest elsewhere. The term also connotes the collective name for large *institutional investors*, such *as mutual funds, hedge funds* and *pension funds*, who place large amounts of money in the *stock market* by buying shares. The buy-side generates large volumes of trading commissions for investment banks. Since the buy-side has a tradition of patronising those firms that give them good investment advice, *securities research analysts* have a pivotal role in servicing the buy-side. Compare to *sell-side of the market*.

C

CAGR ► Compound Annual Growth Rate.

Call Option • **Opcja kupna** • A contractual right, exercised at the holder's discretion, which requires another party to sell an asset at a specified price within a specified time period. Options, which can be traded, can be used as a *hedging* or a *speculative* tool. For example, an investor may have purchased a call option that allows shares to be bought at a certain price: if the market price rises, he can capture the upside beyond the "strike price" and the fee. However, if the market price falls, the call option will be worthless and the counter-party will have earned a fee based on successful speculation. Contrast with a *put option*.

Campaign Finance • **Finansowanie kampanii** • Raising money to pay for the costs of advertising etc. in an election campaign. In a modern democracy this can be a substantial expenditure. In the USA, for instance, George Bush and John Kerry spent $500 million in the 2004 presidential race ("Financial Times", December 2, 2007). This huge amount was partly due to a "[campaign] finance arms race" sparked by George W. Bush's refusal to accept public money. While the process in itself seems quite natural (advertising being another vehicle for healthy debate), there are often worries about its legitimacy. $500 million is a lot to spend on "talking heads". Since the rich can afford to contribute the most, campaign financing can appear elitist in an egalitarian society. Another concern is that campaign contributions become payment for future favours (appointments, influence, etc.) should a candidate get elected. All of these concerns can erode faith in the democratic process. Solutions include a public-financing system (voters contribute to a fund that is shared equally by qualifying candidates) or capped expenditure ceilings.

Monopolised

It is impossible to get enough time with the candidate so we can prep him on the answers – let alone talk around substance. The **finance people** monopolise him.

Policy adviser, US presidential campaign quoted in "Life & Arts" section in the "Financial Times", December 2, 2007, p. 1

Capital • **Kapitał** • Money which has been put to varying degrees of permanent use, or "invested", in enterprises with the intention to earn a *yield*. Capital, reflecting the disposition of owners, can come in many forms: short term (up to 1 year), medium term (1–3 years), long term (more than 5 years), share capital (owned by investors), flight (nervous about committing), friendly (willing to tolerate low performance), venture (willing to take risk), start-up (willing to begin a new business) and *sweat equity* (contributed through labour not money). A basic distinction is debt capital provided by lenders who want their money back with interest and equity capital provided by investors who want permanent ownership in order to earn *profits*. Note that short-term debt (trade credit or bank loans on demand) is a source of *liquidity* and is not generally considered to be capital. See *money market*. The term tends to be used rather loosely and often needs clarification. For instance, it can refer to shareholders' net worth or physical assets. Word roots: from the Latin "capitellum" = head; current meaning from the Middle English for 'standing at the head; most important'. See also *capital market*.

Capital in Different Guises

If we were to divide **capital** into classes, we should say that it was blind capital in the hands of hoarders who cannot employ it, loanable capital in those of bankers, and intelligent capital when at the disposal of intelligent men of industry.

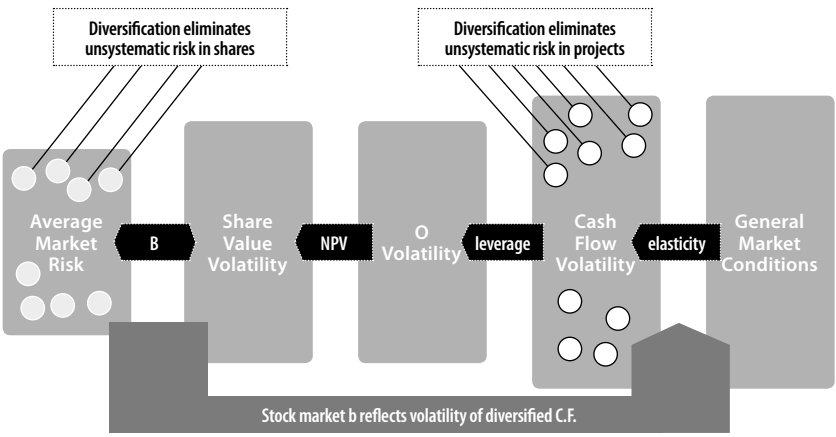
Walter Bagehot *Monetary Schemes*, 1856

Capital Asset Pricing Model • **CAPM** • **Model wyceny aktywów kapitałowych (model równowagi rynku kapitałowego) a rachunkowość** • A *security* valuation model based on *portfolio* theory. CAPM says that a share's price is based on relating its expected return to a selective kind of risk. Investors value a company's shares relative to what those shares can offer over a risk free

return (which is always available to them) less a deduction for the extra risk that the shares impose. The measure of that risk (which drives valuation) is confined to the risks which **cannot** be eliminated by diversifying shareholdings amongst a portfolio of other shares. Looked at in terms of returns (the reciprocal of value), the CAPM says this:

It's Worth Must Be Compared to Alternatives				
R (s) =	$R(f) + ß\ (s) \times [R_{(m)} - R_{(f)}] + e_{(i)}$			
	Base return	**Share's Sensitivity**	**Market Risk Premium**	**Actual vs. expected**
Where:				
R (s)	Rate of return on a company's stock			
R (f)	Risk free rate of return e.g. T-bill interest			
ß (s)	The *beta*, a statistical measure of co-movement of returns of the stock with the overall market			
R (m)	Rate of return of the overall market			
e (i)	The *alpha* or unexpected or abnormal return which in the long run is expected to be 0			

Capital Asset Pricing Model



CAPM assumes that investors have a *risk reward trade-off* which requires that they be compensated for *volatility* in returns (i.e. higher risks are associated with higher – expected – returns). But this only applies to risk which cannot be diversified away. Since risk which is specific to the firm ("unsystematic risk") can be elimi-

nated in a portfolio, there should be no compensation for it. It is only risks that are common to all firms ("systematic" risk such as the business cycle or interest rates) which deserve to be compensated for (because they cannot be avoided). The extent of that compensation is determined by a share's *beta*, a statistically obtained measure of how sensitive a stock is to the rest of the market i.e. its systematic risk. A consequence of CAPM is that a firm's outlook is less relevant compared to its relationship to the market i.e. its beta. The focus of financial analysis shifted on accounting's ability to predict and provide measures of risk.

Capital Bond • Obligacja kapitałowa • Deeply subordinated long-term debt that approaches the characteristics of *equity* (as in "equity capital") in the sense of giving a *priority* of realisation to most other debt. Such hybrids offer a *yield premium*. See also *high-yield bond*.

Capital Dividend • Dywidenda kapitałowa • Any dividend payable in more shares as opposed to cash. It can also be referred to as script dividend. The conversion of retained earnings and/or capital reserves to issued share capital can be attractive to companies who need to save cash. As well, often shareholders elect in "dividend reinvestment" schemes to take more shares instead of cash payment (which may be troublesome to track and administer). Capital dividends will tend to dilute share prices since a greater number of shares are outstanding. As well, it will alter the *capital structure* of the company as well as the *earnings per share*. See also *stock splits*.

Capital Employed • Kapitał wykorzystywany (zaangażowany) • The permanent capital that an enterprise uses in its activities. This is in contrast to "temporary" capital which can be easily liquidated. Capital employed can be viewed from either side of a *balance sheet*. From the accounting equation, we see that "capital", which is a company's long term source of financing, is deployed into fixed assets and working capital.

Capital Employed					
Accounting Equation:					
Current Assets	Fixed Assets	=	Current Debt	LT Debt	Equity
Rearrange and reclassify:					
CA – CD	Fixed Assets	=	0	"Capital"	
Definition:					
Working Capital	Fixed assets	=	"Capital Employed"		

In the case of internal operating units or "divisions" within a legal entity, there will be no separate sources of equity or long-term debt. However, "capital" is equivalent to a division's fixed assets and working capital (which can be measured). The capital employed figure is used in calculations of investment centre performance. See *residual income*. It is worth noting how current assets are treated. Only the surplus of current assets over current liabilities (i.e. working capital) is treated as a part of permanent capital. The logic here is that current liabilities are both temporary and spontaneous. They "follow" current asset levels and thus automatically finance them. However, bearing in mind how the operating cycle requires current assets and liabilities to keep sales flowing, they may be permanent as well. For instance, a bank's "short term" loan can be a permanent feature of the balance sheet if credit can be continually renewed.

Capital (Expenditure) Budgeting Process • Proces budżetowania inwestycji • The decision making process, using *management accounting* calculations, to determine whether a firm should invest in long term assets or, in other words, spend money on *capital expenditures*. While a „mandatory" capital expenditure (i.e. to maintain existing output capacity) can be a relatively easy decision, discretionary choices need to be carefully assessed. Simplifying considerably, an enterprise would/should decide on spending money on fixed assets via these steps:

Capex Budgeting Steps	
Step	**Description**
Opportunity Identification	◆ Using market research, customer feedback, research and development, competitor scans, employee ideas etc. to generate potential investment options
Specifying Cash Flows	◆ Estimating the relevant (i.e. incremental) cash flows, both positive and negative, which will result from each investment.
Cost of Capital	◆ Calculating total cost of financing sources, both tax-deductible debt and equity, adjusted for the firm's risk.
Risk Analysis	◆ Assessing the risk involved in each investment opportunity based on the predictability of relevant cash flows.
Applying Acceptance Tests	◆ Applying decision rules to determine whether shareholder value is increased, net of the cost of capital and risks costs.

The capital expenditure decision must be taken with much thought. Not only does it lead the business into new territory, but *sunk costs* cannot be reversed. There are several decision criteria. The best will address the time value of money:

How Do We Know Whether to Invest?	
Method	**Description**
Payback	• Time it takes to recover original outlay • Simple but flawed by ignoring money time value • Equivalent to NPV at very high discount rate
Discounted Payback	• Time it takes to recover original outlay • Comparison to discounted net cash inflows • Ignores cash inflows after payback
Accounting rate of return	• First: find average annual accounting profit • Next: divide profit by average investment cost • Reflects impact of financial statements but flawed
Net present value (NPV)	• Present value of future cash vs. outlay • Use cost of capital for discount rate • If NPV > 0, implies good investment
Internal rate of return (IRR)	• Find discount rate which NPV makes = 0 • Assumes *cash flow* re-investment at IRR % • Intuitively understandable as a yield calculation
Modified IRR	• Find discount rate which NPV makes = 0 • Assumes cash flow re-invested at cost of capital % • Addresses flaws in IRR calculation

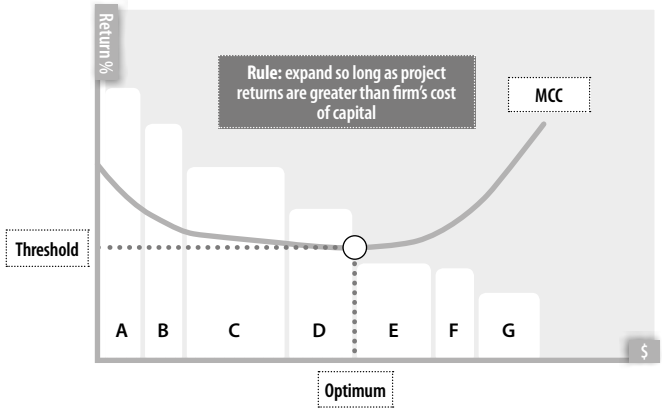
While capital expenditure budgeting is well developed, considerable judgement is required in determining relevant cash flows and quantifying risk. See also *capital asset pricing model, capital rationing* and *Monte Carlo simulation.*

Capital Budgeting Methods

	USA	CANADA	JAPAN	AUSTRALIA	BRITAIN
Payback	59%	50%	52%	61%	76%
ARR	13%	17%	36%	24%	28%
NPV	28%	41%	6%	45%	38%
IRR	52%	62%	4%	37%	39%

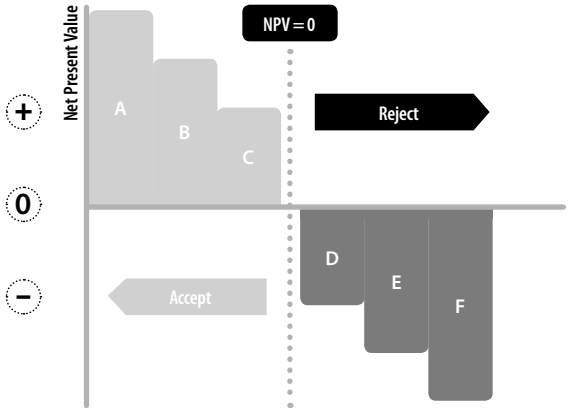
Source: Ch. Horngren et al. *Cost Accounting*, 2003

Capital Budgeting: IRR



Source: R. Brealey & S. Myers, *Principles of Corporate Finance*

Capital Budgeting: NPV



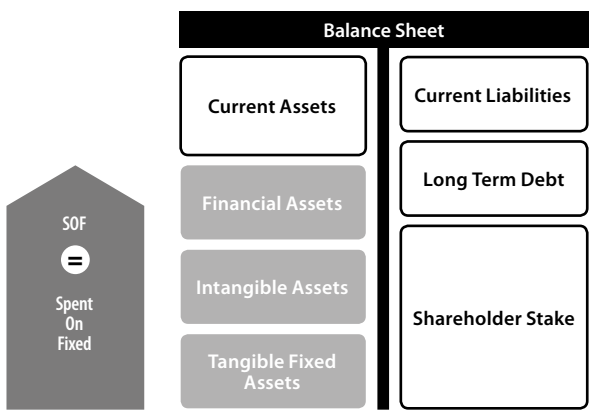
Capital Expenditures (Capex) • **Nakłady inwestycyjne** • The *expenditure* of funds on new fixed assets such as *property, plant and equipment*, required to maintain or expand an enterprise's output capacity. It can also refer to money spent on intangibles. This is in contrast to *working capital* investments in inventory and accounts receivable and investments in subsidiaries. Capital expenditures entail both large and permanent commitments for the future. Common risks include cost overruns and *forecasting* error in the future productivity of the investment. The upside is that shrewd investments can deliver production efficiencies (see *operating leverage*), competitive advantage and market share growth. For all these reasons, capital expenditures must be carefully considered

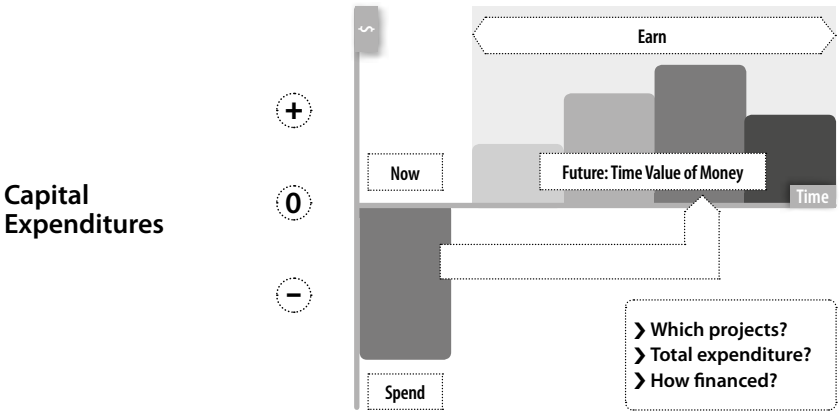
using the *capital budgeting process.* Capital expenditures tend to be of a distinct project nature and, depending on the opportunities facing the firm and its creative capacity, will fall into classifications:

Project Classifications		
Classification	**Example**	**Comment**
Replacement	• maintenance of existing capacity	• mandatory; incremental
Legal Compliance	• re: safety or environmental laws	• mandatory; incremental
Cost reduction	• upgrading technology	• discretionary; incremental; low risk
Capacity Expansion	• new plant & equipment	• discretionary; in steps; medium risk
New Products/Markets	• R&D; overseas investment	• high discretion; lump sum; high risk
Strategic	• acquisition of another entity	• high discretion; lump sump; high risk
Infrastructure	• head office buildings; image etc.	• very high discretion; intangible gains

Capex is typically paid for by permanent financing sources such as *equity* or *long term debt* (see *weighted cost of capital*). In the absence of this, there is the danger that the drainage on cash resources will be the cause of liquidity problems. Hence the explanation for the perverse phenomenon of rapidly growing firms, in spite of enjoying profitable sales growth, going broke because they overspent on capital expenditures. See also *cost of capital.*

Capital Expenditures





Spare or Bountiful

The one who sows sparingly will also reap sparingly, and the one who sows bountifully will also reap bountifully.

Corinthians 9:6

Capital for a Crazy Idea (vernacular) • **Finansowanie szalonych pomysłów** (żargon) • In an ideal financial system, just about any commercial enterprise should be able to get financing subject to offering the right yield to compensate for risk. After all, what may appear "crazy" could in fact be extremely clever. Of course, it could also be just plain crazy. The ability to provide *access to capital* for innovations, especially technological breakthroughs, is vitally important to encourage entrepreneurship.

Open Up

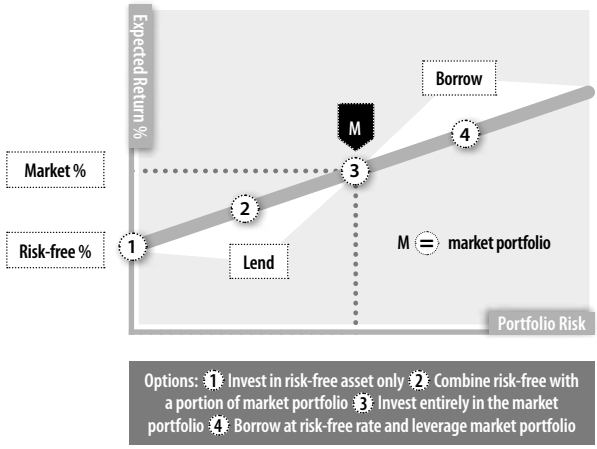
In a study of hi-tech beehives, [it was concluded] that **Silicon Valley** had extremely open boundaries among technology firms, and between these firms and the venture capital community, the banking community, the university research community and the local government. This is [in contrast] to a culture of secrecy and self-sufficiency within firms and risk aversion within both the business and financial communities.

Thomas Friedman *The Lexus and the Olive Tree*, 2000, p. 228

In economies where even crazy ideas can get backing, most notably in America's Silicon Valley, there are rich rewards from the process of *creative destruction*. See also *venture capital.*

Capital Market Line • Linia rynku kapitałowego • A portrayal of the various returns and risk levels that can be achieved by blending a risk-free investment with a fully diversified (i.e. no risk for individual securities) portfolio of shares and, assuming that there are lenders willing to do so, leveraging both returns and risks beyond the market portfolio by borrowing at the risk free rate and buying more of the *market portfolio*. Thus, by simply using the market portfolio, an investment strategy can be constructed that fits with any investor's unique *risk-reward trade-off* and *risk appetite*. Compare to *security market line*.

Capital Market Line



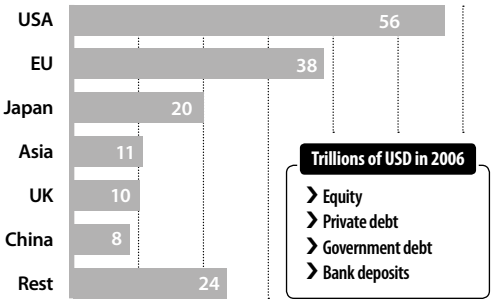
Capital Markets (Global) • Rynki kapitałowe (globalne) • The public markets for different types of *capital.* Like any commodity, the capital markets have two forces to be reconciled: demand from users (issuers) seeking the lowest cost money on the most generous terms and supply from providers (savers) seeking the highest returns at the least risk. In equilibrium between supply & demand, capital's price is either *interest* in the case of *debt capital* or *yield* in the case of *equity capital*. Capital markets play a multi-faceted role in economies:

- funding for businesses and governments,
- valuation benchmark,
- performance measure,
- connection between buyers to sellers,

- pooling small savings into aggregations of larger investments,
- economic trend indicator.

In 2006, the size of the global capital market (including bank debt) was $167 trillion compared to $43 trillion in 1990. The most developed economies (US, EU, Japan and the UK) account for 75% of the world's capital pool. However, smaller emerging market economies are expected to have more pronounced growth in the future: South Korea ($11), China ($8), Eastern Europe and Russia ($5) and South America ($4). Reference source: The McKinsey Institute.

Capital Market, Global



Source: The McKinsey Institute, *Mapping Global Capital Markets: Fourth Annual Report"*

Capital Markets (versus Institutional Sources of Financing) • **Rynki kapitałowe (a instytucjonalne źródła finansowania)** • Capital markets are to be distinguished from institutional sources of money, such as banks, that are involved in intermediation *(*i.e. investing or lending other people's money). When measured against GNP, there is a discernible pattern across most economies (the UK being an exception because of London's status as an international banking centre) whereby capital markets supply more than half of the economies' needs:

The Capital Markets				
1998 figures	Percentage of GNP			
	Capital Markets		Institutional	Total
Market	Shares	Debt Securities	Bank Assets	% GNP
EU (11)	31%	103%	176%	310%
USA	94%	151%	69%	315%
Japan	72%	104%	144%	320%
Britain	127%	75%	219%	421%
Average	81%	108%	152%	341%
Source: "The Future of European Banking"				

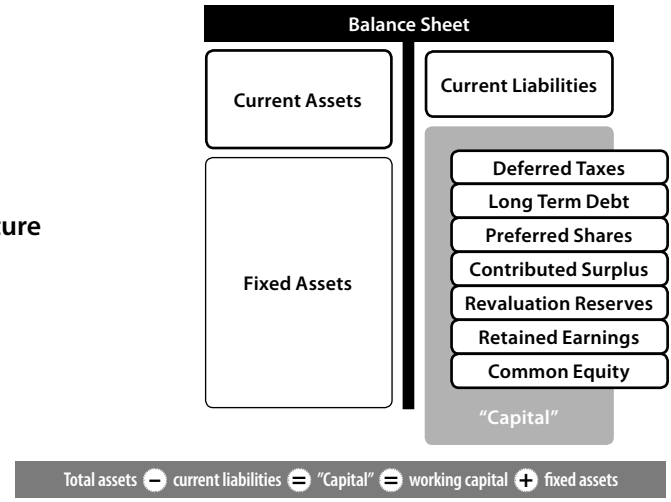
Capital markets involve a large number of participants – often on a global scale – who bid and offer and then trade at arm's length. Their information is usually limited to what is publicly available (see credit ratings), at least in the case of those public capital markets that are regulated by securities commissions. By virtue of being able to freely buy or sell investments (e.g. *bonds*, *shares*) which are *marketable*, capital market decisions are made primarily on the basis of purely transactional, economic considerations – they are "impersonal". Except for *institutional investors*, it is difficult and inconvenient for capital markets to modify the management behaviour of borrowers and issuers of stock. Rather, the capital market usually "votes with its feet", in other words, comes or goes depending upon perceptions of economic value. As well, markets can be impersonal: relationships count for little if returns are not competitive. All this contrasts with bank lending, whereby institutions have private information that can be analysed to estimate credit risk in order to provide debt capital. Since loans are not generally marketable (publicly-issued and traded government and corporate debt and *syndicated loans* accepted), decisions are based on more enduring *relationship* considerations, the proximity that allows *monitoring* and the protection afforded by *collateral*. There is also an ability to influence, if not control, management by exercising creditors' rights. Because of these relative competitive advantages, developed capital markets tend to finance large, corporate users while banks tend to finance *small and medium enterprises*. (Those instances where banks hold power in large corporate conglomerations are increasingly viewed as unhealthy). Because of the increased availability of market intelligence through *information technology*, the long run trend is for capital markets to supplant *bank credit*, a process known as disintermediation.

Capital Rationing • Racjonowanie kapitału (limitowanie środków finansowych na nakłady inwestycyjne) • A *budget* or *capital market* ceiling that limits the amount of funds that can be invested in capital expenditure projects. "Soft" capital rationing occurs when the firm imposes an internally determined limit on its spending. This is done in the spirit of *financial management* and control (e.g. in large decentralised enterprises to instil discipline against overspending). "Hard" rationing occurs when external factors, for example a loan covenant, present a constraint. In theory, in perfect capital markets, firms will not face capital rationing since any worthwhile project (i.e. positive *net present value* at the *opportunity cost* of capital) can be financed.

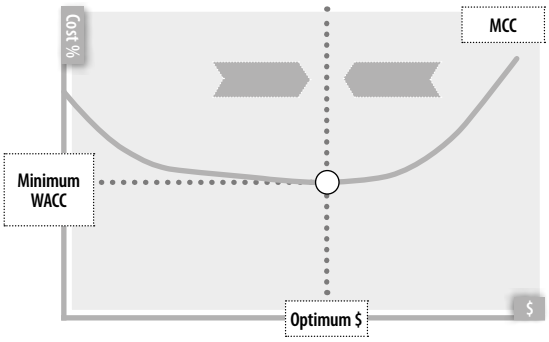
Capital Structure • Struktura kapitału • The characteristics of a company's long term, below the line sources of financing. This will include long-term *debt* with its various possible terms and conditions (e.g. maturity, amortisation, fixed

or *floating* interest rate, senior or subordinated priority) and *equity* (preferred, common, etc.).

Capital Structure



Capital Structure



In an abstract world, where the value of a company was solely based on the cash flow generated by its assets, capital structure would not matter. It would only determine how the cash flow was distributed between creditors and shareholders. However, primarily because debt exposes a borrower to *default* and possible *bankruptcy,* capital structure **does** matter. Therefore capital structure is an important managerial decision under the *finance function*. It is influenced by a number of considerations: *risk* tolerance, the availability and confidence of the various financing sources, the size of the firm (larger firms can gain easier access to *capital markets* while *SMEs* rely more on banks), the nature of

the industry (esp. the *volatility* of cash flow) and income tax considerations since interest is deductible and *dividend*s can be double taxed. While the use of debt is advantageous (see *leverage*), it must be tempered by risk of default and possible *insolvency*. In addition, since the value of a company is determined not only by the cash flow from its assets but the efficiency of asset management, debt offers certain behavioural advantages if interest costs are manageable. *Entrepreneur*s and managers can have relatively greater equity stakes in the business when debt supplements total financing. Furthermore, the need to service debt, and commit a certain portion of cash flow to principal and interest payments, instils discipline and avoids slack. This is one rationale behind *leveraged buy-outs*.

Carbon Finance • **Handel uprawnieniami do emisji CO_2** • Trading in so-called "carbon credits" (formally Certified Emissions Reduction) created by the Kyoto Protocol of 2005. The market is driven by a "cap-and-trade" mechanism. Polluters are compelled to limit their emissions (that's the "cap"). Instead of cutting back output, most will make investments to cut back. But they are free to do this either themselves or by paying others who are in a better position to do it on their behalf. This is done by buying someone else's permits (that's the "trade"). By design, cap-and-trade seeks to use market mechanisms to find the most efficient way to reduce global pollution. It works especially well with low income, emerging market countries that cannot easily afford pollution abatement investments. Under cap-and-trade they can receive subsidies to do so from polluters in wealthy countries who need credits to meet their caps. Financial institutions are getting involved by either originating new CERs and intermediating them to buyers (earning income on the price spread) or holding CERs as an investment in the expectation of price increases thus creating a liquid market. Carbon finance has been described as the "most bizarre, complicated, and controversial new industry of the 21st century" ("Fortune", April 28, 2008, p. 58). Yet by helping to curb global warming, it may just help to save the world and burnish finance's reputation.

Carried Interest (vernacular) • **Udział w zyskach** (żargon) • The right to a fixed percentage of a property's or project's or investment's future *cash flow* regardless of how much other investors have to pay for its upkeep or development. This percentage may be subordinated (i.e. it may have to wait) to other investors' interests. While the carried interest enjoys a fixed portion of the project's benefits, it has none of the associated financial burden of ownership that is "carried" or financed by others. Examples of a carried interest would be:

Carry Me!	
Activity	**Example**
Financial Investments	• A share of a private equity fund is apportioned to the fund manager as compensation in lieu of cash fees and as an incentive to make wise investments.
Real Estate Developer	• An owner of raw land might contribute the property to a real estate developer who would build, develop and rent the site.
Natural Resources	• Owners of an undeveloped natural resource property might contribute their mineral rights in exchange for someone else developing and extracting the resources.

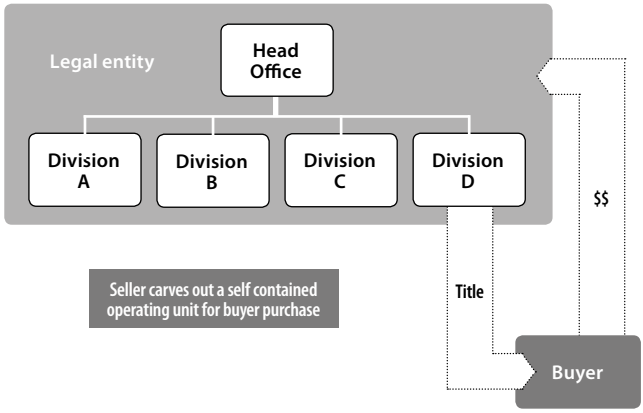
Carried interests are often employed when a party has neither the financial resources nor interest to invest further funds to undertake a project yet possesses something critical – be it ownership rights, skills or talents – which is needed to make the project viable. Carried interests are a contingent asset and can present difficult valuation issues.

Carry Trade (vernacular) • **Transakcje carry trade** (żargon) • The borrowing or selling of currencies with low interest rates and their redeployment into currencies with high interest rates thereby earning a spread. A particularly active market has traditionally been Japanese yen and US dollars. The carry trade is an enigma. In theory, there should be no room for such arbitrage in an efficient market. The workings of the "covered interest parity" mean that any differences in interest rates will be reflected in a gap between current (or spot) and forward markets. In a forward market, high-interest currencies are at a discount while low-interest rate currencies are at a premium. Moreover, "uncovered interest parity" suggests that high interest currencies should be compensating holders for the risk of currency depreciation. In fact, in the real world, the opposite has often prevailed: studies (reference: "The Economist", February 24, 2007, p. 80) show that the currency appreciation of high interest currencies has yielded returns for carry trade. That said, the steady profits from the interest rate spread can be suddenly and thoroughly wiped out by currency depreciation (akin to "picking up nickels in front of a steamroller"). In all, the carry trade is highly speculative and tends to subside when markets become turbulent. See also *round tripping*.

Carrying Costs • **Koszty ponoszone** • The various costs associated with owning an asset, particularly inventory. They can be fixed costs (e.g. warehousing) or variable (e.g. financing costs, handling, protection or opportunity costs of occupied space). See also *economic order quantity*.

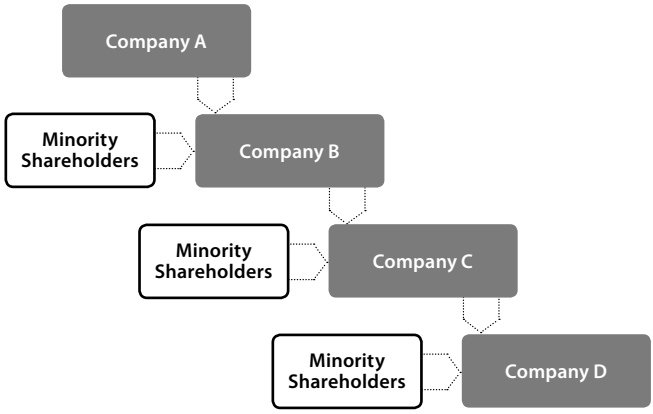
Carve Out (vernacular) • **Wykroić** (żargon) • To set aside or allocate *cash* or assets for a specific purpose (e.g. a cash collateral account may have a "carve out" for the payment of advisor fees).

Carve Out



Cascading • **Kaskadowanie** • Using related firms to control shareholder interests, all the while minimizing the amount of tied-up capital. Cascading is not illegal but is frowned upon by many stock market regulators. It tends to make share structure complex, difficult to understand and often detrimental to *minority interests*.

Cascading



Cash Based Measures of Performance and Risk • Wskaźniki gotówkowe wyników i ryzyka • *Financial ratios* that are independent of any particular accounting standards and/or accounting estimates that underlie them. Instead of focusing on measures of accounting profit, cash-flow is preferred based on a greater faith in its unbiased measurement. *Securities analysts* often use such numbers – which must be extracted from supplementary information provided by larger multi-national corporations – in order to make comparisons between countries.

Life Blood

When he was 7, he was in the [family] shop every morning before school to help open and every afternoon after school until closing. He counted rupees in the till at the end of the day, inspiring a life-long appreciation of the "blood" of business. ("Any company I go to, the first thing I check is **cash**. How's your cash? Where's your cash flow? No blood, you got a problem right away".)

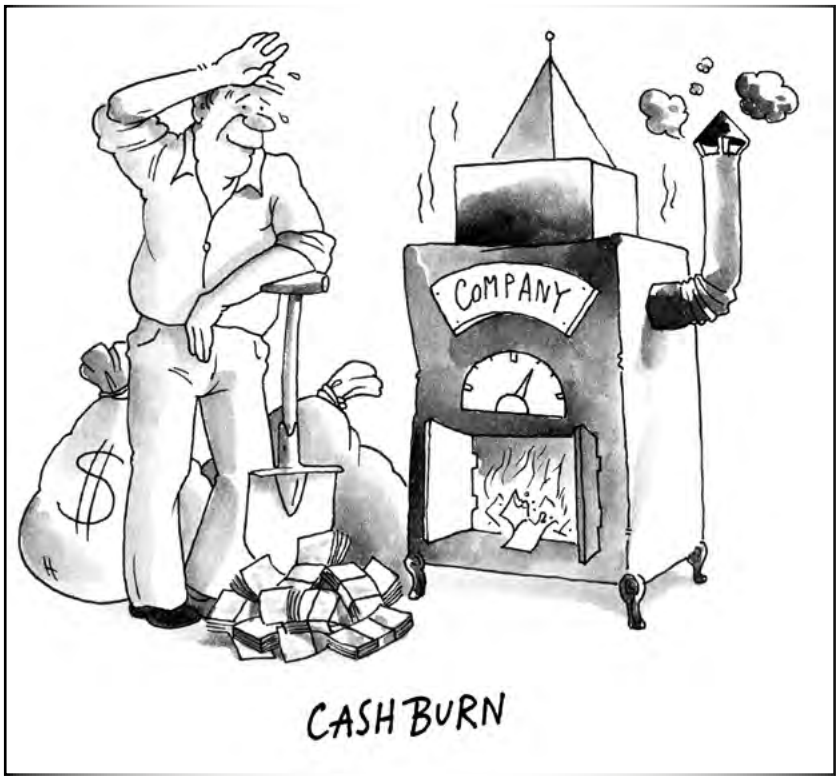
Management consulting guru Ram Charan
quoted in "Fortune" (Europe), April 30, 2007, p. 108

Cash Burn (vernacular) • **Wskaźnik przejadania gotówki** (dosłownie: spalanie gotówki; żargon) • The rate at which an enterprise's cash resources are diminishing over time due to either operating deficits (disbursements > receipts) or stand alone *capital expenditures*. Often cash burn is anticipated in a start-up situation where it takes time before operations break even. The cash burn can only last as long as cash resources are available to keep feeding the fire.

Survival of the Fittest

Generally, a company considering a restructuring should have access to enough liquidity to last through 12 months of **cash burn.** A company should never assume a quick turnaround.

GE Capital executive quoted in
Corporate Restructuring: A Possible Alternative to Chapter 11



Cash Call (vernacular) • **Wezwanie o gotówkę** (żargon) • The description of a business asking for new cash from its shareholders via a *rights issue*. Since rights issues can be a very expensive form of new capital, they are only resorted to in the case of a dire need.

Cash Flow Earnings Index • **Wskaźnik przepływu środków pieniężnych do zysku** • A *quality of earnings* metric that looks at how much cash flow is being generated by reported accounting net profit:

CFE Index =	$\frac{\text{Cash Flow from Operations}}{\text{Reported Net Income}}$	x 100%

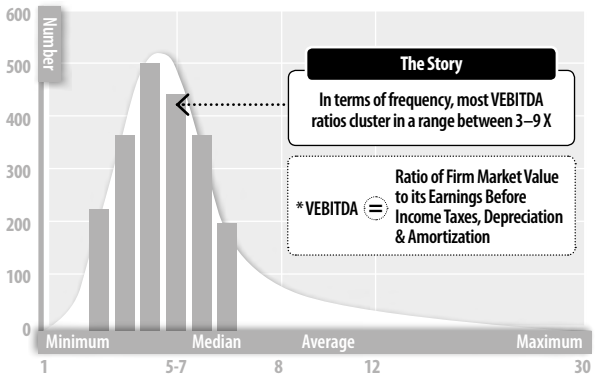
Based on the indirect method of calculating cash flow from operations, non-cash expense 'add-backs' (e.g. depreciation expense, deferred tax expense) will typically mean that funds flow from operations is greater than accounting profit. The working capital adjustments will then convert funds flow to cash flow. If net working capital is growing rapidly, such investment can absorb liquidity and

reduce cash flow from operations. Most healthy companies will have steady cash flow earnings index. A declining index or an index less than 100% would merit investigation by a financial analyst.

Cash Flow Multiples • Mnożnik przepływów pieniężnych • The amount of money investors are willing to pay for a business' assets in terms of its cash flow generating capacity. This will be measured either by *cash flow from operations* or its convenient proxy, EBITDA. (Hence multiples may also be referred to as *Enterprise Value*/EBITDA.) The idea is very similar to an *earnings multiple* except that cash flow is seen as a purer form of *enterprise value* undistorted by accounting estimates, capital structure or income taxes. Cash flow that is fickle, uncertain or not growing will be worth less than cash flow that is reliable, steady and growing. Multiples will vary depending on market conditions but might be spread out as follows:

What's It Worth?		
Business	**Relevant Characteristics**	**Multiple**
Restaurant	• Highly competitive; faddish; no customer loyalty	1–3
Manufacturer	• Brand name; entry hurdles; modest competition	4–6
GSM Network	• Franchised revenue stream; scale entry barriers	7–8
Cable Provider	• Stable revenues with permanent customer base	9–10
Hi-Tech	• "Category-killer" break-through opportunity	11–15

Cash Flow Multiples*
Sample size:
3,820 USA firms
in 1997



Source: NYU Stern/Damodaran

Cash Flow Per Share • CFPS • Wskaźnik przepływów gotówkowych na akcję • A measure of a firm's financial performance based on the cash flow from operations available to shareholders on a per share basis:

Cash Flow Per Share	
CFPS =	$\frac{\text{Cash Flow from Operations less Preferred Share Dividends}}{\text{Common Shares Outstanding}}$

CFPS reflects skepticism about the accuracy of reporting earnings, particularly the distortions to financial reality from accounting manipulations. A measure of the generation of hard, cold cash is regarded as more reliable. CFPS is no "silver bullet" (i.e. answer for everything). It is probably best used alongside other metrics such as *earnings per share*.

Cash Flow Return On Investment • CFROI • Wskaźnik gotówkowej rentowności inwestycji • A sophisticated valuation and performance analysis tool that uses after tax cash flow from ongoing operations and compares it to invested operating *capital employed* (i.e. fixed assets and net working capital). CFROI can then be compared to an inflation-adjusted cost of capital to determine whether economic profit is being earned. An asset management firm in the USA (CSFB Holt – see www.csfb.com) developed the CFROI metric. It has created an extensive database of CFROI performance.

CFROI =	$\frac{\text{Cash flow from operations}}{\text{Market value of capital employed}}$

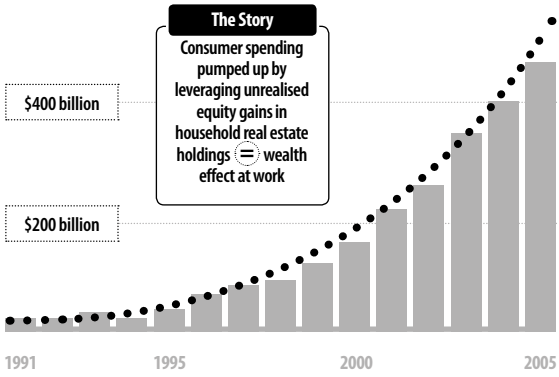
Cash Optimisation • Optymalizacja gotówkowa • The attempt to find a balance between the benefits (e.g. transaction, speculative and precautionary needs) of holding idle cash balances and the costs (typically *opportunity costs*) of not deploying money more profitably. One popular model treats cash as if it was *inventory*. Cash receipts are used to buy liquid securities while cash disbursements are funded by the liquidation of "parcels" of securities. Parcels are calculated using the *economic order quantity* formula:

EOQ (Baumol) Model	
Economic Transfer =	$\sqrt{\frac{2TC}{H}}$
Average Balance =	$\frac{\text{Economic Transfer}}{2}$
Where:	C = cash needs for period
	T = transaction costs of selling securities
	H = holding cost (forgone interest %/period)

Another version of an optimum cash balance formula is the *Miller-Orr model*. Cash is allowed to build up until it hits an upper limit at which point surpluses are automatically invested in short term securities which are in turn liquidated if cash falls below a lower limit. Limits are set by management discretion and equations that factor in holding costs, transaction costs and the variance of cash flows.

Cash-out Refinancing • **Gotówka pod zastaw nieruchomości** • The conversion of unrealized gains in housing wealth into consumption spending through either debt such as home equity lines of credit or through owners selling homes outright and cashing in on their accumulated equity. Cash-out financing reflects the *wealth effect* of consumption being boosted by personal asset holdings versus earnings streams. To the extent that gains are truly earned, this is understandable behaviour. After all, as the saying goes: "you cannot take it with you" (ignoring the inheritance for the kids). The fear in all this is that unsustainable housing price increases are a *bubble* that may burst with unpleasant knock-on effects: spending will be suddenly curtailed; home-owner defaults rates will increase; GNP will fall and real estate prices will be depressed even further in a vicious downward spiral.

Cash Out
Home equity withdrawals: USA



Primary Source: "Fortune" (Europe), 13.11.2006, p. 82

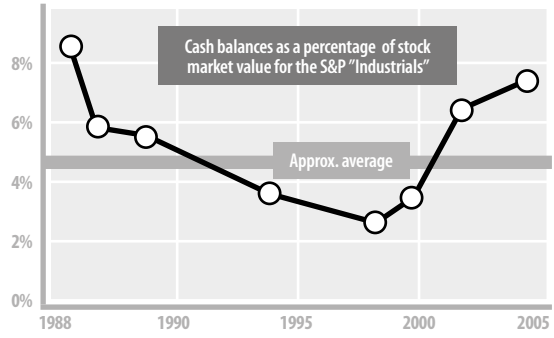
Cash Pension • **Pay-As-You-Go Pension** • **System emerytalny gotówkowy** • **System emerytalny PAYG** • A pension scheme that makes payments out of current earnings to pensioned workers only as they come due. Cash payments are thus confined to current pensioners with no recognition given to future obligations to pay. As well, existing and future pensioners are relying on the continued ability of the plan to pay them well into the future. Cash pensions are the preserve of governments. For businesses, accounting standards require that

pension liabilities be accrued in advance of future payment as employees earn them. See *post-retirement pension benefits*. While future pensioners are shouldering an implicit *credit risk* for a liability that the plan may not be able to afford, the state is usually trusted. A cash pension is an indirect means to *finance* a pension obligation which otherwise would require an up-front payment to create a fund large enough (net of anticipated investment earnings) to cover future payouts. In favour of the cash pension is the measurement difficulty involved with "unearned pensions" (anticipating future worker service).

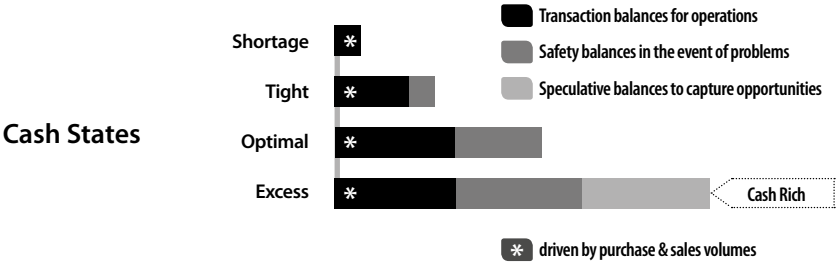
Cash Pool • **Pula pieniędzy** • A cash management technique whereby individual accounts results within a group of companies or in the accounts of a multi-branch company are "swept" (cleared out) and consolidated into one account or "pool". Better returns can be thereby achieved compared to separately investing of surpluses and paying the costs of financing by individual account holders within the system.

Cash Rich (vernacular) • **Przy kasie** (żargon) • Any investor or enterprise that has an exceptionally large amount of cash on hand. Since cash is a non-earning asset, efficient financial management suggests there should not be too much of it lying around idle unless the owner is accumulating for a purpose, say a large expenditure (see *war chest*).

Cash Rich



Source: Standard & Poor's/"The Wall Street Journal" (Europe), 24.05.2006, p. 21

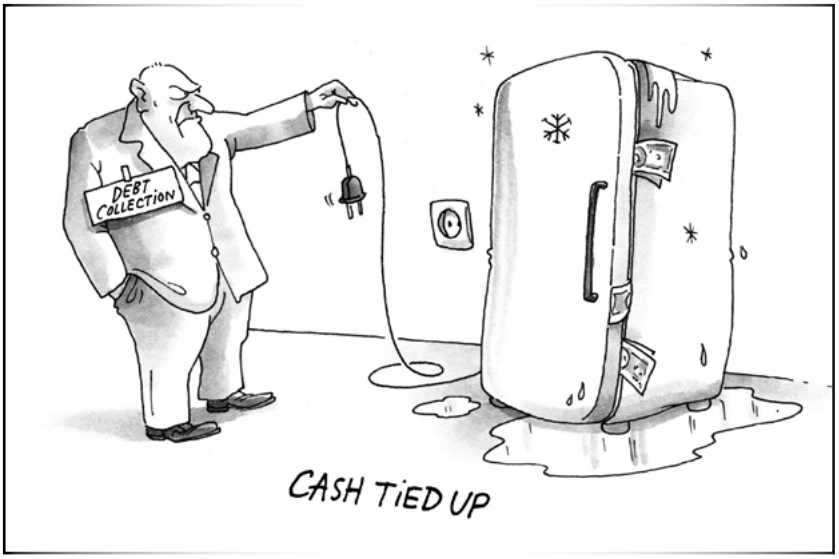


The Temptations of Cash

[**Cash rich** companies] make people worry that money will be squandered on mergers and acquisitions where you might over-bid because you can… [In which case], you're trusting management not just to run the business effectively but also allocate that money intelligently. All cash is essentially an option on future operations, and that option is worth more or less, depending on which management has it.

Selected quotes from *Cash Call: how to spend it* in "The Wall Street Journal" (Europe), May 24, 2006, p. 21

Cash Tied Up (vernacular) • **Stopień płynności aktywów** (żargon) • A reference to how current assets, particularly *accounts receivable* and inventory, hold onto cash until it is released (i.e. "untied") through the operating cycle. The period of time for the tie up can be measured in day's sales outstanding (*DSO*). We might say: "Our cash is tied up in receivables and can be released through better collection procedures".



Cash Trap • **Pułapka pieniężna** • Any business or product that will absorb cash, either because of operating losses or mandatory *capital expenditures*, without much hope of ever fully repaying the investment. In the meantime, accounting principles may allow profit to be reported even though little will be available in cash. In contrast to cash cows, cash traps often represent difficult decisions because they exist in the "question mark" category where their ultimate potential is unclear.

Catastrophe Bonds • **Cat Bonds** • **Obligacje katastrofalne** • A bond whose repayment is linked to insured losses that exceed a certain predefined level (the "trigger"). If the trigger point is passed, the bonds do not have to be repaid. The obligator then receives debt relief which can alleviate losses elsewhere. Cat bonds are a capital market form of *reinsurance*. A primary insurer would invest in them to get relief in the event of claims. The market began in the early 1990s. By 2005, there were more than $6 billion cat bonds issued ("Financial Times", September 1, 2005, p. 25).

Catastrophe Equity Put Option • **CATEPUT** • **Opcja sprzedaży akcji w przypadku katastrofy** • A *derivative* contract giving the insured the right to sell new shares at a fixed price to a specified investor who is obliged to buy in the event of a defined catastrophe. A CATEPUT is an example of convergence between banking and insurance activities.

Catching a Falling Knife (trader's vernacular) • **Łapanie spadającego noża** (żargon traderów) • Guessing when the bottom of a *bear market* has occurred so that aggressive investors can begin to buy cheap, undervalued equities and thereby reap the lucrative upside of future share price gains. Getting it right can be one of the most "difficult feats in investing" ("Fortune", December 22, 2008, p. 100) since nervous bear markets are inherently unpredictable and volatile. While you may catch the knife, the question is which end, the handle or the blade? See also *dead cat bounce*.



Central Counterparties • CCP • Centralni depozytariusze • The market infrastructure in derivatives trading that allows the reliable settling of trades. CCP act as a buyer to every seller and vice versa. They collect margins on every transaction to eliminate settlement risk. Often this is backstopped by an extra reserve fund. In this way, traders only have to worry about the creditworthiness of one entity with whom they can net off their trades. CCPs are the norm in exchange-based markets such as the Chicago Board of Trade that deals in standardised futures contracts.

Certainty Equivalents (& Capital Budgeting) • Wskaźnik prawdopodobieństwa (w budżetowaniu) • A *capital budgeting* methodology to deal

with prediction risk whereby future, uncertain cash flows are converted to equivalent amounts of certain value using a "co-efficient" based on the analyst's utility or preference function (in economist's speak). The cash flows, which have been purged of risk, are then discounted at a risk-free rate to calculate a *net present value*:

Certain Equivalents					
Year	**Forecast**	**Co-efficient**	**Equivalent**	**DF/5%**	**PV**
1	$100,000	.95	95,000	.9524	$90,480
2	$150,000	.80	120,000	.9070	$108,840
3	$200,000	.70	140,000	.8638	$120,930
4	$250,000	.60	150,000	.8227	$123,410

The certainty equivalent co-efficients are based upon a subjective estimate: at what point would the user be indifferent between a smaller certain sum and an uncertain sum? While these are subjective and judgemental, this is a useful structured framework to deal with uncertainty. The alternative to certainty equivalents is to discount forecasted cash flows at a risk-adjusted discount rate.

Certificates (Share/Stock) • **Certyfikaty (akcje)** • A paper document that evidences the ownership of shares or stock (USA). Typically the paper is in a fancy, eye-appealing script format that not only specifies their ownership rights but also conveys some sense of the company's identity by artistic means (thus often making them attractive to collectors). While the tangibility of a certificate may have been traditionally comforting for many owners, they present a logistical burden in their handling, trading and safe-keeping (see below) and are now dispensed with by most investors. See also *de-materialisation*.

Good Riddance

The whole system of actual **certificates** of ownership is an incredibly cumbersome and archaic system and should be eliminated. Records of ownership could easily be kept on the memory disks of large computers. Most bonds and some stocks are actually recorded that way now. If stockholders could rid themselves of their atavistic longing for pretty, embossed certificates, Wall Street could reduce its paperwork burden, commission rates might be reduced, and environmentalists could congratulate themselves on another victory.

A Random Walk Down Wall Street, 1973, p. 100

Certificates of Accrual on Treasury Securities • CATS • Obligacje CATS • US *treasury bonds* that pay below market *interest* but which are redeemed at a face value in excess of the issue price. A holder thus exchanges annual investment income for a one-time capital gain: a trade-off which may have income tax advantages.

Certification, Research Analyst's • Certyfikacja analityków • A *capital market* reform that would have research analysts proclaim their independence from any pressure from their employer when rendering an investment opinion. Certification is designed to address abuses from conflicts of interest within investment banks, especially after Enron and other scandals. For example, a desperate investment bank trying to get an underwriting mandate or flog shares to the public, might pressure its in-house analyst to promote a stock.

Chairman of the (Supervisory) Board (of Directors) • Przewodniczący Rady Nadzorczej • An *oversight* function of heading up a *board of directors* (Anglo-Saxon) or a *supervisory board* (European). In most countries, the role is usually combined with the *chief executive officer* in the spirit that there needs to be only "one boss". However, there are sound arguments in favour of separating the two roles: gaining the objectivity and perspective of outsiders and avoiding power being concentrated in one person. In the UK, the combined code for listed companies requires that the posts of chairman and chief executive officer be separate and that the chairman be independent. Since the board's authority is collective and based on individual voting, the chairman cannot be a "boss". Rather, the role is more honorary with its authority coming from the influence and respect afforded by the other board members. A chairman's specific functions might include:

- keeping in touch with outside directors between meetings,
- representing the enterprise in high-level sessions with governments and the public,
- organising a board evaluation process,
- recruiting new outside directors,
- conferring with the CEO on major decisions,
- shouldering some *corporate governance* burdens.

The chairman also has an important "backstop" role in the event that the CEO is absent or is in transition. This core role has been compared to that of an airline pilot: while others may have been delegated to fly the plane, the chairman is always available to take over and is ultimately responsible for the passengers'

safety (Reference – "Financial Times": *The Outsider at the controls*, March 16, 2006, p. 9).

Channel Stuffing • Trade Loading • Zapychanie kanałów • A window dressing technique to boost *sales* and *profits* by pumping excess (in terms of sustainable demand) shipments into non-arm's length delivery channels. Arm's length customers will normally cut back purchasing when they have excess inventory. However, sometimes sellers can force sales upon them because they have market power; when they offer non-financial incentives or if they have an influential relationship, such as a *franchise* or distributor agreements. Alas, a seller's long run health is usually tied to customers. To run down excess inventories, there must come a day of reckoning for "channel blocking".

Chartered Director • C. Dir. • Dyplomowany dyrektor • A professional designation issued by the Institute of Directors in the UK attesting to the qualifications of an individual to be a member of a *board of directors*. The qualification is primarily based on a written examination and experience as a serving member of a board. Similar bodies elsewhere, such as the Directors College in Canada or the Corporate Director's Association in Australia, offer equivalent designations. The growth of such formal standards reflects the greater demands placed on the role of directors in the *corporate governance* process.

Chartered Financial Analyst • CFA • Licencjonowany analityk finansowy • A globally recognised qualification for education, competency and ethical conduct in *financial analysis,* particularly the valuation of *equity* securities. While such work could be the domain of an accountant, banker or MBA, the CFA designation brings a heightened sense of professionalism to the trade. A CFA can be earned after passing a set of stringent examinations under the auspices of the CFA Institute (formerly the Association for Investment Management and Research), an international, non-profit body with over 77,000 members in 90 countries (2005). Another CFA body, the Centre for Financial Market Integrity, promotes stronger *capital markets* through higher standards of professionalism and ethics. CFAs are commonly employed in the *securities research* industry, most often as *securities analysts*.

Chartism (vernacular) ► Technical (Stock-market) Analysis.

Cheeseparing (British slang) • **Dzielenie sera** (slang brytyjski) • To be tight-fisted, mean with money, niggardly economical (as in slicing – paring thin pieces of cheese); to quibble over something of little or no *value*; any immaterial concern.

> **Economy** is going without something you want in case you should, some day, want something you probably don't want.
>
> Anthony Hope *The Dolly Dialogues*, 1894
> *Oxford Dictionary of Phrase, Saying & Quotations*

Cheque/Check is in the Mail (one of the world's oldest lies) • **Czek idzie pocztą** (jedno z najstarszych kłamstw) • An excuse often given to supply creditors who are looking for an *overdue* payment. In paper based settlement systems, cheques would be sent via the post office who could then be blamed for delays. If cheques are not used, other ingenious excuses can be found ("the accountant is sick" or "we cannot find your invoice", etc.). Dealing with excuses is part of the challenge of collections.

Chicago Mercantile Exchange • **CME** • **Chicagowska Giełda Towarowa** • **CME** • The CME (often called "the Chicago Merc," or "the Merc") is an American financial and commodity derivative exchange based in Chicago, Illinois. CME trades several types of financial instruments: interest rates, equities, currencies, and commodities. It also offers trading in alternative investments such as weather and real estate derivatives. It was founded in 1898 due to its close proximity to the agricultural hub of the US Midwest. Since then it has merged with other exchanges such as the Chicago Board of Trade and the New York Mercantile Exchange to become the largest options and futures exchange in the world (as measured by "open interest" contracts i.e. number of unfulfilled contracts outstanding).

Chicken Feed (slang) • **Karma dla kur** (slang) • An informal reference to a relatively small, immaterial amount of money. It is so modest as to be dismissed as trivial. Of course, it depends on one's wealth. Chicken feed to the rich may be a full course meal to the hungry.

No Problem

Q: The Iraqi War could cost $90 billion. Will that hurt a fragile US economy?
A: I hate to say it, but $90 billion is **chicken feed**.

Thoughts on the economics of the Iraqi War by Stanley Hartt
Canadian investment banker & former deputy minister of finance
Quoted in "Maclean's Magazine", March 31, 2003

Chief Financial Officer ► Finance Director.

Churning (slang) • **Zbieranie śmietanki** (slang) • Purposely encouraging – usually by investment recommendations – a high volume of buys and sells in a stock *securities* portfolio. Since a *brokerage* business generates revenue from trading commissions, it tends to profit more from customers who churn as opposed to those with a patient "buy and hold" strategy. The difference between churning and a more legitimate *profit taking* is one of degree and balance.



Churn Rate (vernacular) • **Wskaźnik obrotów w portfelu inwestycyjnym** (żargon) • The annual turnover in an investment portfolio in terms of buys and sells versus the average outstanding amount invested. A high churn rate suggests uncertain investing decisions and/or frequent *profit taking*. While the investor may succeed in finding better yields, this will come at the expense of transaction costs. Contrast with a *buy and hold strategy*.

Impatient

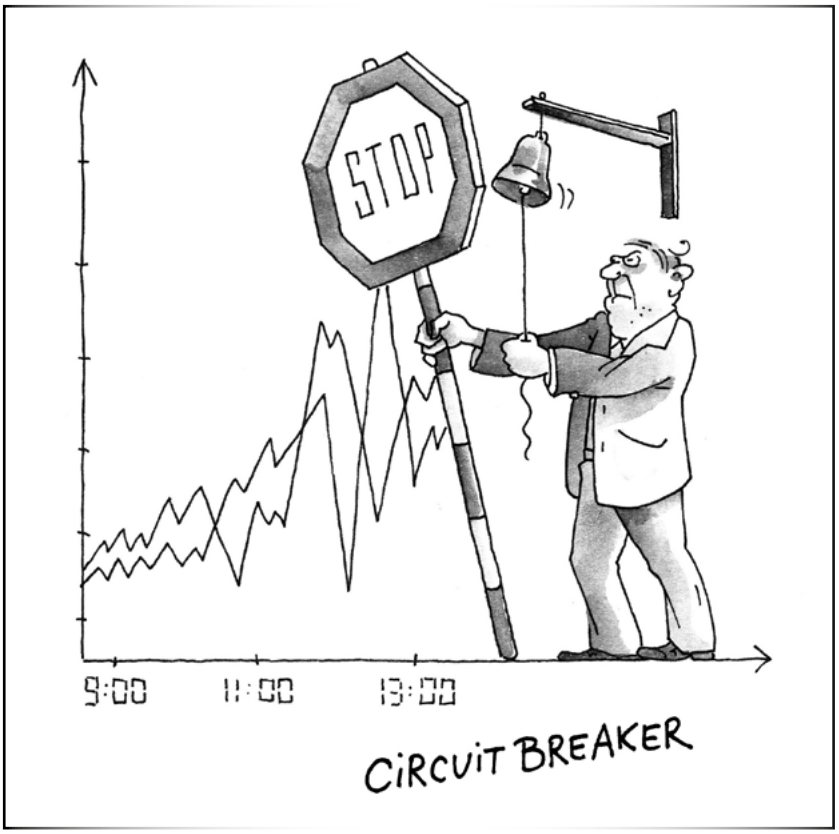
Trading volumes have exploded. It's not uncommon to see over 1.5 billion shares trade during a day at the NYSE, more than double the volume of just five years ago. In theory, volume reflects a lack of consensus regarding price. Investors horizons are getting shorter… Annual **portfolio turnover** rose from 17 percent during the 1950s to 108 percent in the 2000s.

"CFA Magazine", September/October 2005, p. 8

Circuit Breaker (vernacular) • **Zawieszenie obrotów** (żargon) • *Stock exchange* rules that temporarily suspend trading during periods of unusually large imbalances between buy and sell orders. This opportunity for the market to "calm down" will allow:

1. limiting the extreme volatility in price movements, since dramatic price changes can be self-fulfilling; this will in turn discourage *panic* selling or speculative buying;
2. participants in the market to use the time to reassess the situation and better judge what to do instead of following the "herd"; this will lead to better investing decisions.

Circuit breakers were first used after the large stock market crash of 1987. The price paid for such restrictions on the free operation of the market is reduced *liquidity*. Consequently, there is some debate as to the merits of circuit breakers.



Class Action Shareholder Lawsuits • **Pozew zbiorowy akcjonariuszy** • A lawsuit – typically against management, boards of directors, banks or auditors – on behalf of the collective interests of disgruntled *shareholders*. They are more frequent in the USA with its litigation-oriented legal environment. Two common types of lawsuits against auditors are for audit failure, especially if the company goes bankrupt after receiving a clean opinion and for misrepresentations in *initial public offerings,* especially when share prices collapse subsequently to their flotation.

Claw Back (vernacular) • **Postanowienie o wycofaniu** (żargon) • Any financial mechanism designed to take back something when circumstances change. For example, a loan agreement might have a provision to increase repayments in the case of cash flows being higher than expected. Or, certain benefits might accrue over a specified period of time but must be refunded if there is less than a minimum holding period. The term can also refer to any retraction in prices after a market rise.

Cleared for Payment (vernacular) • **Autoryzacja płatności** (żargon) • This is the stage within a purchasing department payment process which authorises payments for goods and services. Cleared for payment reflects the need for internal controls to ensure that a payment is in fact desirable (purchase orders fulfilled; goods received in proper order, etc.). As well, it can be a cash management device to preserve liquidity. However, it can often be the source of abuse for leaning on the trade (e.g. "Our accountant is away and cannot sign until he gets back").

Clearing House (Securities) • **Izba rozrachunkowa (papiery wartościowe)** • A special purpose organisation, often operating on a co-operative basis amongst its users, which facilitates settlement and clearing of securities between financial institutions, usually via delivery-versus-payment. Being in the midst of trading volumes also allows a clearing house to provide ancillary services such as:

- collateral management such as tri-party repos,
- custody of securities,
- securities lending and borrowing.

A securities clearing house eliminates the cost, delays and risks of physically moving cash and securities between sellers and buyers. By eliminating counterparty risks for securities transactions, it plays an *infrastructure* role in *capital markets*. Examples include *Euroclear* and Cedel.

Closed-End Investment Fund • **Zamknięty fundusz inwestycyjny** • An investment fund with a fixed number of shares outstanding. Closed-end funds issue shares to the public in an *initial public offering*. The proceeds are then invested and subsequently traded in security investments. The shares in the fund will trade in the market either below their net asset value ("at a discount") or above it ("at a premium"). If investors in the fund want to exit, they must sell into the market. In contrast to an *open-ended investment fund*, the closed-end fund has no obligation to redeem shares by liquidating its investments. This relieves it of pressure to sell in the event that fund investors want out. It is also called "closed-end investment company" or "publicly-traded fund".

Co-determination (EU) • **Współstanowienie** (UE) • A system of *corporate governance* whereby union or employee representatives sit on the *supervisory board* as representatives of an important *stakeholder* group. Such structures are popular in Europe (existing in the majority of EU states). With the exception of

Germany, most countries limit outside representation to no more than one third of votes. Proponents of co-determination argue that the system encourages better dispute resolution and does not impinge on competitive performance. The argument against such a system is that it hinders shareholder *value creation,* which many consider to be the proper role of the firm.

Co-finance • **Współfinansowanie** • To finance a project in concert with another *financial institution*, typically a multilateral agency.

Collateral Trust Bond • **Obligacje z zabezpieczeniem powierniczym** • *Bonds* secured by common stocks or *securities* that are *pledged* by the borrower and employing a trust structure to secure the associated pledge.

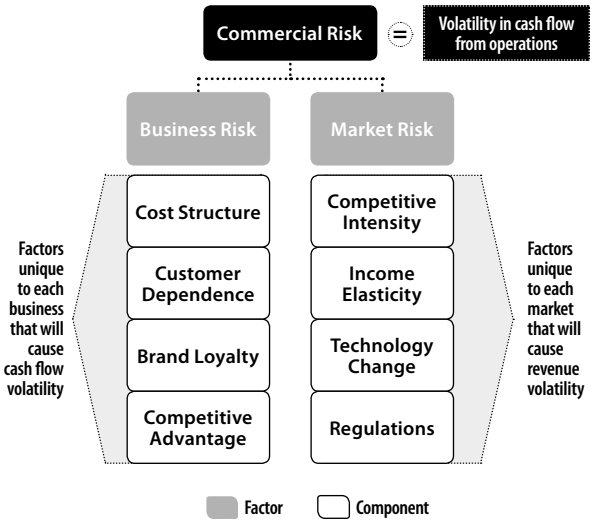
Color (slang) • **Kolorowanie (forma czerpania korzyści z informacji poufnych)** (slang) • An asset manager's exploitation of a client fund's trading patterns in order to earn profits by trading on the side. For example, a broker might know that a large, market-moving fund tends to buy in stages (in order not to move the market). After executing the initial order, the broker might take a position in the shares knowing that the fund will come back for more and thereby push the price up a bit. Color only comes in subtle shades. If done to excess and blatantly, the broker will be exposed to the charge of *front running* which is illegal. Because *Wall Street* firms are so intimately involved in high volumes of trading, their access to privileged client information can be a mild and innocuous form of *insider trading*.

Come Up With the Cash (vernacular) • **Zorganizować gotówkę** (żargon) • The notion that one way or the other, one can find money – by borrowing, dipping into savings, economising, selling an asset, etc. – to meet a pressing obligation or make a must-have purchase. Thus, the bill collection agency might say to the delinquent borrower: "We know times are tough but we're sure that, somehow, you can **come up with the cash** to pay us". The notion reflects the nature of money management; a lot of things are simply a matter of priority. If people want something badly enough, they'll often find a way to obtain money. As well, it is often difficult, or time-consuming, to precisely plan cash flows too far in advance. It is ad hoc scrambling instead of disciplined planning. Coming up with the cash often works; but it can also be dangerous if you find that, no matter how hard you try, it just isn't there.

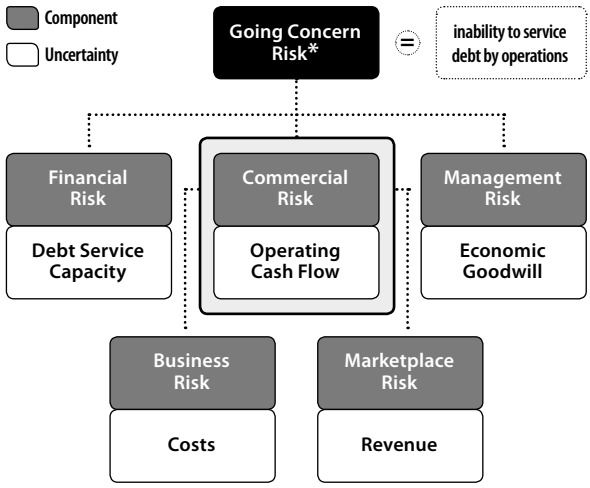


Commercial Risk • **Ryzyko działalności gospodarczej** • The risks inherent in running an enterprise in a competitive economy. Commercial risk has two main components. Enterprise *marketplace risk* comes from the hazards of the marketplace: changes in demand, competitor response, technology, etc. Business risk comes from the hazards of controlling internal costs, including the sensitivity of costs to revenue changes (see *operating leverage*). The net result of the two sources of volatility is uncertainty in *operating cash flow*. Commercial risk is in turn a component of *going concern risk.* See also *financial risk*.

Commercial Risk



Threat Hierarchy: commercial risk



* Also may be referred to as insolvency risk

Common Sized Financial Statements • Porównywalność sprawozdań finansowych • A method of analysing trends and inter-company comparisons of *financial statements* by converting absolute numbers to a percentage of totals. Common sizing can be between companies ("horizontal") or over time ("vertical"):

Common Sizing					
Horizontal			Vertical		
Example	**Company A**	**Company B**	**Measure**	**Time 1**	**Time 2**
Current Assets	50%	40%	Sales	100%	100%
Fixed assets	50%	60%	Gross Profit	30%	35%
Total Assets	100%	100%	Net Profit	5%	7%

Common sizing is useful to see *performance* relative to other companies (regardless of their size) and for tracking the same company's position over time.

Common Stock (USA) • **Akcje zwykłe** (USA) • The ownership interests of common *shareholders* who own the net worth of an enterprise. Also known as *ordinary shares*. Common stock usually has voting privileges at the *annual general meeting* and pro-rata rights to receive any declared *dividends*. Their priority on *liquidation* is behind all creditors and any *preferred shareholders*. The number of shares which can be issued will be limited by the *authorized shares*. While common stock may have a *par* value, its meaning is only a formality. *Market value* is determined by the forces of demand and supply in the *stockmarket*.

Compendium • **Kompendium** • Nothing to do with finance per se (although there is an etymological link to the idea of "profit"), but perhaps relevant to what is in your hands. A compendium is a "collection of information" (i.e. useful to shed light) in a publication of things systematically gathered. It contrasts to a dictionary (from the Latin "dictionarium") that is a book of words and glossary (from the Latin "glossarium") referring to difficult words needing explanation. Word roots: from the Latin "com" = together and "pendere" = weigh; later evolved into Italian meaning "profit" or "savings", perhaps by its use as a reference source?

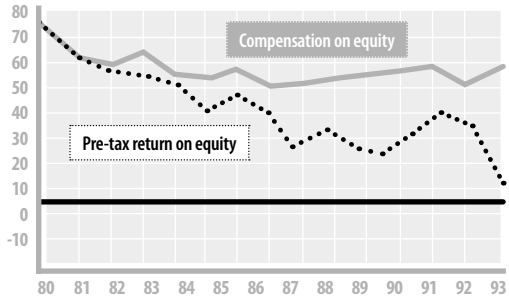
Grain of Truth

I came upon a book I had not noticed before, an octavo volume with a cracked binding. It was Gravinsky's **Compendium**, used mostly by students, as a crib… The compiler had combed through every monograph, expedition report, fragmentary outline and provisional account, even making excerpts of incidental comments. He had drawn up an inventory crammed with simplistic formulations, which grossly diminished the subtlety of the ideas it resumed… Adding up the sum of the intellectual efforts, it was tempting to think that surely one of the theories quoted must be correct, and that the thousands of listed hypothesis must each contain some grain of truth, could not be totally unrelated to the reality.

Stanislaw Lem, *Solaris*, 1961

Compensation on Equity Ratio • Wynagrodzenie według współczynnika kapitału • The salaries and bonuses paid to employees in relation to the *equity* invested by investors in an enterprise. Or, in other words, who profits from the business. Normally, salaries are one of many expenses that a business must carry. However, in the case of knowledge businesses, where people determine competitive success, salaries can be predominant. Examples include professional service firms and *investment banks*.

Compensation on Equity Ratio



Top 10 US investment banks 1980–1993 (%):
Returns to employees (salary and bonus divided by equity)
vs. returns to shareholders (residual profits divided by equity)

Resented

As global financial markets have boomed, hedge funds and private equity firms have proliferated and **investment bankers' traditional half share** of all the money their banks earned has produced annual bonuses reaching into the tens of millions, the rest of the world has looked on with envy and not a little financial resentment.

"Financial Times", March 22/23, 2008, p. 7

Complex Forms of Debt • Złożone papiery dłużne • A broad category of **any** debt security that departs from plain vanilla characteristics of principal borrowed and repaid with interest. They are usually a result of *financial engineering* efforts to find innovative ways to raise capital that are attractive to both borrowers and investors alike. Complex forms of debt come in three basic variations:

1. "Compound debt" (also *hybrid* securities): securities that are a combination of financial instruments in a single package. For example, convertible bonds, bonds with equity warrants and commodity-linked bonds, etc. all provide a debt instrument along side another instrument;
2. "Synthetic debt": securities in which the original terms have been altered by the use of derivatives. Examples include debt that has been altered by interest rate *swaps* or currency swaps;
3. "Participating debt": securities that contain both a determinable and a contingent return. For example, a holder might receive a fixed coupon interest rate plus a share of a cash flow stream from a project.

Accounting for complex debt can be a challenge for all concerned (investors, auditors and accounting users). Their economic substance versus their ostensible legal form is not always obvious or even disclosed. Complexities often come out in the notes to the financial statements. See also *quasi-equity*.

Compound Annual Growth Rate • CAGR • Skumulowany roczny wskaźnik wzrostu • The average rate of annual growth over a period based on the assumption that annual increases are added to the next period's base amount. A rough calculation of CAGR is simply the average of each year's annual growth rate. If individual annual changes are not available, we can calculate CAGR from the period's beginning to its end:

CAGR Formula	
Compounding formula =	$PV\ (1 + CAGR)^n = TV$
CAGR (solve above) =	$\sqrt[n]{\frac{TV}{PV}}$
PV = present value (beginning of period) TV = terminal value (end of period) N = number of annual periods	

The *rule of 72*, a handy rule of thumb, suggests that if money doubles in 7 years and 10 years, its CAGR is 10% and 7% respectively. See also *power of compounding*.

Con Man • **Oszust** • A fraudster whose modus operandi is to make a lie look like the truth. This usually involves purloining funds from gullible or greedy people based on gaining their confidence (hence the idea of "con" as in **confidence**).

Concern (vernacular) • **Działalność** (żargon) • Any general reference to a business enterprise without regard to its legal status (limited company, etc.). A variation is the idea of a going concern: a business that is solvent and is expected to continue operations. The roots of the word stem from the idea of paying attention or even being worried about something reflecting the challenges of existence in competitive markets.

Conduit Theory • **Teoria przeniesienia odpowiedzialności podatkowej** • The idea that qualifying investment vehicles should be allowed to avoid double taxation by passing their returns directly to owners without also incurring any tax.

Confidence Index • **Indeks zaufania** • Any economic indicator based on the general mood amongst a large group of people. In the USA, an index compiled by the Conference Board is considered to be one of the most accurate indicators of consumer confidence, a key driver in the USA economy. Other indexes will track the mood in business sectors. See also *feel-good factor*.

Conglomerate • **Konglomerat** • A large corporation that is diversified across a broad spectrum of different and largely unrelated industries. Most conglomerates are in a holding company structure. They are a different beast compared to a multinational corporation that operates in the same industry in different countries. The logic of conglomerates is typically based primarily on the merits of diversification (although this is questionable since shareholders can

accomplish diversification within their own portfolios). Another argument might be to capture synergies (i.e. "the whole is greater that the sum of its parts") although, again, there are doubts here since diverse industries seldom have operational commonalities. One benefit might be from an oversight role from a really smart group of head office managers. In some respects, this is what *private equity funds* try to do except that they focus on exiting within a specified time horizon. A common suspicion is that conglomerates may be simply a manifestation of the *agency problem* as managers go on a spending spree (see *diworsification*). In general, conglomerates are an increasingly rare species in competitive markets that demand high levels of performance and *value creation*. Word roots: Latin for con = "collect" + glomus = "ball of yarn".

Conglomerate Discount • **Redukcja kursu akcji konglomeratu** • A discount applied by the stock market to the net asset values of a *conglomerate's* shares based on investor reservations about the enterprise's underlying value. A discount suggests that conglomerates should be broken up thereby "releasing" their value. Doubts about the efficacy of a conglomerate could include difficulties in following the complexities of a multi-faceted business; uncertainty about top management's ability to oversee a broad range of diverse activities and maybe even suspicions about accounting *transparency*. Given the normal rewards of specialisation and the ability of shareholders to diversify on their own, conglomerates do not seem to make much sense. While exceptions exist (e.g. America's General Electric is one of the world's largest and most respected companies), they are relatively rare. See also *sum-of-the-parts analysis*.

Sterile

It's time to question the wisdom of integration… Why is the oil industry one of the few remaining industries that still endorse a somewhat sterile, conglomerate asset structure that is essentially left unchallenged by institutional investors?...We believe that BP suffers a very material **discount** to its sum-of-the-parts value and this discount could be substantially narrowed by separating its upstream and downstream businesses.

Stock market research analyst quoted in
"The Financial Times", March 16, 2006, p. 30

Conscious Avoidance • **"Ostrich" Defence (USA)** (slang) • **Świadome unikanie** • **Taktyka strusia** (żargon) • The conscious effort to avoid knowl-

edge of the wrongdoing by others in order to be exempt from any blame. In the words of an old saying: "Ignorance is bliss". A lack of knowledge can in turn be a possible defence against being a party to the wrongdoing. For example, in cases of corporate fraud or conspiracy, accused CEOs might try to claim that they were unaware of the precise financial affairs of the company because these were "complex, technical or detailed", etc. matters that had been delegated to the chief financial officer. The so-called "ostrich defence" may indeed be valid if the wrongdoing is sufficiently far removed from one's normal sphere of control. A boss cannot be responsible for everything that goes on inside a firm. However, such ignorance must be interpreted carefully whenever it is not credible, either because the boss should have known or was trying to avoid knowing in the first place. As the policeman tells drivers who claim they didn't see the speed limit sign: "Ignorance of the law is no excuse".



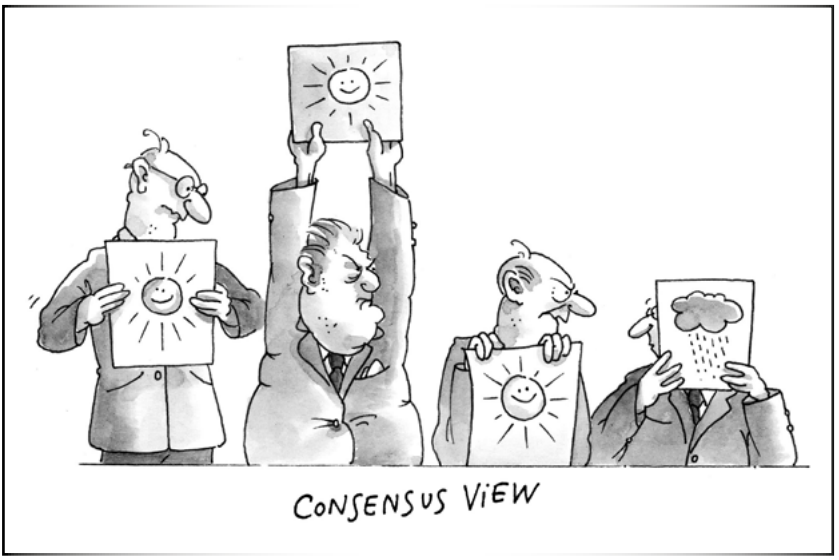
Consensus View (Stock Market) • **Konsensus prognoz** • A collective estimate of a firm's future quarterly *earnings* based on the collective views of *securities research analysts*, often assisted by *guidance* from the firm. The ability of a firm to "deliver" actual earnings in line with an earnings consensus is a quality of earnings criteria. In the USA, about 60% (reference: "Financial Times",

April 17, 2008, p. 21) of the time, big companies manage to do this but it is far from a forgone conclusion. Consensus earnings estimates are compiled by First Call (www.firstcall.com).

Calling It the Way You See It

Analysts who say that they are in a **consensus** view are basically saying nothing.

Research director at Sanford Bernstein
quoted in "Fortune", July 8, 2002, p. 40



Conservatorship (USA) • **Zarządzanie komisaryczne** (USA) • Preserving assets by a *bail-out* combined with management oversight. This is in lieu of bankruptcy for those entities that meet the *too big to fail doctrine*. An example is the actions of the U.S. government in 2008 in dealing with two large government sponsored enterprises, Fannie Mae and Freddie Mac who are collectively a key to the health of the American mortgage market.

Consols (archaic) • **Wieczyste obligacje państwowe** (archaiczne) • The public debt of Great Britain that originated from a **consolidation** of various public securities in 1751. The debt was in the form of a perpetual loan that paid interest without a principal maturity. See also *treasury bills*.

Constant Portion Portfolio Insurance • CPPI • Strategia CPPI • CPPI is a method of portfolio insurance in which the investor sets a floor on the value of a portfolio. Relatively risky assets are carried alongside riskless assets (e.g. cash equivalents) which constitute a "cushion" that is periodically adjusted depending upon portfolio performance. *Derivatives* can also be used to achieve the desired results of capital preservation. See also *asset allocation investing*.

Contango • Contango • A future price in the commodity market that is higher than the *spot price*. This is due to the interest and carrying costs incurred to hold and deliver the product on a future date. Contango is the normal state of affairs in most future markets. However, it is possible for spot prices to be higher than futures prices, a situation known as *backwardation*.

Contingent Consideration • Zapłata warunkowa • A purchase price that depends upon a future event. For example, a company may be purchased with a contractual agreement that the vendor will receive a share of future *profits* of the sold entity. Such an agreement may facilitate a sale in conditions of uncertainty where it is difficult to come up with an attractive price for both parties (i.e. "we'll pay you for what it's worth when we find out what it's worth"). Or, another example of contingent consideration could be a final price based on a third party valuation ("we'll pay what an expert thinks is fair value"). Contingent consideration arises as a possible expediency whenever uncertainty threatens the consummation of a deal. Ideally, no one wants any "loose ends" in a transaction. There must be trust between both parties in the fulfilment of a subsequent settlement. As well, for both buyer and seller, such agreements raise complex accounting issues of cost and revenue recognition respectively (see *Compendium of Accounting in Polish & English*).

Contract for Difference • CFD • Kontrakt na różnice kursowe • A contract between two parties, B ("buyer") and S ("seller") that stipulates that S will pay to B the difference between the current value of an asset and its value at contract time. (If the difference is negative, then B pays to S.) A CFD is an *equity derivative* that allows users to *speculate* on share price movements without the need for ownership of the underlying shares. Either long or short positions can be taken. Unlike *futures contracts* CFDs have no fixed expiry date or contract size. They are traded over-the-counter on a margined basis (typically at about 10–15% of underlying share value).

Contrarian • Pod prąd • An investment approach which purposely goes against the conventionally accepted wisdom, or *herd* instinct, of the market. This is

done either because of a lack of faith in the market's wisdom ("they're all wrong") or because the market rewards independent views when they get it right ("the spoils go to the brave"). See also *bottom fisher.*

The Worse, The Better

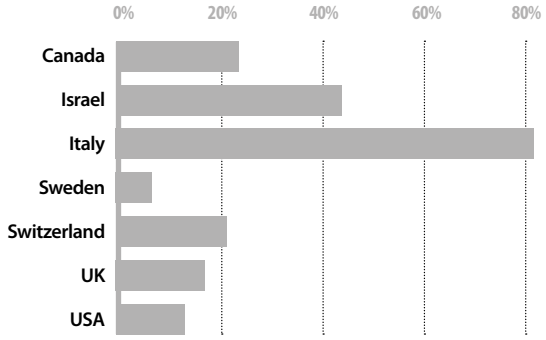
The **consensus thinking is generally wrong**. If you go with a trend, the momentum always falls apart on you. So I buy companies that are not glamorous and usually out of favor. It's even better if the whole industry is out of favor.

The contrarian tactics of "one of the shrewdest investor on the planet" quoted in *Carl Icahn: Shareholders Love Him; CEOs Loathe Him* excerpted from "Fortune" (Europe), June 11, 2007, p. 68

Control Block • **Pakiet kontrolny** • Ownership of a sufficient number of *shares* which allows the exercise of control over a company's affairs. At the most, a control block would have to be 50%+ to allow an absolute majority against a unified opposition. However, if other *shareholders* are not unified, effective control – via election of representatives to the board of directors – could be achieved with much less, say 20–30%. Due to the power conferred by a control block, it will usually command a *control premium*. Accounting standards require consolidation in those instances where control blocks are held.

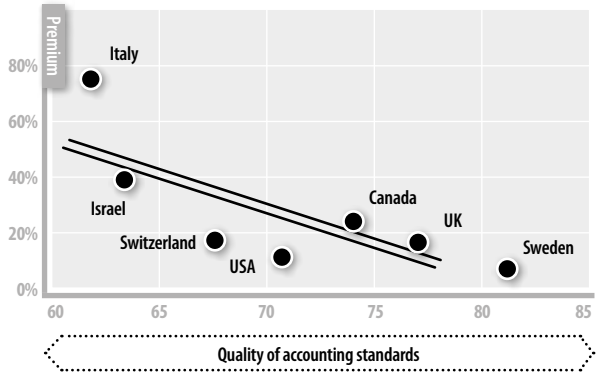
Control Premium • **Premia za kontrolę** • The higher price per share compared to stock market prices that a *control block* of shares will sell for. Shares are normally valued in direct proportion to their claim on an enterprise's expected future income. However, control of a company's strategy, operations and *management* decisions might be worth more than the value of future earnings if, but only if, a new owner can improve future earnings. Thus, in a well-conceived *takeover*, the expectation is that synergies or better management will improve earnings. Both buyer and seller appreciate that a *value creation* process will be at work. The control premium represents the seller's negotiating power and the buyer's willingness to share some of this value creation for the sake of getting control. On a more sinister plane, a control premium also represents the value of being able to exploit minority shareholders, a value that will vary with *shareholder rights* and accounting *disclosure* in various markets.

Control Premium
Average control premium paid 1995–2000



Source: "Financial Times" – *Mastering Finance*

Control Premium
Control premium paid vs. accounting standards



Source: "Financial Times" – *Mastering Finance*

Convertible Securities • **Zamienne papiery wartościowe** • A *bond*, or perhaps a *preferred share*, that can be exchanged for a predetermined amount of common equity shares. The number of shares versus the face value of the security will give a conversion price (i.e. a $1,000 bond giving 40 shares values the equity at $25 per share). If the shares trade at more than this amount, security holders will be tempted to exercise their right to convert since they can pocket a price gain. Convertible securities are *hybrid* instruments that allow greater financing flexibility. For example, a struggling company might be reluctant to issue more equity with low share prices but will be equally reluctant to issue more long term debt. A convertible bond will lure in speculative investors who will value the potential to profit handsomely if the stock manages to rise in prices; in the meantime, investors have greater safety from being lenders if the

company languishes. Convertibles are typically exercised at the holder's option. However, they may be also structured to be convertible at the issuer's option (with investor's requiring a compensating yield for the extra risk of being forced into shares). "Mandatory convertibles" automatically turn into shares at a specific future date. Compared to the rest of the bond market, the size of the convertible market is relatively limited.

Core Business • Podstawowa działalność firmy • The basic, fundamental activity of an enterprise before diversification or ancillary services. The importance of identifying a core business is in recognising which activity has competitive advantage – hence the notion of "core competency" – and which therefore deserves strategic emphasis. While a core business can be elusive, exploiting it can be a superior, rare and valuable activity. A focus on what really counts allows peripheral activities to be sold, jettisoned, outsourced or undertaken as a strategic alliance with someone else. Alternatively, in more desperate circumstances, a core business is the activity the enterprise can fall back on or retreat to in the event of a downsizing or restructuring. Core business may change with time. In the case of banks, their traditional business of intermediating – gathering up low interest deposits and lending to businesses – is under pressure from competition from other *financial institutions*, *capital markets* and even industrial concerns (e.g. finance companies). Soul searching is leading them to conclude that capturing and exploiting market and payment information, to which they have unique access, may be their real core business.

Concentration

During downturns, typical diversification (the type that enters new businesses with low odds of achieving market leadership) is worse than worthless. It dilutes the company's average market share and therefore subjects it to more volatility, not less. What does make sense is focus, creating ballast by reinforcing the **core business**. Successful downturn managers avoid diversification and concentrate as many resources as possible on playing to win on their main field of competition

Darrell Rigby *Moving Upward in a Downturn*
in the "Harvard Business Review", June 2002, p. 101

Core Earnings • Zysk podstawowy (bazowy) • An informal description of a calculation by *financial analysis* that adjusts or normalizes reported *earnings* to

better suit *forecasting* and *valuation* purposes. Core earnings are typically a forecast of earnings before nonrecurring items. They are "core" in the sense that they are at the heart of an enterprise's income generating capacity or earning power.

Corner the Market (vernacular) • **Monopolizować rynek** (żargon) • To gain control of enough market share of a traded asset and then restrict supply. The resulting shortage, or appearance of a shortage, will in turn drive prices up. As a result, there is a potential profit to be had from holding gains. A risk is that the market may not respond or the buyer will go broke in the process of accumulating the asset. Furthermore, unless the transaction is transparent, it can be regarded as a fraud by regulatory authorities. A notorious example of an attempt to corner the market was when the Hunt brothers of Texas tried to manipulate silver prices in the 1980s, only to fail and lose millions.

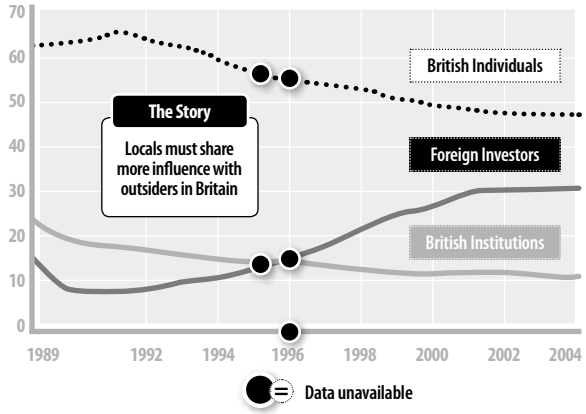
Corporate Diplomacy (vernacular) • **Dyplomacja korporacyjna** (żargon) • The exercise of *corporate governance* and *shareholder rights* through informal, behind-the-scenes means based on the expressed wishes of powerful groups of investors, especially *institutional investors*. This is contrasted with a more "democratic" but perhaps ineffectual exercise of shareholder rights via formal votes on motions at the shareholders' *annual general meetings* or the use of *proxy votes*. Corporate diplomacy is said to be favoured in Britain although elements of such a mechanism are likely universal. Contrast with *shareholder activism*.

A Few Quiet Words

British investing institutions have long favoured a **diplomatic** approach. Often no more than a quiet word in the ear of a company's chairman from a powerful institution or two is needed to precipitate a change in strategy or a board shuffle... [But] this old style of quiet engagement [only] worked well when share ownership was concentrated in the hands of a small number of institutions. Fund managers could make a few phone calls, build consensus and then "speak for Edinburgh" – or at any rate for a substantial block of shares.

"The Economist", July 29, 2006, p. 28.

Corporate Diplomacy
British equities
by owner type, %



Source: ONS/"The Economist", 29.07.2006, p. 28

Corporate Finance • **Finanse korporacyjne** • The art and science of managing a business' finances in order to optimise *shareholder* value. Corporate finance is in turn concerned about two basic issues:

1. What to do with money: The investing or capital budgeting decision to determine the amount and direction of investment. Will a *project*, *capital expenditure* or new line of business be profitable? Will it not only cover its costs, including the *cost of capital*, but will it offer an attractive *risk-reward trade-off*? What is the profit? What is the cost of capital? What is the *risk*?
2. Where to get money: The fund raising or financing decision to determine from what source (e.g. bank debt, long term bonds, equity or *divestitures*) financing can and should come from. Who will lend to us? Can we afford to *service* the debt? Do we run the risk of *default*? Are the *terms* attractive? Who will invest in us? Is the price offered for our shares fair?

The term "corporate finance" is usually used to distinguish that aspect of finance that focuses on internal activities of an enterprise compared to the external investment and lending activities of the capital markets. See also *financial management.*

Corporate Governance • **Ład korporacyjny** • **Nadzór korporacyjny** (potocznie: nadzór nad działalnością przedsiębiorstwa) • The safeguards and *oversight* emanating from a company's *board of directors* (Anglo-Saxon) or *supervisory board* (European) to ensure that a business is properly run in the best

interest of its *shareholders*. "Proper" is measured by some key *performance* criteria:

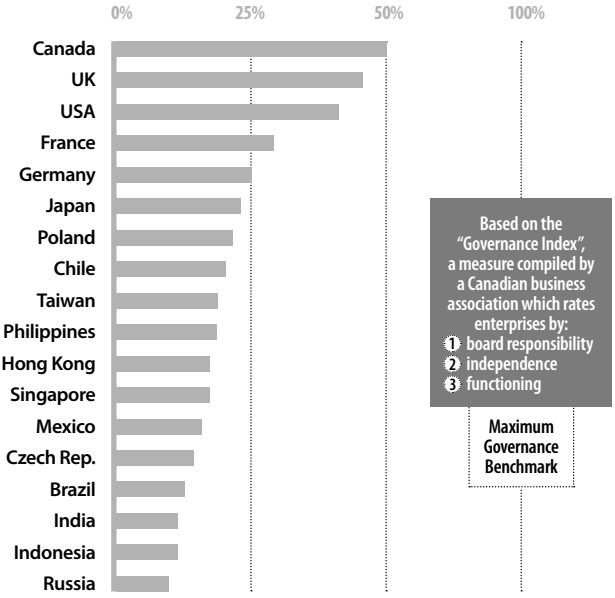
- compliance to the law and regulations,
- correct remittances to government bodies for social security and *income tax* payments,
- strategic planning, competitive vigour, profitability and growth,
- *management accountability* and compensation,
- full and frank *disclosure* of financial results,
- business ethics and social responsibility,
- prudence and *risk management*.

A key component of governance is the recognition that *management* suffers from an inherent *agency problem* which somehow needs to be dealt with by the checks and balances structure of a strong board. A key to good corporate governance is effective board members. They should ideally possess a number of attributes:

Corporate Governance	
Board Member Attribute (*)	**How Fulfilled**
Well informed	◆ well qualified individuals with business skills ◆ use of *audit committees*
Impartial	◆ *chairman of the board* is separate from the *chief executive officer* ◆ board contains several outside members, independent from management ◆ members are protected by director's insurance
Authoritative	◆ represents shareholders' interests ◆ has a financial stake in shares
Pro-active	◆ prepared to ask tough, even embarrassing questions ◆ focuses on reputation risk
(*) Suggested by the Conference Board of Canada (which claims that Canadian boards rank #1 in the world) and guidelines issued by Toronto Stock Exchange (which are considered the world's most rigorous).	

Corporate governance has become an increasingly important issue as more *players* claim to be *stakeholders* in larger enterprises and as *capital markets* demand both the delivery of *shareholder value* and transparency. A focus of the USA's Sarbanes-Oxley Corporate Responsibility Act was to stipulate better corporate governance practices such as independent audit committees with qualified financial expertise. Good governance is good business. It is especially important in banking where there is a *fiduciary duty* to the public. See also *stewardship* and *watch dog*.

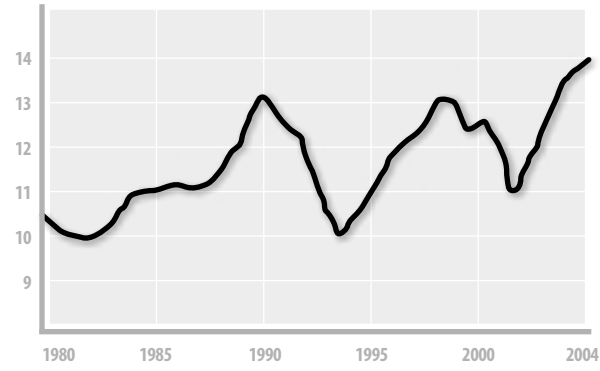
Corporate Governance



Source: The Conference Board of Canada, Ottawa, 1998

Corporate Profits, Aggregate • **Zysk korporacyjny, zagregowany** • Aggregate corporate profits is the sum total of all net profits after tax earned by business entities in an economy in a specified time period (quarterly or annually). The statistic is usually gathered from income tax returns (and hence will not capture any *grey economy* income).

Corporate Profits
G7 countries, as % of GDP



Source: "The Economist", 12.02.2005

In most market economies, corporate profits range from about 5–7.5% of GNP in normal times. Aggregate corporate profits, especially their rate of change from quarter to quarter, are an important driver of economic activity and are tracked by investors. The ripple effect of aggregate profit can impact business confidence, capital spending, employment, consumer confidence and, in turn, the *stock* market.

Corporate Raider (vernacular) • **Najeźdźca korporacyjny** • **Pirat korporacyjny** (żargon) • Any unwelcomed new investor who is not happy with the status quo in the operation of a publicly traded company. The investor will try to force through a change in strategy, financial policy or management by either exerting influence as a member of board or by a proxy battle at an annual shareholder's meeting. Either way, the raider is usually disagreeing with the incumbent management. While the analogy to a military operation has certain aggressive connotations, the raider (or even the threat of one) can be good for *shareholder value* creation by offering a healthy challenge to management complacency.



Healthy Pressure

Q: Do you accomplish anything besides making money?
A: Yes. America is going to lose its economic hegemony if we don't do something along the lines of what I'm doing, where you make **managements accountable.** Our companies are really not competitive with Asia, and this is the great new threat.

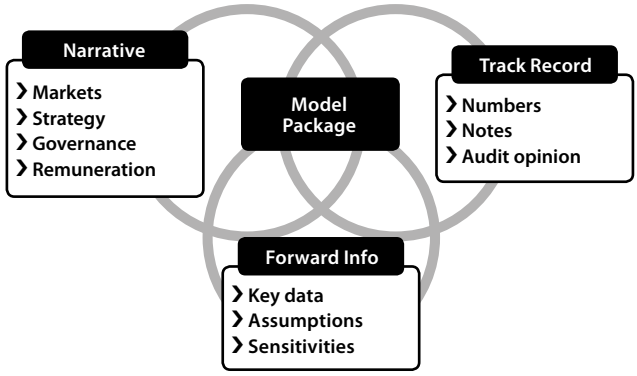
10 questions for Carl Icahn, corporate raider
"Time", February 26, 2007, p. 6.

Corporate Reporting Model • Korporacyjny model sprawozdawczości •
The information flow provided by publicly traded companies to their shareholders and investors in the *capital markets*. This is primarily rendered in the *annual report* but would also include quarterly reports, regulatory filings, press releases, *road shows*, websites etc. Investors need such information for two main purposes. Owners look to past performance for accountability of management's *stewardship*. The markets are also searching for clues on expected future performance in order to estimate intrinsic value in share prices. Such information comes from a combination of accounting standards and narrative prose meant to flush out *the story*. To a large extent, corporate reporting is a compliance issue done for the sake of stock exchange rules. In an ideal world, internal and external information would be closely aligned (outsiders getting the "top slice of management information"). Companies would also strive to go the extra mile by providing "user-friendly" communication that was relevant, accessible and informative. Admittedly, providing guidance on value would have to be neutral in order to be credible. Alas, the everyday reality is different. Some of the most commonly cited corporate reporting deficiencies include:

- more compliance-oriented "legalese" than truly useful information;
- a large gap between reported book values and fair values;
- excessive and irrelevant volumes of detail that can obfuscate and confuse;
- superficial glossing over the true story behind the results;
- excessive complexity and earnings volatility from fair value reporting;
- biased narrative interpretation of results ("public relations puff");
- too late to be of any use (re: annual reports);
- difficult to get a forward-looking perspective from historical information.

It is worth noting that the *buy-out* activities of *private equity* firms focus more on cash flow than profit calculations ("Cash is a fact and everything else is opinion"). Their ability to find gaps between the stock market share price and the intrinsic value of firms once they are taken private is concrete evidence of the existence of corporate reporting flaws. Corporate reporting tends to get the most limelight in the wake of a large corporate failure. After the Enron debacle in 2001, reformers focused on boosting *corporate governance* and internal controls to avoid fraud. Communicating effectively remains an exercise in compromise that seems to fall short of completely satisfying everyone (although it is recognized as an issue). Achieving ideal corporate reporting will always be allusive for some legitimate reasons. Most retail investors lack the time or expertise to delve into the minutiae of the figures. The threat of lawsuits (especially in the USA) makes "discretion the better part of valour". No one wants to give away any secrets to competitors. Various stakeholders have different interests (e.g. research analysts want to drill down to nitty-gritty detail; amateurs crave succinct simplicity). Finally, there is the inherent nature of public companies where the *agency problem* is always present. Totally frank honesty from managers, who want to promote share prices and avoid criticism, will seldom be completely forthcoming. For further useful ideas and insight, see Corporate Reporting Users' Forum (www.cruf.com) and the website for "Report Leadership".

Corporate Reporting Model



Source: Report Leadership Brochure, p. 4

Down to Earth

Warren Buffett pens a down-home letter to Doris and Bertie, his imaginary sisters who have put all their money into the company. They're interested [in the company] and don't want to be talked down to. "I pretend they've gone away for a year and they want to know what's happened. They want to hear what I'm worried about and what I'm pleased about. Then when I'm through, I take their names off the top [of the **report**] and put "To the shareholders of Berkshire Hathaway".

How the 'Oracle of Omaha' communicates to his shareholders quoted in the "Financial Times", April 10, 2007, p. 9.

Corporate Restructuring • **Restrukturyzacja przedsiębiorstwa** • To fundamentally alter the strategy, *asset base* or *cost structure* of an enterprise in a radical effort to improve *performance* or build competitive strength all in the name of better *shareholder value*. While restructuring could allow entry or exit into businesses, it is typically associated with shrinking a business that has grown too big to be efficiently managed:

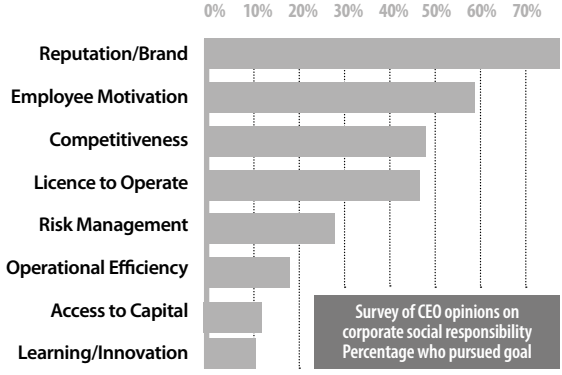
- reduce overheads by the use of information technology or process re--engineering,
- sell redundant assets or non-core subsidiaries by spin-offs or equity carve-outs,
- use "disaggregation" to convert rigid bureaucracies to entrepreneurial internal markets,
- exit from markets or product lines which have low yields or high risks,
- decentralise management, increasing both their accountability and incentives,
- close down money-losing operations,
- save costs and force efficiencies by laying off staff,
- lower market share growth targets.

Restructuring is a "strategic retreat". It is an implicit (but seldom acknowledged) result of being caught off guard by competitive market forces. Businesses which are truly well run, as measured by a healthy *return on equity* and *quality of earnings*, usually prefer to sustain their vitality by gradual but persistent improvements and an alert anticipation of forces for change (such as technology, globalisation or market shifts). Restructuring is typically so painful and costly that it must be prompted by outside forces. In this regard, *capital markets* are a source of pressure for change. Senior management may also be the instigators

of radical measures ("the best defence is offence"). They may fear a *takeover* or be determined to deliver shareholder value, especially if it is linked to their compensation. In situations where there is financial distress, a *debt restructure* may often be necessary as well.

Corporate Social Responsibility • CSR • Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw • A movement which adds explicit accountability to a firm for the environmental and social impact of its activities. Financial results, which are paramount to *shareholders*, are assessed in the context of *stakeholder* concerns for CSR. Large *multinational* corporations (for a good example, see www.shell.com) are beginning to pay more attention to CSR in the face of virulent attacks from the anti-globalization movement. A less defensive motive is the realization that CSR and *financial performance* are linked in the long run. For example, a firm with a strong reputation will attract higher caliber staff. As well, *socially responsible investing* will channel more capital to those businesses that exercise CSR. Auditors must find ways to attest CSR reporting so that it does not become a mere public relations exercise.

Corporate Social Responsibility
Non-financial Goals



Source: World Economic Forum CEO Survey/"Financial Times", 20.01.2003, p. 6

Not Just To Be Nice

Companies are increasingly finding it necessary to report on **CSR** practices and performance to address stakeholder expectations, manage performance and create business value. They are making significant investments in the form of time, human resources and dollars to develop information and management systems to achieve credible and accurate measures of performance.

Conference Board of Canada
Reporting on Corporate Social Responsibility: Results of a Survey of Canadian Companies, 2000

Correction, Stockmarket • **Korekta rynku na giełdzie** • A euphemism for a large (say, 10%+) and sudden (say, over one month) fall in a publicly traded company's share price. The notion of somehow fixing a problem suggests that the price was somehow wrong in the first place, giving the otherwise bad news a positive spin. Assuming that the *efficient market hypothesis* is true (i.e. share prices incorporate most or nearly all relevant information), corrections should be relatively rare.

Cost Base (Investment) • **Zasada wyceny (inwestycji) według kosztu historycznego** • Costs or value at a certain point in the past. Typically it reflects the price when someone first bought an asset. When calculating a capital gain, a cost base needs to be determined so there is a comparison point for realisation (or exit) price.

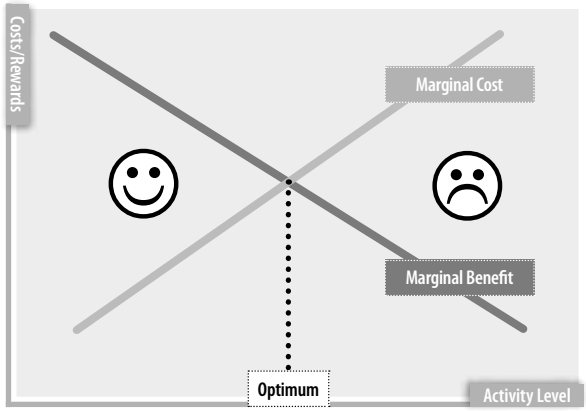
Bottoming Out

I believe that the average fund investor has a **cost base** equating to roughly 8000 on the S&P 500. When the market breaks below this level, you'll see liquidation like you've not seen, and that will finally give us a market bottom. The bottom will come when nobody asks you when the next rally is coming, because they don't care any more.

Hedge fund operator quoted in *Good Reason to Hope*
from an article in "Maclean's Magazine", April 14, 2002, p. 46

Cost-Benefit Analysis • **Analiza koszty-korzyści** • Any comparison of relevant costs with derived benefits in order to quantify a *profit* or economic gain. In businesses, it is a *management accounting* technique that measures the merits of decision alternatives by their profitability and risk. This may be to gauge the attractiveness of operating choices or *capital expenditure* alternatives. Since the goal of most firms is to maximise profits, an activity is worth doing so long as its benefits are greater than its costs. At the point where there is no gain (i.e. marginal revenue = marginal cost), profit is maximised. Implicitly, this approach ignores sunk or fixed costs that do not change.

Cost-Benefit Analysis



Cost Cutting (vernacular) • **Cięcie kosztów** (żargon) • Aggressively reducing operational expenses by such measures as lay-offs, asset sales, outsourcing, downsizing or economising. If businesses are in the midst of a recession or experiencing competitive pressures, cost cutting can perhaps be accomplished without sacrificing revenues assuming there is over-capacity. Otherwise, cost cutting may result in reduced revenues, at least in the long run. In a well-run business, opportunities for cost cutting should ideally be rare assuming that management is paying constant attention to efficiency. Alas, organisational *slack* often creeps into many enterprises. New managers, perhaps inspired by pressures for more shareholder value creation, will "slash'n'burn".

Cost Leadership • **Strategia efektywności kosztowej** • A strategy of striving for lower costs in order to either enhance market share via lower prices or to improve profit margins. Cost leadership focuses on productivity and efficiency gains, elimination of waste and tight cost controls. It is a common strategy in

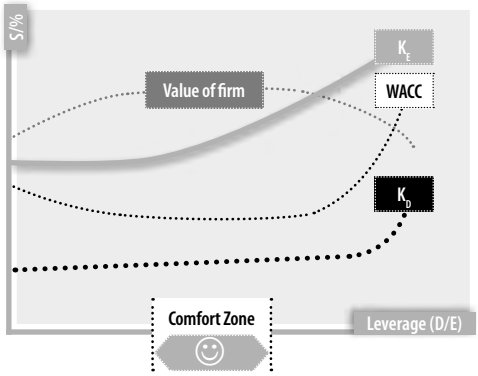
commodity-like markets where elasticity of demand is high (e.g. market share is highly sensitive to price). See also *cost cutting*.

Cost of Capital (Components) • **Koszt kapitału (składniki)** • The various costs, in either *interest* expense on debt or expected *dividends* on equity, of an enterprise's permanent funding sources. Each component's cost has a distinctive characteristic described as follows:

Cost of Capital Calculations		
Component	**Description**	**Cost Formula**
Debt (float)	◆ Interest on debt (I_d) net of tax savings at tax rate (t)	$I_d(1 - t\%)$
Debt (fixed interest)	◆ Yield-to-maturity (Y-t-M) of after-tax cash flows to equate to market value of traded debt.	IRR (MV vs. $Interest_{AT}$+ Principal)
Preferred Shares	◆ Dividends (Dps) on preferred shares at their net issue price (Pn)	$\frac{D_{ps}}{P_n}$
Convertible	◆ Y-to-M of after-tax cash flows using treasury method to equate to market value of traded debt	IRR (MV vs. $Interest_{AT}$+ $P_{\text{"in the money"}}$)
External Equity	◆ Dividend stream (D_E) to existing common shares with market price (Po), net of flotation costs (f) with dividends increasing at constant rate (Gp)	$\frac{D_E + G_P}{P_o(1 - f)}$
Retained Earnings	◆ *Opportunity cost* of forgoing risk-equivalent investments to shareholders; estimated one of 3 ways: 1. *Capital Asset Pricing Model* for risk free yield (Y_{rf}), market yield (Y_m) and a beta coefficient (*b*) 2. Bond yield (Y_b) on the company's LT debt plus a judgmental risk premium (P_r) of 3% to 5% 3. Expected dividends (D_E) plus expected growth rate (G_E) for shares priced at (Po)	1. $Y_{rf} + (Y_m - Y_{rf})b$ 2. $Y_b + P_r$ 3. $\frac{D_E + G_E}{P_o}$

Note that the cost of capital typically excludes short term funding sources, such as bank debt and supplier credit that is used to finance current assets. When the various capital components are pooled, a *weighted average cost of capital* can be calculated which in turn can be used for *capital budgeting decisions.* Observation suggests that there is an optimum degree of leverage for most firms (contrary to the *Irrelevance Proposition*). Minimising the cost of capital will in turn maximize the value of the firm making it an important financial management objective. See also *marginal cost of capital*.

Cost of Capital: Optimal



The No. 1 Job

ExxonMobil is not a fun place to work. They're not in the fun business. They're in the profit business. Remember that. It means that Exxon understands the essence of capitalism: earning a return on capital that exceeds its **cost of capital**. At this supremely important job, it is world champion… That is why Exxon has become the most valuable company on earth, with a current market cap of about $440 billion.

Why the oil company ExxonMobil is so admired
quoted in "Fortune" (Europe), April 30, 2007, p. 70

Cost Overrun (Project) • **Przekroczenie kosztów (projektu)** • The unexpected costs beyond a construction budget to complete a project or *capital expenditure*. The consequences of a cost overrun are two-fold. The *yield* on the investment will be less that originally anticipated since more was spent to generate the same amount of profit. Second, if the financing requirement cannot be fulfilled, the spectre of completion risk will exist. The inability to complete an unfinished project usually results in value destruction (an incomplete investment is worth considerably less than its individual components) and puts pressure on sponsors and financial backers to "finish what was started". The possibility of cost overruns should be addressed in budgets that include a contingency for overspending.

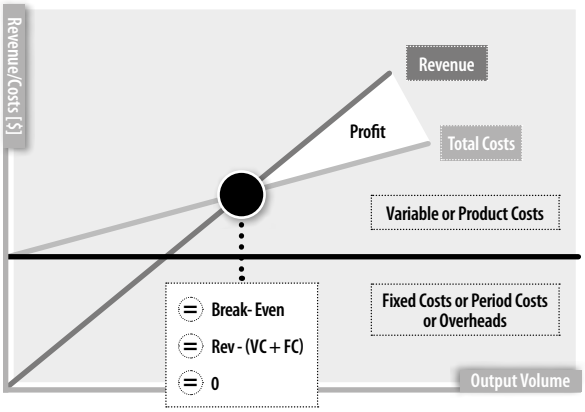
Cost-Volume-Profit Analysis • **CVP Analysis** • **Analiza koszt-wolumen-zysk** • The examination of relationship between changes in output

volume and changes in total sales *revenue*, *expenses* and net *profit*. CVP seeks to understand what will happen to *financial results* when output volume fluctuates. CVP is a powerful decision-making tool used in *management accounting*. Businesses often fail because they do not correctly understand the relationships at work (e.g. incurring up-front fixed costs that cannot be recovered in the market place). Some examples of CVP's applicability:

CVP Has the Answers	
Area	**Example Question**
Pricing Strategy	• What will happen to profits if we change our price?
Capital Expenditures	• Sales volume required to cover additional fixed costs?
Selling Tactics	• Should we pay salespeople by salary or commission?

Complexities in CVP arise in the choice of time frames. In the short run, most relationships are fixed. Profitability is most sensitive to sales volume. In the long run, CVP relationships are more variable. As well, the nature of the product's demand can be changed through factors besides price (e.g. design, promotion, packaging). See also *returns to scale*.

Cost Volume Profit Analysis



Source: "The Economist", 12.02.2005

Council of Institutional Investors (USA) • **Rada Inwestorów Instytucjonalnych** (w USA) • An advocacy group of *institutional investors* representing over 100 *pension funds* holding over $3 trillion in securities (2007). They are a powerful force for reform in America's *capital market*.

Coupon Rate • **Kupon** • The stated interest rate on a bond's principal amount as opposed to its yield-to-maturity that reflects the interest yield on the bond's traded price in the market.

Coupon Step-Up (& Credit Default Swaps) • **Odsetki narastające (i swapy na zwłokę w spłacie kredytu)** • An increase in a bond's interest rate that is triggered by some specified event defining an increase in lending risk. For example, if an issuer was taken-over by a relatively weak buyer causing a bond's credit rating to fall below *investment grade*, a coupon step-up provision might allow bond holders to receive higher interest. The enhanced return is meant to encourage investors to hold onto their positions as an alternative to the conventional option of exercising a *put* for full and immediate repayment. Coupon step-ups can be attractive to bond investors who have purchased credit protection through a *default swap*. If a bond is repaid, the associated derivative protecting its future repayment loses its value. Instead, investors might rather hold onto the bond, earn higher interest and continue to have the bond's principal protected by an existing default swap.

Cover (vernacular) • **Zabezpieczenie, pokrycie** (żargon) • A general term for any form of *hedge* or protection against a *downside* risk. "*Insurance* cover" protects against catastrophic losses or event risk. "Dividend cover" assures payment of a *dividend*. "Covered interest arbitrage" involves speculators making risk-free returns by exploiting any differences between forward rates and money market spot rates. A "covered bond" refers to senior debt that is secured against a ring-fenced pool of marketable assets that must be topped up should their value become impaired. (First issued by one of the German states in 1770, covered bonds have grown into a $3 trillion asset class, dominated by issuers in Europe). A "covered warrant" has a price that is less than the cost of buying an underlying asset so that the holder can only lose the amount paid for the warrant.

Cover Your Ass (slang) • **Zabezpieczać tyły** (slang) • Making sure that you can justify any controversial decision by documenting the circumstances in anticipation of being challenged later on. While such self-defence tactics may seem bureaucratic or weak-kneed, they are often a result of systems that have high levels of accountability.



Coverage Ratio (Financial Ratio) • **Wskaźnik pokrycia (wskaźnik finansowy)** • A type of *financial ratio* that focuses on annual flow relationships. Three common ratios and their (admittedly rough) benchmarks are:

Coverage Ratio		
Ratio	**Formulation**	**Benchmark**
"Interest Coverage"	$\frac{\textit{Net profits} + \text{interest expense} + \text{capitalised interest}}{\text{Interest expense} + \text{capitalised interest}}$	3:1
"Debt Service Coverage"	$\frac{\textit{Discretionary cash flow}}{\text{Scheduled principal payments}}$	1.5:1
"Banker's Cover"	$\frac{\text{Accounts receivable}}{\text{Outstanding loan on line of credit}}$	2:1

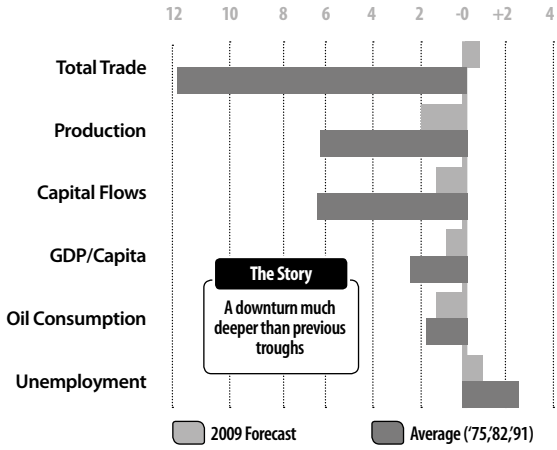
Coverage ratios make the most sense when looking at the relationship between two causally related components, one of which depends on the other. For example, since interest is paid from ongoing profitability, the two flows should be compared to understand how reliable interest payments will be in the face of possible changes in profits.

Credit Crisis 2007–2009 • **Kryzys kredytowy lat 2007–2009** • A broad-fronted crisis in the world's financial sectors that spilled over into the real economies leading to an unusually severe global recession. The financial sector troubles were characterized by large, unanticipated losses from asset impairments, uncertainty over the solvency of previously undoubted institutions (see *AIG*), clogged credit markets and lender-of-last resort government rescues. The immediate result was lost confidence, even panic, volatility, liquidity squeezes, deleveraging and a re-pricing of risk premiums. Problems in the real economy and the financial sector feed off each other in a downward spiral of re-enforcing doom. An apt analogy might be meteorological: powerful but separately benign forces came together to create a "perfect storm". The seeds of value destruction amounting to $5 trillion (an IMF estimate of the global cost in terms of financial assets only) began in the USA in mid-2007 with a *sub-prime* mortgage crisis. In terms of its size compared to the rest of the capital markets, the *sub-prime* sector was not that large. However, it was a catalyst of doubt that flushed out more extensive sources of default known as *toxic assets*. By 2008, the failure of several large and interconnected banks and the necessity of unprecedented government rescues confirmed the magnitude of the problem. The crisis gained momentum through the forces of contagion, interconnectedness and outright fear. The causes were not singular but rather systemic with knock-on effects that created a vicious, self-reinforcing cycle. In the short-run, only a cleansing ("Who is strong vs. who is weak?") and de-leveraging could halt the slide. Governments can only make the process more orderly and cushion the blows. How could modern finance get itself into so much trouble so quickly? The perfect storm seems to have come from the following culprits conspiring together (see table p. 140).

As of the writing of this Compendium, the credit crisis has done more damage than any other in most people's memory. Parallels with the Great Crash of '29 and even the Great Depression are not uncommon. The duration and ultimate long-run consequences of the credit crisis are still to be seen. In terms of its impact on the global economy, the fallout could range from a sharp "correction" of a relatively short recession (say, 1–2 years) to a more severe "tectonic shift" of a prolonged period of stagnation. At the very least, financial regulation will likely become more assertive; financiers will be more humble and battered investors more risk averse. We will hopefully 'live and learn'.

Credit Crisis 2007–2009: Players in the 'Perfect Storm'		
#	**Problem**	**Explanation**
1	Prolonged Stability Prior to 2007	◆ Complacency about need for liquidity and default risk ◆ Hunger for better investment yields after the Dot-com crash ◆ US housing prices artificially feed by liberal credit
2	Global Imbalances	◆ Surplus capital floods USA market seeking deployment ◆ Global markets inter-connected vs. diversified ◆ Over-dependency on US consumer spending
3	Financial Innovation	◆ Complex and opaque financial instruments (eg. CDO) ◆ Flawed financial models miss systematic risk & long tails ◆ Mispricing the mix of credit, market and liquidity risks
4	Mark-to-market Accounting	◆ Stable FV estimates dependent on liquid markets ◆ Valuation adjustments booked as income losses ◆ Loss recognition triggered further write-downs
5	Herd Behaviour	◆ Unwillingness to independently assess the market situation ◆ Excessive faith in the efficient market hypothesis ◆ "So long as the music is playing, you must dance" attitudes
6	"Greed"	◆ Consumers tempted by housing boom; low equity ◆ Brokers originating with lax or fraudulent underwriting ◆ Bonuses tempt bankers to abuse other people's money
7	Naivety	◆ Consumer faith in sustainable house price escalation ◆ US consumer shun savings; load up on credit ◆ Off-balance sheet entities connected via reputation ◆ Superficial due diligence by CDO investors
8	Monetary Policy	◆ Low interest rates (2001–2006) encourages excess leverage ◆ No regulatory mandate to calm down asset bubbles
9	Lax Regulators	◆ Ideological bias to unfettered free markets ◆ 'Shadow banking system' outside of any regulatory net ◆ Absence of mortgage underwriting guidelines
10	Rating Agencies	◆ Misreading true risks of complex instruments ◆ Conflict of interests?
11	Flawed Business Model	◆ Originate-to-sell = moral hazard from no-stake sponsors ◆ Credit default swaps entered into by naive counterparties
12	Leverage	◆ Sub-prime mortgages with little/no equity stake ◆ Ability to walk away from non-recourse mortgages ◆ Aggressive leverage by investment banks, hedge funds
13	Government Subsidies	◆ Policies to encourage home ownership & sub-prime debt ◆ Tax deductibility of mortgage payments

Credit Crisis 2007–2009



Source: IMF/"The Economist", 02.05.2009, p. 90

Lessons of History

Will capitalism need to change in the future? Again, the lesson of history is "not really". The economic cycle is endemic and inescapable, and everybody has always known this. What the current **credit crisis** does underline, however, is that a cyclical downturn associated with a collapse of the banking system is by an order of magnitude worse than a normal cyclical downturn.

Former UK chancellor of the exchequer Nigel Lawson
writing in the "Financial Times", March 16, 2009, p. 9

Credit Investors (vernacular) • **Inwestorzy lokujący w instrumenty dłużne** (żargon) • Capital market investors, particularly *hedge funds*, who invest in corporate debt and credit derivatives. While at first it seems like an oxymoron (providing credit is generally thought of as a lending activity), it reflects the rise of secondary markets in traded debt.

Credit Rating Agency • **Rating Agency** • **Agencja ratingowa** • A company that renders a public opinion on the creditworthiness of publically traded debt instruments and their issuers. Debtors include large corporations, sovereign countries, governments and special purpose vehicles. Such judgements, which are published as *credit ratings* (see also *investment grade*), are used by *capital markets* and financial institutions to make lending decisions and to set

interest rates. Because they are a substitute for bankers' judgement, credit agencies allow a direct link-up between savers and borrowers, a process known as disintermediation. An increasingly significant part of their activity involves rating of *structured finance* vehicles. The 'Big Three' internationally based rating agencies are:

- Moody's Investor Service (oldest in world, established 1909),
- Standard & Poor's (USA's largest; publicly traded company),
- Fitch Ratings (USA roots; owned by the French concern Fimalac).

Moody's and S&P are industry leaders with a market share of over 80%. CRAs operate as commercial enterprises earning rich fees for the opinions they supply. Demand for their services is based on the usefulness and credibility of their views. Such value must be earned by gaining an intimate knowledge, based on thorough research and *due diligence*, of borrowers. Given the volumes of information they process, there is extensive use of computerised risk-rating models. Credit-rating agencies must also possess broader market intelligence about what's going on and, perhaps most important of all, be scrupulously independent and objective. In general, it is more difficult to render a sovereign rating because of the complexities of a country's situation, including political factors. CRAs can come under market and regulatory pressure, especially after egregious errors in ratings (see *Enron* in the *Compendium of Accounting in Polish & English*). Their power and influence gives them a quasi-regulatory status (See also *Nationally Recognised Statistical Rating Organisation*). Many question the timeliness and accuracy of ratings. For example, a survey ("Fortune", November 11, 2002, p. 69) found that many financial executives doubt the accuracy of their own firm's rating. There is a sporadic movement to subject them to regulatory oversight (reference: the USA's Credit Rating Agency Reform Act of 2006). In their defence, CRAs give "point-in-time" opinions, not guarantees and they can be used as scapegoats. Finally, the consolidation of the industry that has left only a handful of firms leads to a call for more competition (the top three own 95% of the market). The countervailing concern is that too much competition would be a temptation to lower rating standards.

Gospel Truth

A downgrade is a reminder of the immense and seemingly ever-increasing power of the **rating agencies** themselves. A much coveted rating is the grease in an otherwise squeaky engine. It makes every aspect of doing business easier, from raising money to convincing customers that operations are solid. In contrast, a downgrade is a fearsome event that can dramatically increase a company's cost of capital, perhaps even destroy its ability to raise money. As a critic put it decades ago, the rating agencies retain almost "biblical authority."

The Geeks Who Rule the World
"Fortune" (Europe), December 24, 2001, p. 63

Crisis Management (in Capital Markets) • **Zarządzanie kryzysowe (na rynkach kapitałowych)** • A "mission critical" aspect of the *investor relations* function that occurs when a company experiences a sudden, unexpected and adverse event. For example, an 'out of the blue' lawsuit for product liability suddenly occurs. Will the company lose? How much will it cost if they do? Will other lawsuits follow? Most importantly, how much will *shareholder value* suffer? The key is not so much the problem itself (which usually cannot be hidden in any event) but rather in quantifying the extent and implications of the problem. The company's credibility is tested. Is the company telling all? Or is it trying to cover up and put a positive spin on bad news? Stock markets often tend to assume the worse and then bounce back after their initial scepticism proves to be excessive.

The Three "A"s

For any kind of **crisis management**, there were three "A"s – **a**cknowledge, **a**pologize, and **a**ct. The company had to acknowledge there was a problem, apologise for whatever it had done to cause it, and then present its plan of action to fix it.

Kurt Eichenwald *Conspiracy of Fools*, 2005, p. 507

Cross-Trade • **Crossing** (vernacular) • **Łączone transakcje kupna-sprzedaży, krosowanie** (żargon) • The buying and selling of shares by the same party. This essentially artificial, non-*arm's length* activity may be done to allo-

cate profits and losses to certain accounts or possibly to create the impression that the shares are being actively traded. Because of the lack of *transparency*, cross-trading is forbidden by most *regulatory* authorities.

Crunch (slang) • **Potrzask, zapaść** (slang) • A moment when financial reality can no longer be ignored. The pressure of competitive markets often sneaks up on players and catches them by surprise. We might say: "The Chinese imports put the firm's market share in a crunch". Another variant is a "credit crunch" when credit availability is very tight due to nervousness amongst lenders about overall economic conditions.



Cult of the Shareholder (vernacular) • **Kult udziałowca** (żargon) • The notion that an overzealous pursuit of shareholders' rights and *shareholder value* has gone too far for everybody's good. Excessive focus on share prices can lead to more *volatility* in share prices, less patience for the long term planning, unrealistic performance expectations and, most damaging of all, the temptation for management to *manage earnings* to the detriment of *earnings quality*. See also *active funds/shareholders*.

Cumulative Provision (Preferred Shares) • **Prawo do skumulowanej dywidendy (akcje uprzywilejowane)** • The requirement that any foregone payment of a *preferred share* dividend is carried forward to the following period. It will then be paid later if, as and when income allows. In the meantime, the com-

mon shareholders must wait until the cumulative obligation is satisfied before they can receive a common *dividend*. Preferred shares can be cumulative or non-cumulative depending on their terms. Note that in the case of debt, interest is always cumulative since debt is an unconditional contractual obligation to pay.

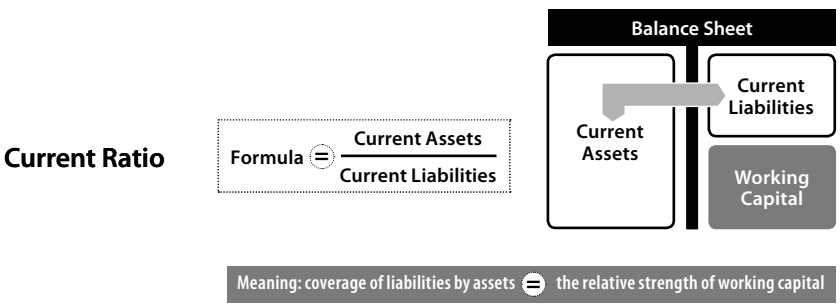
Curb Markets (USA) • **Kerb Markets** (UK) • **Rynki nieformalne** • Any unregulated or informal financial market that arises as an alternative to a main market. For example, the American Stock Exchange was referred to as "the Curb" due to its beginnings as an outdoor market on the streets of Manhattan. In the case of credit, curb markets may arise because of heavily regulated markets that try to keep interest rates below their market levels. Artificially low interest will tend to restrict the supply of loans; needy borrowers are then prepared to pay going rates in order to have access to funding. Curb loan markets have existed in Korea, Iran and Argentina.



Current Ratio • **Wskaźnik płynności I** • An important *financial ratio* which measures a business' *liquidity* and solvency by comparing the *assets* available in the operating cycle relative to the amounts of *debt* which must be paid in the near term:

Measuring Relative Working Capital		
Ratio	=	$\frac{\textit{Current assets}}{\textit{Current liabilities}}$
	=	$\frac{\textit{Cash} + \text{liquid } \textit{securities} + \textit{receivables} + \textit{inventory}}{\textit{bank debt} + \textit{accruals} + \textit{trade debt} + \textit{current long term debt}}$
Meaning		
• determined by relative *turnover* of current assets vs. current liabilities • cash absorption (liabilities) must equal cash generation (assets) • working capital investment required to fill any mismatch • universal tendency to cluster around 1.5 reflects tendency of current assets to be 45–90 days old vs. 30-60 days old for current liabilities		
[Rough] Sector Benchmarks		
2.0	=	• retailer: no receivables but large inventory carried
1.7	=	• manufacturer: work-in-process investment
1.5	=	• wholesaler: suppliers finance fresh inventory

A current ratio is an indirect measure of *working capital* investment. Since it focuses on working capital's inherent role of ensuring a matching between cash flows, it is very meaningful. It is best employed by *peer* comparison because its *drivers* are usually common across industry lines. See also *liquidity ratios*, *quick ratio* and *working capital turnover ratio*.



D

Dabble in the Market • **Spekulować** (dosłownie: pluskać się w rynku) •
A stock phrase meaning to play the market in a casual, amateurish, frivolous or naive way. The root meaning of the word is to splash liquid gently and playfully. It thus connotes something done superficially without serious intent.



Crazed

Nobles, citizens, farmers, mechanics, seamen, footmen, maid-servants, even chimney sweeps and old clothes women **dabbled** in tulip [speculation].

An account of the great tulip-bulb craze in 16th century Holland quoted from *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions* by Charles Mackay

Daily Trading Limit • **Widełki kursu (w transakcjach papierami wartościowymi)** • Limits imposed by various *commodities* and *options* exchanges on the amount by which the price of a standard contract can change in any one day. The limits, which are intended to encourage an "orderly" (i.e. modestly volatile) market, are set according to the volumes and sensitivity of the particular market.

Daisy Chain (vernacular) • **Łańcuszek świętego Antoniego** (żargon) • A stock market manipulation technique involving a number of buyers conspiring to artificially boost the price of shares by a series of co-ordinated and planned purchases. As a result of a powerful but fleeting boost in demand, the price of shares may jump up. The chain is then broken by the manipulators selling out, leaving investors with over-valued holdings. The practice is illegal in most countries.

Dark Pools (vernacular) • **Anonimowe płynne fundusze** (żargon) • Secretive electronic-trading networks that anonymously match securities buyers to sellers in order that large share block transactions do not move the market price. Institutional investors who buy shares in large volumes are the main users. Dark pools account for about 10% of trading volume in the USA and are expected to grow to 20% in the near future (reference: "The Wall Street Journal" (Europe), May 8, 2008, p. 32). As of 2008, the largest brokerage owned pool was "Sigma X" run by the Goldman Sachs Group.

Darling of Wall Street (slang) • **Ulubieniec Wall Street** (slang) • Any fashionable stock or company that everybody is "in love with". A darling may have an admired business model, exceptional management or a sustained track record of performance. Such exalted status is difficult to sustain since expectations soon get reflected in the share price.

Dawn Raid (slang) • **Rajd przed świtem** (slang) • A military analogy for a previously unannounced offer to acquire a company. It is done suddenly, with-

out warning in order to try to prevent incumbent management from mounting any resistance such as taking a *poison pill* (any transaction that makes the target company less attractive to a buyer).

Day Traders (vernacular) • **Drobni spekulanci** (żargon) • *Intraday trading* conducted by small, retail investors on the internet who will trade small amounts several times a day. While *profit-taking* on each trade may be quite modest, if enough transactions are consummated, some worthwhile returns (at least in terms of time devoted) can be made. While they are unabashedly acting as *speculators,* day traders make the market more "democratic", active and atomistic. This adds to its *liquidity* and efficiency. They also force *market makers,* whom they often trade against, to be alert. A concern, however, is that they promote *volatility*. Admittedly, some of them are simply feeding a gambling addiction as was the case during the dotcom boom'n'bust period of 1998–2001.

Day's Sales Outstanding • DSO • Wskaźnik spłaty należności (w dniach) • A *financial ratio* that gives an approximation of the average age of *accounts receivable*:

$$\text{DSO} = \frac{\text{Trade Accounts Receivable}}{\text{Annual Sales}/365}$$

DSO is the inverse of the receivables turnover ratio. It is more intuitive to understand and can be related to *terms of payment*. DSO is a common measure of effectiveness and risk in *collections*.

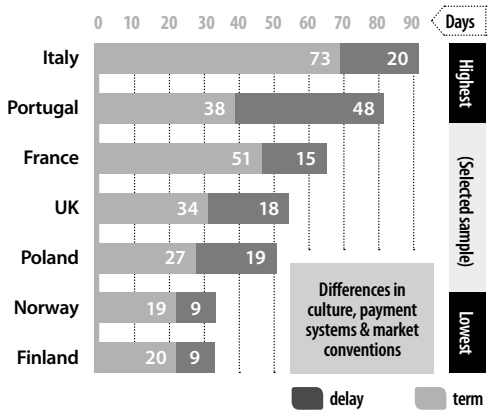
Day's Sales Outstanding

Weighted Average Receivables Aging			
Distribution	Days	Average	Weighted Avg
.45	0–30	15	6.75
.30	30–60	45	13.5
.10	60–90	75	7.5
.10	90–120	105	10.5
.05	120–150	135	6.75
1.00	Average Aging		45

Formula $= \frac{\text{Average A/R}}{\text{Sales}/365}$

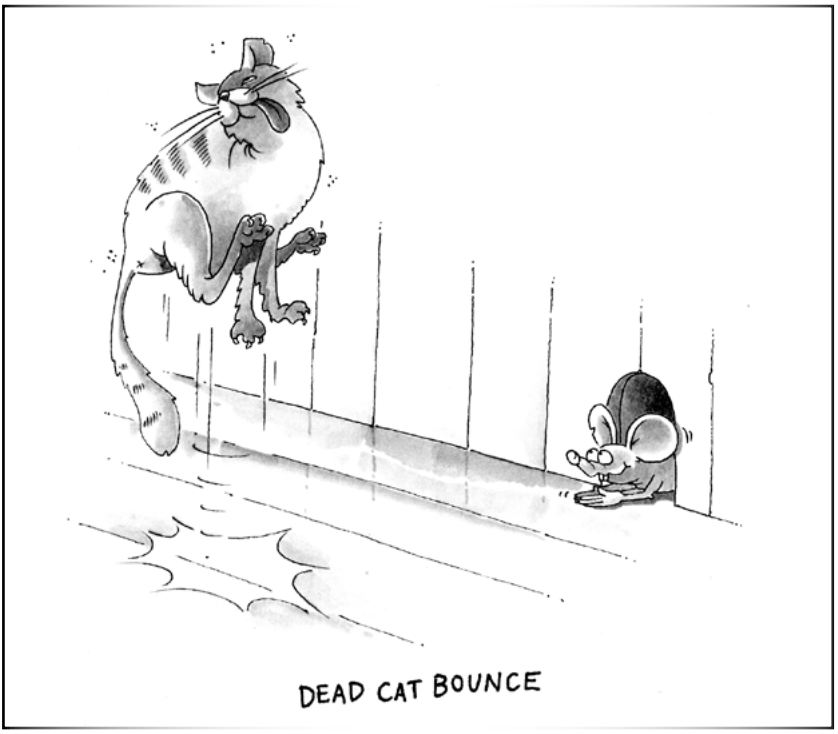
Meaning: proxy for average ageing

Day's Sales Outstanding: EU
2003



Source: Intrum Justitas (www.intrum.pl)

Dead Cat Bounce (slang) • **Podskok zdechłego kota** (slang) • The intermittent and temporary rally of a stock that has drastically declined in value. As the stock keeps going down, some investors – *bottom fishers* – will buy it in the hope that the worst is over. Alas, the poor thing is dead and will never get back up.



Deadweight Costs (vernacular) • **Istotne koszty niezależne** (żargon) • A synonymous description of the various *market imperfections* in investing that hinder economically viable *projects* (i.e. with positive *net present value*). In an ideal world of perfect information and zero transaction costs, everything that deserves to be financed will be financed. The problem can arise from impediments from a number of culprits:

- incentive conflicts of the *agency problem*,
- vulnerability to the *hold-up problem*,
- weak enforcement of *creditor's rights*,
- unaccountable *corporate governance*,
- the value destruction associated with *financial distress* and bankruptcy,
- the *transaction costs* (legal expenses, etc.) of complex financings,
- uncertainty and risk coming from *asymmetric information*,
- taxes on transactions and economic activity (vs. taxable income).

There are no easy remedies to these issues and deadweight costs may be present in every investment. They become a real burden when they block otherwise attractive investments. Contrary to the *irrelevance proposition*, deadweight costs mean that "finance matters" (i.e. how investments are structured, managed and funded can add to their value).

Deal Breaker (vernacular) • **Nieakceptowalny warunek umowy** (żargon) • Any crucial aspect of a transaction, the absence of which would prevent an agreement between the parties. In most commercial transactions, a deal breaker is typically an unacceptable price to either buyer or seller. Contrast to *deal maker*.

Dealer (Securities) • **Dealer** • Any person(s) trading on their own behalf as principals. All the associated risks and benefits of trading belong to them. Variants of the activity can also be referred to as proprietary trading, *market maker* or *jobber.* This is in contrast to trading as an agent (or "broker") on behalf of others, whereby a transactional service is being rendered to the party ultimately responsible for the security's ownership. Most financial services firms will engage in both roles. They will act as agents providing *asset management* services to third parties and dealers for their own trading inventory of securities. Because of the potential for conflict of interest (e.g. good deals go to the company's own books; bad deals go to the customer's), most securities laws require disclosure on a transaction-by-transaction basis of the trading party's role.

Deal Heat (vernacular) • **Gorączka handlowa** (żargon) • The psychological and social pressure that builds up when trying to negotiate the acquisition of another company. Acquirers especially can become vulnerable to misjudging the merits, risks and challenges of "doing a deal". Or, they may succumb to a bidding war and overpay for the target company. The analogy with the sexual desire for consummation is apt.

Frenzy

Many of the pitfalls of [mergers and acquisitions] happen for the same reason: **deal heat**. You see it every time a company is hungry to buy and the pickings in the marketplace are relatively limited. Once an acquisition candidate is identified, the top people at the acquirer and their salivating investment bankers join together in a frenzy of panic, overreaching and paranoia.

Jack Welch *Winning*, 2005, p. 221

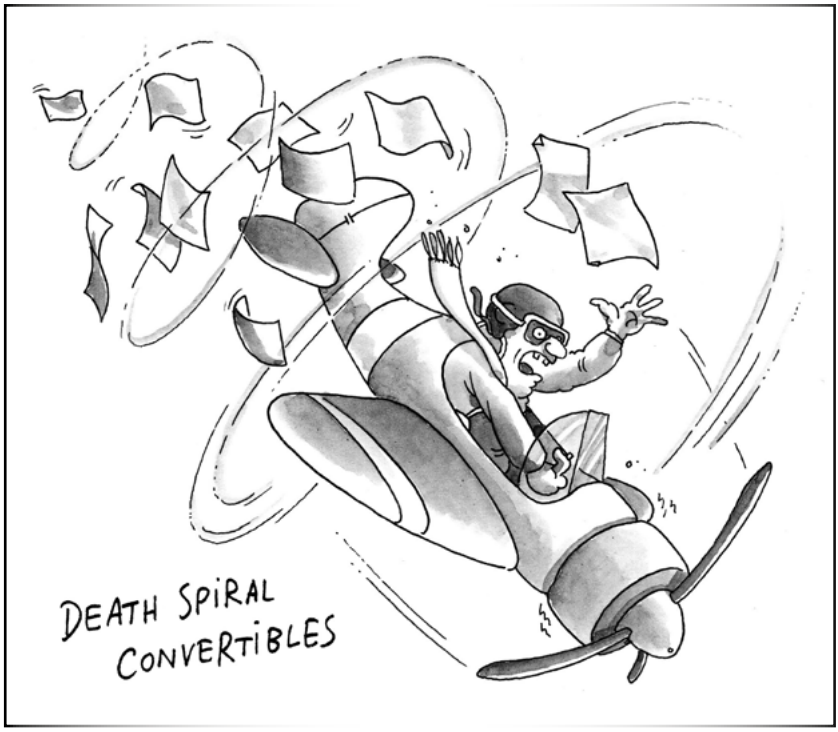
Deal Maker (vernacular) • **Negocjator** • **Macher** (żargon) • A broad term for someone who is engaged in large ticket, front office transactions in an investment bank's corporate finance or trading activities. It connotes a certain street smart savvy. Compare to *rainmaker*.

Chutzpah Enough?

Having spent virtually his entire career as a **deal maker** on the investment side of financial services, Dimon had all the mental quickness and chutzpah essential in that world. But those were not the traits traditionally valued in commercial and retail banking.

Jamie Dimon, ex-president of Citigroup, NY, goes to Bank One of Chicago cited in *The Curse of the Superstar CEO* in the "Harvard Business Review", September 2002, p. 65

Death Spiral • **Floorless Convertibles** • **Toxic Convertibles** • **Papiery zamienne spirali śmierci** • **Obligacje bez dna** • **Obligacje toksyczne** • *Bonds* or *preferred shares* that convert into a fixed monetary amount of *common stock* at the stock's prevailing price. This is in contrast to the more conventional conversion terms where conversion is into a set amount of shares.



Thus, if common share prices have fallen, a death spiral convertible will severely *dilute* existing shareholders. Moreover, death spiral convertibles may tempt speculators (typically *hedge funds*) to *short sell* the common shares in the market (if share prices fall, they profit by covering their short position with converted shares; if shares rise, they profit by selling the converted shares). Thus, the death spiral's terms are so onerous that only the most desperate company would issue them. That said, they can be much needed – albeit very expensive – source of money for companies that would otherwise fail if they didn't get an immediate injection of new capital.

Debt Bondage • **Pętla kredytowa** • The situation where individuals can never escape from indebtedness because interest, or in the case of people compelled to shop at the "company store" purchase obligations, accrues faster than their ability to repay it. Due to the *power of compounding* the principal amount of the debt increases whenever a portion of interest goes unpaid. While debt bondage is relatively rare in civil societies (escape is always available via bankruptcy), its equivalence can arise when consumers mismanage their personal finances.

Indentured Servitude

In the circular, crazy logic of the global labour economy, she owes the money precisely because she has a job. And she is bound to her job as a result of her debt. Once, it would have been called indentured **servitude**. Today, in some parts of the world, it's standard hiring practice.

No Way Out in "Fortune" (Europe), January 20, 2003, p. 72

Debt Overhang (Market Imperfection) • **Niedofinansowanie** • The tendency for managers to shy away from using the maximum amount of debt to finance business investment arising out of concern for preserving a *going concern*. Thus, while a new project might be able to prudently carry an incremental amount of debt, managers might tend to underinvest rather than incur more debt. This may be because they impose a ceiling on debt regardless of the attractiveness of new projects. Debt overhang is a manifestation of the *agency problem* and is one reason why project financing creates value by allowing otherwise unattractive projects to proceed.

Debt (Service) Coverage Ratios • **DCR** • **Wskaźniki pokrycia (obsługi) długu** • A type of *financial ratio* which focuses on annual flow relationships between earnings or cash flow from operations and debt obligations. In this way, the ability of the borrower to service debt is measured. Some common ratios and their (admittedly rough) benchmarks are:

Debt Coverage Ratios		
Ratio	**Formulation**	**Benchmark**
"Times Interest Earned"	Earnings Before Interest & Taxes ("EBIT") / Interest Charges	3:1
"Interest Coverage"	*Net profits* + interest expense + capitalised interest / Interest expense + capitalised interest	3:1
"Fixed Charge Ratio"	EBITDA + lease payments / Interest + lease payments + principal payments	2:1
"Debt Service Coverage"	*Discretionary cash flow* (net of *working capital* & *capex)* / Scheduled principal payments (including leases)	1.5:1

Coverage ratios that focus on interest only make the most sense for large corporate borrowers with access to the *capital markets*. Because such borrowers can usually roll-over principal, and indeed may never need to reduce debt levels,

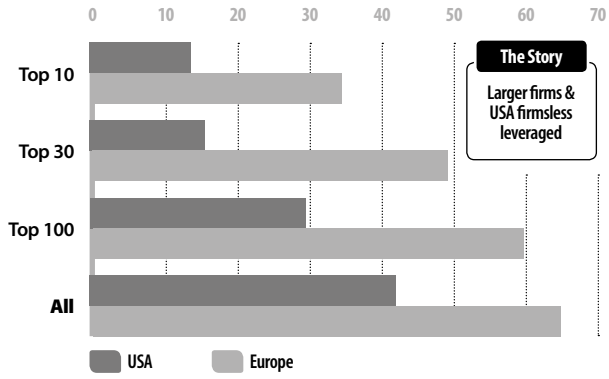
their ability to service interest is the most relevant. For smaller entities that must actually repay debt, DCRs should include principal payments, including lease payments. DCRs are commonly used as a financial test in covenants for term loans or bonds.

Debt-to-Equity Ratio • **Wskaźnik zadłużenia do kapitału własnego** • A popular *solvency* test and *financial leverage* measure:

Leveraged?		
Ratio calculation	=	$\frac{\text{Total } \textit{Debt}}{\text{Total } \textit{Equity} \text{ (or Adjusted Equity)}}$

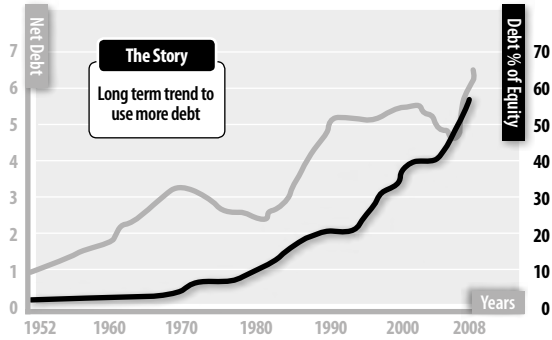
There can be variations. Debt can be: total debt or long-term debt only. Equity can be at *book value* or *market value*. As with most *financial ratios*, the choice depends on the analyst's needs. The only complication with this straightforward measure is with respect to various balance sheet "grey area" classifications such as subordinated debt, *deferred taxes* and preference shares which have the combined attributes of liabilities and equity. A rough rule of thumb suggests that anything above a ratio of 1:1 starts to look like aggressive leverage. See also *debt (service) coverage ratios*.

Debt-to-Equity Ratio
Non-financial firm's debt as % equity; Ranked by '08 market cap



Sources: Bloomberg & Co./"The Economist", 02.05.2009, p. 57

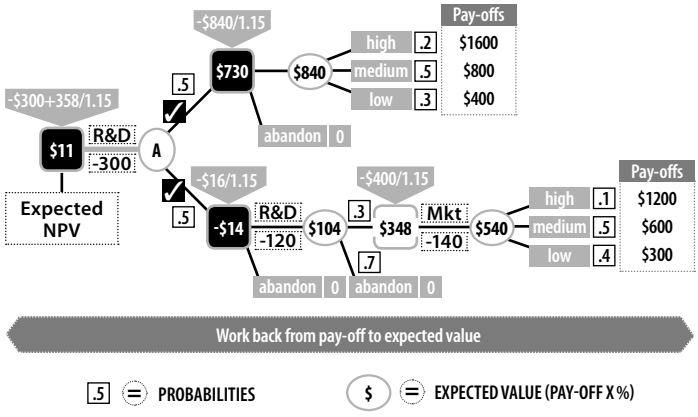
Debt-to-Equity Ratio
US non-bank firms;
$ trillions



Source: Smithers & Co./"The Economist", 02.05.2009, p. 58

Decision Tree • **Drzewo decyzyjne** • An analytical tool that calculates an expected value of a decision by working backwards from the expected value of the ultimate pay-offs in various "branches" of possible outcomes. Branches eventually become a "trunk" by applying probabilities of outcomes against the expected value of each outcome. When time is taken into account in achieving an outcome, the results can also be discounted to reflect the *time value of money*. Decision trees can be useful in *capital expenditure* decisions when outcomes of an investment will follow alternative pathways which can be predicted with some reasonable degree of confidence.

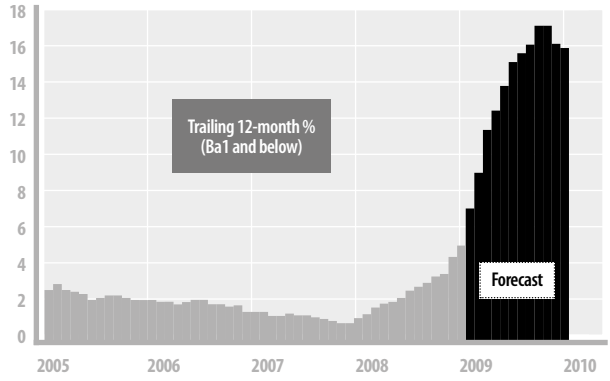
Decision Tree



Default Rates • **Stopy przeterminowania** • The percentage of outstanding debt in a particular market that is not performing as contractually obliged. This

could include missed or delayed payments, bankruptcy, receivership, or forced conversions to equity. In the case of the corporate *bond market*, the default rates tell an important story about the performance of the business sector. Default rates should obviously reflect credit ratings (i.e. if ratings are accurate, investment grade bonds should default less often than speculative grade bonds). Not surprisingly, rating agencies carefully track default rates to 'prove out' their credit ratings. As well, credit ratings verified by actual default rates will tend to drive interest rate spreads and thus determine the cost of capital.

Default Rates
Default rate on US corporate bonds



Source: Moody's

Shifts in the default rate will also reflect general economic conditions and specific sector conditions. While default is unexpected it is not rare. According to the rating agency Moody's, over 3,280 of the 15,700 corporate issuers they have rated since 1920 have defaulted at some point in time (reference: Moody's Investor Services: *Historical Default Rates of Corporate Bond Issuers, 1920–1999*).

Defence Tactics (Against Takeover) • **Taktyki obronne** • A *corporate finance* activity in which a company's *management* seeks ways to avoid "their" company being taken over. Some common tactics, in the vernacular slang, include:

Keeping the Dogs At Bay	
Defence	**Description**
White Knight	◆ Find another, more friendly, company to bid for you
Pacman	◆ Make a counter offer to buy the bidder
Regulatory Intervention	◆ Lobby anti-monopoly authorities to block the transaction
Crown Jewels	◆ Sell off those assets which attract a buyer
Poison Pill	◆ Purposely spoil whatever attraction the bidder is after
Spoiled Goods	◆ Purposely decrease *liquidity* or increase *leverage*
Cash Out	◆ Create large severance payments or "golden parachutes"
Grouse Shooting	◆ Portray takeover bidder's management in a bad light

At best, these manoeuvres are legitimate ways to maximise share prices for shareholders; at worst, they are no more than attempts to save incumbent management's jobs (since the bidder is implicitly saying "we can manage the business better than existing management"). While crafting defence tactics may represent lucrative advisory fees for *investment bankers,* they are also a *corporate governance* issue. The ultimate arbitrator of a company's fate should be what is in the shareholders' best interests. In this regard, the most effective defence tactic is to boost an enterprise's financial *performance* such that a high share price precludes anybody from offering above the market price.

Defensive Stock (vernacular) • **Akcje defensywne** (żargon) • Any solid, but unexciting *blue chip* stock that will tend to hold more of its value in a stock market *correction*. This is typically because investors have not capitalised high growth expectations into its price.

Watched

When bull markets and economies start putting on some age, the big name **defensive** growth stocks get more attention.

Research analyst's quote from
"Fortune" (Europe), November 14, 2005, p. 117

Deferred Taxes, Analytical Status • **Podatek odroczony, podejście analityczne** • A firm's *deferred tax liability* (see the *Compendium of Accounting in Polish & English*) may be considered to be either debt or equity for *financial analysis* purposes. Arguments in favour of "debt" include its accounting treat-

ment under the liability method (vs. the flow-through method) and the eventual cash outflow if, as and when timing differences between taxable income and reported pre-tax income are reversed. Arguments in favour of classifying it as "equity" include the lack of any existing legal liability (if taxes are owed to the government they will be classified as the current liability "taxes payable") and the fact that timing reversals can be perpetually deferred if the enterprise is reinvesting in depreciable assets. An intermediate argument could treat a stabile balance of deferred taxes as equivalent to a zero-interest loan which should be carried at a discounted value reflecting the time value of money. Depending on the circumstances (e.g. confidence in future growth of the company), an analyst might make an *analytical adjustment* to the financial statements for decision-making purposes.

Deficit Spending • **Finansowanie się deficytem (budżetowym)** • Paying for ongoing consumption or investment by borrowing from others. Usually refers to governments who borrow to finance a shortfall between their tax receipts and expenditures or whole economies that are running a persistent deficit in the import-export account for goods and services. Consumers and enterprises can also spend money this way but they are usually constrained by their creditworthiness.

Anxiety

There is a palpable sense of anxiety in financial markets these days. Low interest rates lulled financial markets into complacency. As rates move up, volatility in stock prices has returned with a vengeance. This is all taking place against the backdrop of continued **deficit spending** [in the USA] by households and the federal government. If private and public budgets cannot be balanced, the USA will have to continue to borrow from the rest of the world to make up the difference. But will they continue to lend?

"International Herald Tribune", August 1, 2006, p. 12

Delaware Company (USA) • **Spółka stanu Delaware** (USA) • Any American corporation with its corporate registry in the State of Delaware. Because Delaware has purposely liberal and economical corporate laws to attract business, many companies chose to formally register themselves in this location regardless of where their actual activities may reside. A "Delaware company" often connotes a *shell company* or *special purpose entity*.

Delayed Reporting (Stock Market Trade Disclosure) • **Opóźnienie przekazania informacji do publicznej wiadomości** • Most stock exchange regulations require the disclosure to the public of the sale or purchase of any large block of shares (say, 10%+ of *float*) so that market conditions are transparent. To avoid depressing market prices upon such sales, owners with large holdings commonly dispose of *blocks* by selling them to an investment bank that in turn will "trickle" them into the market. Stock exchanges will normally allow a temporary delay in disclosing this type of market "overhang" in order to protect the identity of the forced sellers of the stock. This is meant to prevent any temporary excess supply from unduly depressing share price. In specifying a delay period, stock exchange rules try to seek a balance between transparency and liquidity.

Deleveraging • **Delewarowanie (obniżenie poziomu dźwigni finansowej)** • Reducing excessive and dangerous amounts of borrower *debt* typically in response to adverse market conditions. While *leverage* has its attractions, it is not without risk. If you are a business, you might deleverage by raising equity capital and paying down debt. Alternatively, a business might sell assets and apply the proceeds to debt, although this will not reduce leverage ratios as quickly as paydowns from new equity. As well, it may be expensive if asset prices are unfavourable. Deleveraging can also be achieved by economizing on operations and applying extra free cash flow to debt repayment. Households typically deleverage by reducing consumption and increasing savings. Deleveraging is an adjustment process that is often painful. The transition to more sustainable levels of debt requires sacrifices. In the *Credit Crisis of 2007–2009*, the deleveraging process reduced aggregate demand and forestalled any quick economic recovery.

Delist • **Deregister** • **Wyrejestrowanie** • Withdrawing securities from a relatively minor public *dual-listing* as part of an effort to economize on compliance costs such as regulatory filings, *annual reports*, etc. For example, a European firm with a float of less than 5% of its outstanding shares in the USA (a regulatory threshold) might be allowed to delist on the basis that a "home regulator" was attending to the company's oversight. Delisting became tempting in the USA after the Sarbanes-Oxley Act (2002) imposed heavy compliance costs on many global public companies.

Delivery • **Wydanie** • The transfer of ownership title of a *financial instrument* (share, bond, derivative contract, etc.) from one owner to the other. In some commercial transactions, delivery will coincide with payment (i.e. "delivery against payment") in those instances where there is some element of doubt about the counterparty's ability to execute. However, in the case of high volume

transactions within an organised market, delivery typically takes place with a lag after the buy/sell transaction itself. Following through with delivery is an important "back office" role of a securities *clearing house*.

Dematerialisation • Dematerializacja • The elimination of physical, paper based *securities* (particularly share and bond *certificates*) by electronic records, usually kept by a trusted and independent *clearing house* or depository. Dematerialisation saves the expenses of handling, insuring and guarding *script* and allows faster and less costly trading transactions. It can also be more secure since documents are susceptible to loss or theft. To overcome the loss of comfort from having tangible possession, there must be confidence in the depository institution's competency, integrity and soundness.

Deregulation (Financial Markets) • Deregulacja • Uwolnienie rynku (rynki finansowe) • The conscious effort to loosen regulatory oversight and to encourage the operation of competitive market forces in financial markets. This is done in the hope of making them more efficient without sacrificing their safety. Some prominent examples of financial market deregulation include the Big Bang in London in 1987 allowing market-determined trading commissions and the lifting of the restriction against combining investment and commercial banking activities in the USA in 2001. Prior to deregulation, even free-market oriented governments proactively intervened in financial markets. This was justified in order to protect the public interest which was thought to be vulnerable to the failure of a bank. Deregulation of financial markets is part of a broader trend to harness free market forces in the airlines, telcoms and other utility-like industries serving the public. The logic is that it is in the "public interest" to have greater efficiency, choice and freedom whenever a base-line safety of operations can be assured. Another element at work was the sheer complexity of modern markets which made centralised, interventionalist oversight obsolete. In the case of financial institutions, deregulation is often designed on a "loose-tight" basis (i.e. create firm prudential boundaries which are "tight" and cannot be crossed but still allowing some "loose" freedom of manoeuvre within the boundaries). For example, the capital adequacy rules of Basel I & II try to ensure that banks always have sufficient capital to protect the public's interest. In turn, the profit maximising behaviour of managers acting on behalf of shareholders can be relied upon in the pursuit of both efficiency and prudence.

Dilution • Rozcieńczenie • The impact on existing shareholders from an enterprise issuing more shares and thereby spreading the total value of equity over a larger number of shareholders and thus reducing each share's value. Equity value dilution occurs when shares are issued at less than NBV:

Dilution Calculations		
Equation	**Example**	**Value/share**
Equity value (NBV of assets) / Shares Outstanding	120,000 / 12,000	$10/share (NBV/share)
Equity value + Proceeds (if issued @ 8/share) / Shares Outstanding + New Shares	120,000 + 8,000 / 12,000 + 1,000	$9.85/share (NBV/share)

However, even if shares are issued at or even above NBV, there can also be dilution of *earnings per share* since the proceeds from a new equity issue usually cannot generate higher earnings. For these reasons, enterprises can be reluctant to issue new shares unless there is a pressing need (e.g. to remedy financial distress or to finance *capital expenditures*). Dilution occurs whenever new shares are issued. It can also occur with the exercise of *stock options* or the conversion of *convertible bonds*.

Direct Lease • **Leasing bezpośredni** • A lease in which the lessor purchases new equipment from a manufacturer and leases it to a lessee.

Directors' and Officers' Policy • **D&O Policy** • **Polisa zarządu** • *Insurance coverage* to protect *boards of directors* (or, in Europe, *supervisory boards*) and senior *management* against lawsuits for negligence. As *class action shareholder lawsuits* increase and with the tendency of some courts to hold top officers personally responsible for their business' financial missteps, D&O policies are increasingly popular, especially the USA. D&O insurance has implications for *corporate governance*. Without it, it may be difficult to recruit high calibre officers. However, there are *morale hazard* implications if individuals are completely immune to the consequences of their mistakes, especially if fraud was committed (in which case insurance coverage is usually not binding).

Not All Play

It's nice to go to the Board meetings, it's nice to cash the cheque. It's nice to get the royal treatment. But it comes with some responsibilities, and when you don't exercise those responsibilities, your shareholders are now going to hold you accountable.

Lawyer representing shareholders in a civil lawsuit against directors quoted in BBC World, *The Fall of Conrad Black*, March 13, 2007

Dirty Price (vernacular) • **Brudna cena** (żargon) • A bond price that includes accrued, unpaid interest. The dirty price is also called the „price plus accrued". It differs from the more frequently quoted "clean price" where the bond price is for principal only.

Discount Rate • **Stopa dyskonta** • The rate used to calculate the *net present value* of a future stream of cash flow. As a measure of the time value of money, a discount rate will approximate market *interest rates*. In capital expenditure decisions involving cash flows well into the future, the discount rate may also reflect the project owner's cost of capital and a risk premium for future cash flow *volatility*. In a consistent fashion, discount rates (also called "bill rates") are also used in bills of exchange or commercial paper transactions where a lump sum cash inflow occurs at the instrument's maturity.

Discounted Value of Future Cash Flows • **Zdyskontowana wartość przyszłych przepływów pieniężnych** • The *present value* ("P.V.") of future cash flow that adjusts for the *time value of money* including, if appropriate, any adjustments for the risk of the future. The calculation involves dividing forecasted cash flow by a factor of $(1+D\%)^n$, (where "D%" = discount rate and "n" = time period of the cash flow) and then summing the total of the various periods:

P.V. of Future Cash Flows						
	Present	**Future**				
Time Period	T_0	T_1	T_2	T_3	T_4	T_5
Cash Flow (*)		+20,000	+25,000	+30,000	+25,000	+10,000
Discount (**)		.87	.76	.66	.57	.50
Present Values		+17,400	+19,000	+19,800	+14,250	+10,000
Total P.V.		Σ = **+ 80,450**				
(*)	◆ *Relevant cash flows* only; include any *opportunity costs*					
(**)	◆ At a discount rate; the example uses 15%					

The discounted value of any investment's or project's future cash flows represents its *fair value* and, in turn, is the basis for *market value.* (Market value may differ from fair value due to temporary imbalances in demand and supply in the market or due to a lack of consensus on future cash flows or discount rates). Money received in the future is worth considerably less than money received today (in the example above, only 50% in 5 years). By adjusting cash flows through the discounting process, the effect of time is stripped away. The future can then be compared to the present in a consistent "apples to apples" com-

parison to do a *cost-benefit analysis*. When compared to a project's initial outlay, a *net present value* will indicate whether value has been created by the project. The P.V. of future cash flows is one of the most fundamental tools in finance.

Discretionary (Broker's) Account • **Rachunek dyskrecjonalny** • A trading account that an investor has with a broker or agent allowing transactions to be done at the initiative of the broker without prior approval of the investor. The authorisation is typically within a boundary limit and is subject to periodic review. It is used in those instances where an investor has confidence in a broker's ability to find attractive deals in the market which must be quickly captured. A high degree of trust is also needed since the authority could be abused (e.g. by *churning*, speculation, flogging house shares).

Discretionary Cash Flow • **Nadwyżka środków pieniężnych** • The annual *cash flow* available after satisfying all existing obligations and mandatory reinvestments required to maintain an enterprise's existing financial health. The remaining surplus can be safely paid out as *dividends,* reinvested to grow the business and/or committed to servicing more debt.

Discretionary Cash Flow		
Component	**Example**	**Comment**
Funds flow from operations (*)	700,000	Net profits + depreciation, amortisation & deferred taxes
Working capital reinvestment	–80,000	To convert funds flow to cash flow
Cash Flow from Operations	*620,000*	
Scheduled principal payments	–120,000	Prior commitments; failure to pay would be a *default*
Mandatory *capital expenditures*	–50,000	Expenditures to at least maintain output capacity
Working Capital "top-up"	–25,000	Required to meet a healthy sales-to-working capital ratio; typically necessitated if sales are growing or a liquidity deficiency exists
Preferred share dividends	–175,000	While not legally mandatory, PS have a priority if any common dividends are to be paid; non-payment would also harm reputation in capital markets
Discretionary cash flow	**250,000**	Available for common dividends, "capex" or more debt servicing
(*) Can be on a "funds" (i.e. working capital) or "cash" basis		

Discretionary cash flow is a measure of what an enterprise can "afford" to spend on new activities without jeopardising its existing financial health. It can be linked to the capital maintenance concept since some funds must be channelled back into a business before it can prudently grow. Ignoring this leads to *overtrading* and some of the hazards associated with growth. Discretionary cash flow could be used for dividends, capacity expansion or servicing increased annual payments on more long term debt.

Discretionary Spending • Wydatki uznaniowe • Any spending over and above mandatory or unavoidable commitments. In the case of an enterprise, this will be growth-oriented capital expenditures and/or expenses that can be deferred (such as training, advertising, maintenance, etc.). Discretionary spending tends to be sensitive to economic conditions and management's confidence levels.

Disinvestment • Wyprzedaż • The gradual but persistent selling, disposing, closing down or otherwise ridding an enterprise of unprofitable assets or business lines. There may be various motives at work. Assets may no longer fit with a strategic plan. They may be generating losses that are "bleeding" the enterprise. The company may need to reduce its debt load as part of a restructuring. Or, on a more opportunistic note, it can be a way to capture surplus value by selling out to others at an attractive price. Disinvestment decisions are the mirror of capital expenditure decisions: if the *net present value* of future cash flows from selling or closing down is greater than from continuing operations, it is time to get out.

Disinvestment (Shareholders') Movement • Ruch dezinwestycyjny (akcjonariuszy) • The exertion of pressure by public interest groups – who buy nominal amounts of shares in companies in order to have a voice at *annual shareholders meeting* – to shun "bad guys" (e.g. polluters, arms venders, unsavoury regimes) in the hopes of either changing behaviour or registering a protest. The movement grew during the boycott of apartheid South Africa in the 1970s. Today's bad guys might be "axis of evil" states such as terrorist-sponsoring Iran (in 2006, the oil companies ENI, Gazprom, Royal Dutch Shell, Statoil-Hydro and Total had $4.1 billion invested in Iran; reference "Forbes", May 19, 2008, p. 35). Whether anything is really accomplished by such financial market lobbying or if it just vents indignation, is open to (healthy) debate.

Distressed Securities Market • Rynek niepewnych papierów • The market for stocks, bonds and financial claims of issuers who are of doubtful *solvency.* In

the USA, where the most active distressed securities market exists, companies are often in the midst of a Chapter 11 bankruptcy proceeding. However, because of the potential for a successful *turnaround* or debt restructuring, there is a chance of an upside, especially if *hard assets* exist. *Hedge funds* and speculative investors ("dumpster divers") try to find high risk/high reward opportunities by buying securities at a deep discount to potential market or face value. The US market, which is the largest, is estimated to be $600 billion ("Fortune", March 4, 2002, p. 84). It is largely composed of defaulted bonds after a credit boom in the `90s. See also *bottom fisher*.

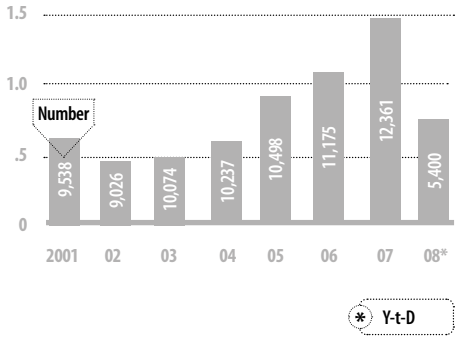
Boom'n' Bust

In boom times there's not a lot to do. The companies that are in default deserve to be.

Nature of distressed securities market
quoted in "Fortune", March 4, 2002, p. 84

Divestiture • **Zbycie aktywów** • The sale of *assets* most often as a package or *going concern*. For example, a *holding company* could divest itself of one of its subsidiaries by either selling to a single buyer (a *private placement*) or to the public *capital market* (an *initial public offering*). Divestiture is undertaken either as part of a *corporate restructuring* to re-align strategy or as part of a *recovery workout* to raise fresh funds. Often considerable outside advice is required for asset *valuations*, deal structuring and to scan the marketplace for potential buyers. This creates a demand for *corporate finance services* for many *investment banks*. See also *disinvestment.*

Divestitures
Global disposals,
value, $ trillion



Sources: Thomson Reuters, "The Economist", 12.07.2008, p. 67

Dividend • **Dywidenda** • 1) A payment to shareholders representing a distribution of a part of the company's *profit*. See also *pay out ratio*. 2) In an *insolvency*, the distribution of proceeds from the liquidation of unsecured assets to creditors.

Dividend Growth Model • **DGM** • **Wycena przedsiębiorstwa według modelu wzrostu dywidendy** • A popular valuation model which values a business based on its stream of future *dividends*, including factoring in any expected future increase in dividends. In contrast to asset *valuation* models, the DGM offers the intuitive appeal that, like any financial asset, a company is ultimately worth what it returns to *shareholders* in *cash*.

Worth What It Pays	
$\boldsymbol{P}(0) =$	$\frac{D(1)}{R - G}$
Where:	
P	Price (now)
D	Dividend (next period)
R	Required return (given risk)
G	Growth (expected in future)

Variants on the DGM also include accounting *earnings* and free cash flow. All variants share a common difficulty: how to predict future streams? What about rapidly growing companies that do not pay dividends? How can we value accelerating or variable growth? What about bankruptcy (some firms pay dividends right up to liquidation)? In spite of these imperfections, the DGM is a widely used tool in finance.

Dividend-lopping (vernacular) • **Obcinanie dywidend** (żargon) • To cut back dividend payouts, as in "lopping off" a portion, when the firm cannot afford to maintain its previous payouts. While it may be an expedient measure when cash is tight (since shareholders have no right to receive a fixed dividend), it will usually punish the share price since it may *signal* trouble ahead. See also *dividend policy*.



Dividend Payout Ratio • **Wskaźnik wypłaty dywidendy** • A *financial ratio* that compares the amount of annual *dividends* paid to common *shareholders* out of the company's annual *profit* available to common shareholders:

How Much for the Shareholders?		
Ratio	**Calculation**	
Dividend Payout =	$\frac{\text{Common Dividends}}{\text{Profits earned (*)}}$	x 100%
(*) For common shareholders & after preferred share dividends		

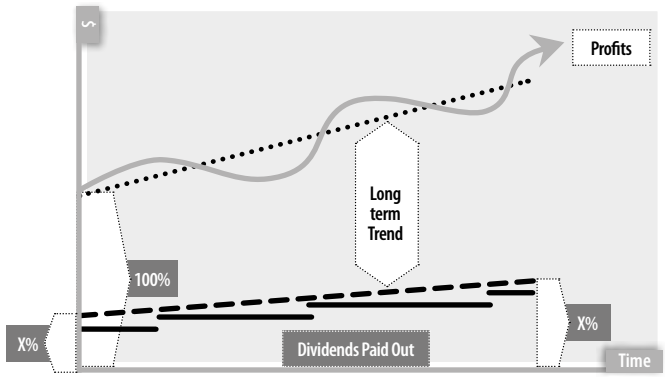
The dividend payout is a key *financial management* decision. Since the *dividend yield* represents an important source of the *shareholder value*, a high payout tends to be favoured by many investors. However, retained earnings are also a convenient source of reinvestment (see *pecking order theory of capital structure*) and are necessary for sustainable growth. Therefore a dividend payout should not threaten liquidity nor undermine the ability to take advantage of profitable activities. A balance must be sought (see *dividend policy*). For mature businesses, a dividend payout ratio of 30% to 40% is common in many markets. See also *ploughback ratio.*

Dividend Policy • **Polityka dywidend** • The firm's overall approach to distributing its annual profits via *dividends*. Obviously, there are preliminary considerations such as availability of cash and freedom to payout from loan covenants, etc. However, within discretionary limits, there are several approaches that could be adopted:

Dividend Policy	
Policy	**Description**
Steady	◆ Ensure that the absolute amount of dividend is constant and growing
Constant	◆ Pay a fixed share (*dividend payout ratio*) of annual profits
Residual	◆ Pay whatever is left over after investing in attractive investments
Clientele	◆ Match the financial needs of shareholders: cash flow vs. capital gains
Irrelevant	◆ Dividend payouts do not matter to share price (reference Modigliani & Miller)
Lifestyle	◆ Pay according to the owner's lifestyle needs (reference small business)
Signaling	◆ Use dividend changes to *signal* to the marketplace the firm's prospects

Financial managers have two main considerations with respect to dividends. First, what will be the effect on share price? Second, what will be the effect on future financing costs? The higher the payout, the lower the internally generated funding available for new projects will be. If projects are attractive, the firm may have to resort to external financing more often and incur higher *issuance costs*. Most businesses opt for the compromise of a "steady as she goes" approach. Dividends are paid out in varying proportions of profit but in a sufficiently modest amount that a constant dividend can be maintained over the business cycle that gradually increases with sustainable growth.

Dividend Policy: Steady Growth



Dividend Reinvestment Plans • Programy reinwestycji dywidend • A standing arrangement whereby any cash dividends are automatically used to purchase more shares on behalf of the shareholder. The purchase price is at, or near, the market price. Over time, shareholders will thereby gradually increase their holdings. Such plans are popular amongst companies because of the transactional savings from not having to distribute dividend payments and lower *issuance costs* for new capital. Typically shareholders are offered an incentive to sign up by being able to buy shares at a discount to market prices. Another benefit to shareholders is in avoiding taxation on dividends.

Dividend Tax Credit • Ulga podatkowa z tytułu dywidendy • A tax deduction granted to the recipient of a *dividend* in order to eliminate, if only partly, the "double taxation" of corporate earnings. The double taxation occurs because the earning entity, the corporation, is taxed once and then the recipient of the dividend is taxed again. Since the investor is the owner of the corporation, he or she has arguably already paid taxes although many tax regimes see the entities as distinct and therefore worthy of separate taxation. Full elimination of double taxation could be accomplished by making recept of tax-paid dividends non--taxable. However, most dividend tax credit schemes only attempt to mitigate, versus wholly eliminate, the double taxation problem. An example might look like this:

Dividend Tax Credit: Example	
Corporate taxes paid	
Corporation's taxable income	100,000
Corporate taxes (say, 25% rate)	*–25,000*
Net profit after tax	75,000
Dividends (say, 33% pay-out)	25,000
Investor's Tax Paid	
Dividend received	25,000
Taxes owing (say, 40% marginal rate)	10,000
Tax credit (say, 20% of dividend)	–5,000
Net income taxes on dividend	*5,000*
Total taxes paid on single source	30,000

One consequence of the dividend tax credit is a greater willingness by companies to pay dividends to their shareholders knowing that some tax relief will be given. This in turn makes *share buy-back* schemes less compelling.

Dividend Yield • **Stopa dywidendy** • The expected return in *dividends* as a portion of a market share price. In most equity markets, the dividend yield ranges from 1% to 3% (e.g. 1.7% for S&P 500 in 2006 according to "Fortune" (Europe), June 25, 2007, p. 32):

Dividend Yield		
Formula =	$\frac{\text{Dividend per share}}{\text{Share price}}$	= 1% – 3%

Dividend yields are a function of *earnings per share*, the *dividend payout ratio* and market share price. All things being equal, a low dividend yield would normally hurt a stock's price since investors hold shares for their cash flow. However, companies with favourable internal growth prospects may get away with a low yield when earnings are being productively ploughed back into the business to finance its expansion. Shareholders will then reap future capital gains through share price gains that reflect value creation and will defer income taxes on dividend income. However, whenever there are doubts about *earnings quality*, dividend yield becomes more important as a *signal* that real earnings exist. As well, in economic conditions where deflation and low economic growth are expected, rising profits and capital gains are less likely and investors will look for dividend yields which approach *bonds*. In general, companies in mature, stable sectors (e.g. utilities and banks) tend to have high dividend yields compared to fast growth prospects (e.g. new technology). See also *stock market ratios.*

Payback Time

Dividends are important. Believe it or not, since 1928, dividends have been 51% of the total return of stocks, a not insignificant portion. Dividends should be even more important in a period in which price/earnings multiples are contracting. So finding those companies that can pay back their shareholders in the form of dividends will be the key [to successful investing.]

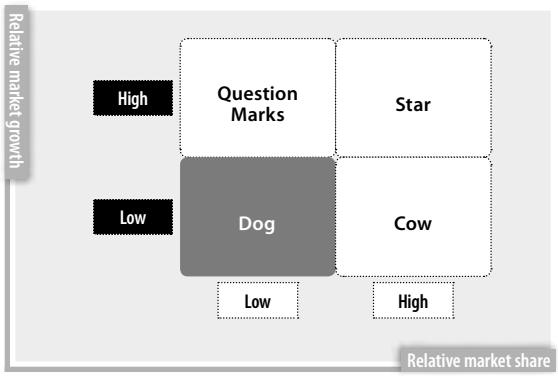
Thoughts of a prominent investment analyst expressed in "Fortune", December 21, 2009, p. 29

Diworseification (humour slang) • **Dywersyfikacja na siłę** (w ang. gra słów) • An informal term coined by Peter Lynch, a high-profile American fund manager, describing cash-rich firms that diversify into unrelated areas far removed from their *core business*. Often this may happen from an "embarrassment

of riches" (i.e. possessing too much money). Instead of returning surplus capital to shareholders via dividends (see *dividend policy*), managers (see *agency problem*) "play with it" by embarking on questionable projects outside their competency.

Dogs (slang) • **Psy** (slang) • An enterprise with low growth and low market share that offers an unpromising future to *investors* and *creditors*. Contrast to *cash cow*.

Dogs



Dollar Cost Averaging • **Metoda uśredniania ceny** • A retail investment technique that keeps individual investors consistently in the market regardless of the market's performance at any one time. This is to encourage more disciplined and regular saving. Money is regularly invested without waiting for "bargains" (low share prices). In a falling market, the investor is actually supposed to be "happier" because fixed monthly purchases buy more shares. While this will be offset in a rising market, the average cost per share is better than the average price over the period. In this way, investors are said to benefit from market downturns.

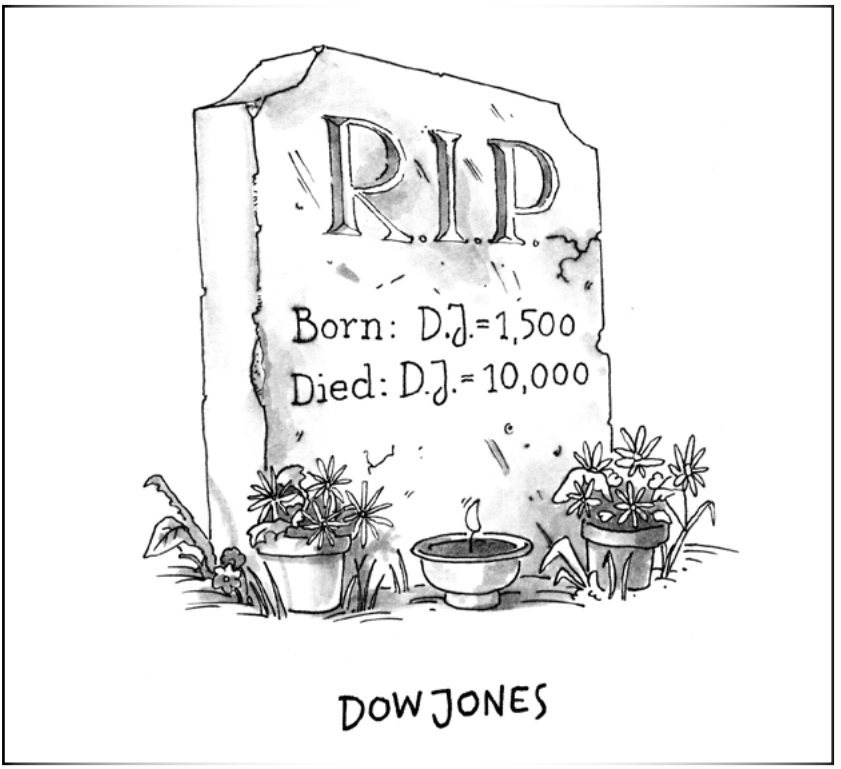
Dollar cost averaging also encourages regular saving, one of the keys to private investment success. It fits well with *life-cycle investing* by encouraging a long-range plan to exploit the *power of compounding*. A critical requirement is that people must have the fortitude to invest in *bear markets* as well as in *bull markets*. One drawback in the technique of frequent purchases could be transaction costs. However, the existence of no-load *mutual funds* allows individuals to make small purchases in diversified investments without the burden of brokerage fees. Another possible drawback is that dollar cost averaging is unlikely to provide the highest return for an investor who has received a lump-sum amount from, say, an inheritance (better to put all of it to work in the market right away).

Dollar Cost Averaging		
Example: Invest $500/month for 1 year in a falling and rising market….		
Month	**Share Price**	**Shares Bought**
Falling market		
1	$15	33.33
2	$12	41.67
3	$12	41.67
4	$10	50.00
5	$8	62.50
6	$6	83.33
Rising market		
7	$8	62.50
8	$10	62.50
9	$12	41.67
10	$15	33.33
11	$15	33.33
12	$16	31.35
Total shares purchased		577.18
vs. buying at average price for year		
12 months average	$11.58	518.13

Dollar-on-Dollar ($-on-$) Returns • Zysk jednostkowy • A *yield* measure that looks at the absolute amount of money earned for a given amount of invested money. Thus, if I were to invest $1 and get back $3, I would say that I got back three times my money on a dollar-on-dollar basis. The measure does not factor in the amount of time taken and thus ignores the *time value of money.*

Dow Jones Industrial Average • Indeks Dow Jones • "The Dow", as it is popularly known, is probably the most widely watched indicator of American stock market movements. It is sponsored by the Dow Jones company, publishers of "The Wall Street Journal". The Dow has many virtues: it is more than 100 years old (established in 1896), it is well known, and by including only 30 stocks, it is manageable to track and follow. The Dow's stocks tend to be those of the largest, most established firms that represent a spectrum of industries traded on the New York Stock Exchange. Unfortunately, there are only 30 of

them, and they are not always an ideal proxy for the thousands of stocks that make up the market as a whole. However, the Dow Jones publishes many other indexes besides its most famous version: Global Titans (big multi-national corporations), Composite Average and indexes in separate sectors such as transport and utilities, etc. to name a few of the 3,000+. As well, there are other sponsors of indexes such as the Standard & Poor's 500 (for large companies), the Russell 2000 (for smaller companies) and the Wilshire 5000 (for an especially broad measure). These have gained currency, in part due to the rising popularity of index investing.



Dr. Doom (moniker) • **Dr Ponurak** (przezwisko) • An outspoken, extreme and widely followed bearish commentator on economic conditions and investment prospects. Everything, and everybody, is "going to hell in a basket". Such pessimism was often in vogue during the *Credit Crisis of 2007–2009*.

Fatal

I'm as negative as I've ever been because everything the government is doing now is going to make the situation much, much worse. They're trying to reflate this bubble. All along I knew what would be potentially fatal wasn't the recession itself but the government's response. But what they've done exceeds my **worst-case imagination**.

Peter Schiff, author of the popular *Crash Proof: How to Profit from the Coming Economic Collapse*, 2007
Quoted in "Fortune" (Europe), February 2, 2009, p. 19

Drip-Feeding (slang) • **Zasilanie kropelkowe** (slang) • The *venture capitalist's* practice of gradually injecting cash into a business start-up. The money is provided slowly but surely for several reasons. First, is to avoid profligacy from access to too much money. Second, is to give entrepreneurs incentive to keep moving forward by executing business plans. And finally, drip-feeding limits exposure in those instances where the start-up is abandoned.



Drop Dead Fee (vernacular) • **Prowizja za niedojście do skutku transakcji** (żargon) • A term of British origin referring to a fee that must be paid if a promised transaction falls through because a party cannot obtain financing to close the deal. The fee protects one party from being abused by the other party's inability to arrange financing. See also *come up with the cash*.

Drop-dead Money (slang) • **Gotówka dająca niezależność** (slang) • Having enough money to be independent of the labour market or not reliant upon a particular job. Thus, if they start to bug you, you can just tell them to "drop dead".

Free At Last

Oh, Edward, the money is ours, and I am so grateful, *oh*, so grateful – kiss me dear, it's forever since we kissed – and we needed it so – the money – and now you are free of Pinkerton and his bank, and **nobody's slave** anymore; it seems to me I could fly for joy.

Mark Twain *The Man That Corrupted Hadleyburg*

Drop-lock Security (vernacular) • **Obligacja zapadkowa** (żargon) • A *bond* with a floating interest rate that converts to a fixed interest rate when the floating rate reaches a specified level. From there after, the interest rate is "locked into" the specified rate.

Dual-Class Shares • **Akcje uprzywilejowane (co do głosu)** • Capitalising companies with two classes of *stock*: voting and non-voting. The non-voting shares are typically held by public investors and supply the bulk of the capital. The voting, typically held by *institutional* or *strategic investors*, supplies the oversight and has most of the say in *corporate governance*. While dual-share systems are contrary to basic principles of *ownership rights* ("if I own it, I should control it"), they are feasible when the non-voting investing public feels comfortable enough to "go along for the ride" because of confidence in those who hold the voting shares. This may occur if the controlling party is perceived as especially powerful and well connected. A well-known example of the dual-share system at work is in Sweden where the Wallenberg family dynasty controls many large companies through their *holding company* that uses a dual-share system to leverage its influence. Another example is Google whose founders have 10 times the voting rights as outsiders. A final example is many newspapers (e.g. the "New York Times") that seek to enshrine editorial inde-

pendence from short-term market pressures. Since insiders may inevitably be tempted to put their interests ahead of outsiders, dual-class shares come with a financial health warning: non-voting shareholders may get burned.

Dual-Listing • **Cross-Listing** • **Podwójne notowanie** • Listing a company's shares for trading on more than one stock exchange. Although this will be costlier in terms of compliance costs and stock exchange fees, companies may gain advantages from access to a broader base of capital, more share liquidity as traders seek to exploit arbitrage opportunities between markets and commercial benefits from the higher public profile that comes from having shares traded in a market where a company is doing business. For example, a company might have a large subsidiary in another country and decide that listing its shares in the foreign country could be advantageous. As global markets become more efficient and integrated, the net benefits of a dual-listing will tend to diminish, making *de-listing* a more attractive option.

Duck Walk (slang) • **Kaczy chód** (slang) • Employees being walked out of their employer's premises by a "flock" of security staff immediately after notice of termination. The site of financiers doing a duck walk often seemed to be the beginning of a *Wall Street scandal.*



Due Diligence (Investor's) • **Kompleksowa analiza (inwestora)** • A process used to thoroughly study, investigate and evaluate a business opportunity. Because it is expensive, time consuming and may involve confidential informa-

tion, it normally occurs after parties to a potential transaction have reached a preliminary agreement whose consummation is subject to a final price and, in turn, a thorough consideration of the facts. Traditionally, conducting a "due diligence" was a formal concept under US securities laws with legal ramifications if it was not done properly. For instance, *debt* or *equity underwriters* had to substantiate their findings to make sure *prospectuses* were complete and accurate. Or, a merger and acquisition transaction required the buyer's board to satisfy its shareholders that they truly understood the target company's business and *valuation*. Such due diligence implies a disciplined rigour in fact finding and *financial analysis*. An essential spirit in due diligence is that many critical factors of a business – such as *management* competency, market position, strategy, contractual relationships, etc. – are not necessarily reflected in the *financial statements*. As well, due diligence usually entails the need to document findings. The term has also evolved into more informal usage covering a broad range of transactions.

Honest Servants

I keep six honest serving men
(They taught me everything I knew).
Their names are What and Why
And When
And How and Where and Who.

Excerpt from the poem
Six Honest Serving Men
by Rudyard Kipling

Du Pont Formula • **Równanie Du Ponta** • A financial calculation (named after the Du Pont company in the USA which first developed it in the 1920s to manage its diverse operations) which disaggregates the various sources of an enterprise's *return on equity* (ROE):

Du Pont Formula				
Function	**=**	**X**	**X**	**X**
Description	**ROE**	**Sales Margin**	**Asset Turnover**	**Leverage**
Formula	$\frac{\text{Net profit}}{\text{Equity}}$	$\frac{\text{Net Profit}}{\text{Sales}}$	$\frac{\text{Sales}}{\text{Assets}}$	$\frac{\text{Assets}}{\text{Equity}}$
Interpretation	"Shareholder's Yield"	"Marketing Success"	"Production Efficiency"	"Financial Leverage"

An extended version of the formula can be used to identify the various components within the sales margin:

=	X	X	X
Sales Margin	**Tax Burden**	**Interest Burden**	**Operating Margin**
Net Profit / Sales	Net Income / EBT	EBT / EBIT	EBT (*) / Sales
"Marketing Success"	"Taxman's Bite"	"Lender's Bite"	"Operating Performance"
EBT = Earnings Before Taxes EBIT = Earnings Before Interest & Taxes = proxy for operating income			

The Du Pont formula, which is an example of integrated analysis, is useful for identifying the sources and trends in a firm's income generation. It shows how a business can reward its shareholders using different tactics which all tend to trade off one another.

Duration • Średni okres wykupu/zapadalności, czas trwania, duracja •

The average life of a *financial instrument's* discounted cash flow(s). It is calculated as the weighted *average* time to maturity using the relative present values of the cash flows as weights. An example (using the figures from the *yield-to--maturity* entry) would be as follows:

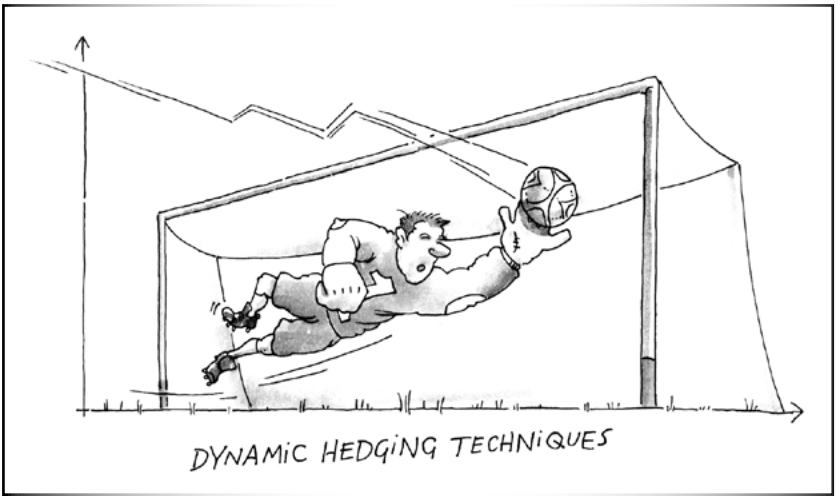
Duration: example						
Year-end #	0	1	2	3	4	TOTAL
Cash Flow per Year	0	45	45	45	1,045	1,180
Market Interest Rates	6%	6%	7%	8%	9%	-
Discount factor re: Interest	1	.943	.873	.794	.708	-
Present Value of Cash Flow	0	42.44	39.29	35.73	739.86	857.32
P.V.% vs. Total P.V.	0	5.0%	4.5%	4.2%	86.3%	100%
Years (1–4) Weighted by P.V.%	0	.05	.09	.13	3.45	3.72
Duration: Total	3.72 years					

We see that duration will always (*zero coupon* bonds excluded) be less than the term to maturity of an asset or liability. On a *time value of money* basis, duration measures the period of time required to recover an investment. Any cash flows received prior to duration reflect recovery of an initial outlay; cash flows received after duration, are profits earned. Duration is a common measure of *interest rate risk* since it is a key determinant of *bond sensitivity* to interest rate

changes. It is also extensively used in asset liability management in banks. By ensuring a matching of duration for their assets and liabilities, banks can hedge against interest rate risk.

Dutch Auction (vernacular) • **Aukcja holenderska** (żargon) • An auction where the price of an item is lowered until it gets its first bid, and then the item is sold at that price. The U.S. *Treasury* (and other countries) uses a Dutch auction when it sells *T-bills*. The name comes from the Dutch flower markets in which a system of price setting was devised to ensure that everything up for auction would sell (flowers have no shelf life).

Dynamic Hedging Techniques • **Hedging dynamiczny** • Any *hedging* that requires continuous adjustments to the hedge in order to deal with evolving risk exposure. This is necessitated because the risk of the item being hedged may change over time. Dynamic hedging requires greater attention to *risk management* to ensure that intended goals are achieved. Contrast with *bond immunisation*.



E

E. & O.E. ► Errors and Omissions Excepted.

Earnings-Price Ratio • **Earnings Yield** • **Wskaźnik C/Z do zyskowności** • A *yield* measure that compares *earnings per share* to the market price of the share:

Formula =	$\frac{\text{Earnings per Share}}{\text{Market Price of Share}}$	x 100%

What is the significance of earnings yield? In the short run, equity investors look for returns via *dividends* and *capital gains* on their shares (see *total shareholder returns* or TSR). The two sources of TSR tend to trade off one another. Earnings that a business does not pay out in dividends are reinvested in the business generating future growth. Accordingly, in the long run, the earnings yield will tend to approximate expected TSR. For example, the long run mean earnings yield in the US stock market from 1871 to 1996 was 7.3%/yr vs. 7.7%/yr for the comparable TSR. The TSR can also be deconstructed into *dividend yield* and growth in EPS. Thus, from 1946 to 1996, 3.75%/yr mean dividend yield plus a 3.25%/yr mean growth in real EPS approximated the 7.13%/yr mean TSR (ref: Fleuriet, pps. 75-6). Earnings yield is the reciprocal of the more commonly used *price-earnings ratio*.

Eating Into Capital (slang) • **Przejadanie kapitału** (slang) • The notion of consuming capital or savings over time. This can be because you are spending it to enjoy life, or perhaps just get by or because you have a business venture which

is incurring losses. Capital is meant to grow bigger. As Marx said: "Accumulate, accumulate!". See also *living off capital.*



Ecological Investment • **Eco-investment** • **Inwestycja ekologiczna** • **Ekoinwestycja** • A broad description of investments that are linked to the behaviour of weather. Financial markets have responded to greater volatility in weather patterns coming from global warming with indices, investment funds and exotic instruments. All are designed, one way or another, to profit from such trends. For example, many investors are attracted to the long-term growth prospects of companies in the renewable energy, waste management or "clean-tech" sectors. Other market players are motivated by speculation (e.g. betting on climate change) or by hedging motives (e.g. trying to protect themselves from the adverse affects of climate change). Eco-investment is not to be confused with "green" initiatives taken for the sake of *corporate social responsibility*. Rather, it is an investment strategy that seeks to profit from volatility and uncertainty. See also *weather futures*.

It's Hot

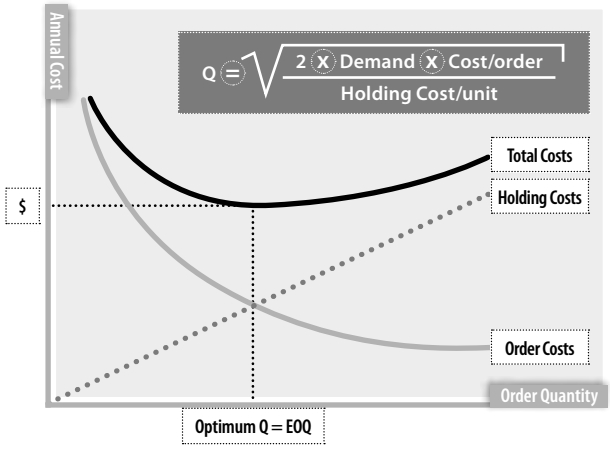
Eco-investment has gone from being the exclusive domain of some clean-tech funds to be a demand of major investors.

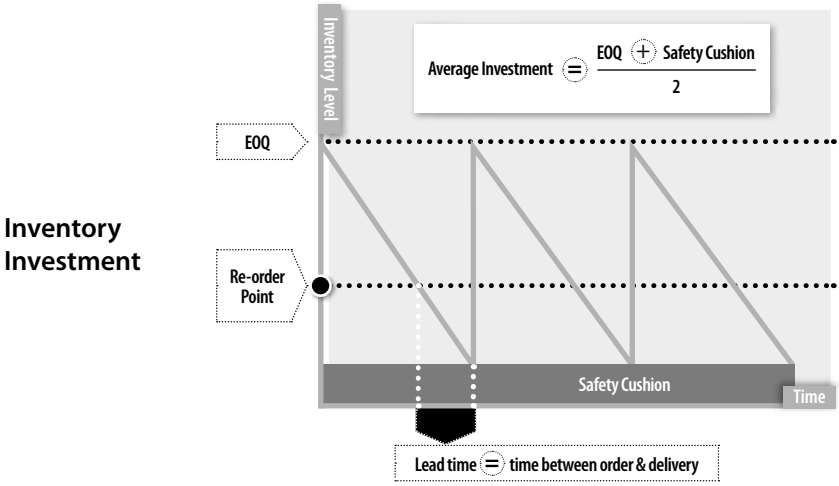
Nick Robins, Climate Change Centre for Excellence, HSBC Bank
Quoted in "Time", December 24, 2007, p. 58



Economic Order Quantity • EOQ • Ekonomiczna wielkość zamówienia • EWZ • The optimum amount of inventory to purchase each time based upon a trade-off between the benefits of ordering infrequently (to save order costs) and the carrying costs (storage, protection, financing, etc.) of items held in stock. Based on a number of assumptions, the amount can be identified mathematically. The calculation does not take into account the opportunity cost of stock-outs. Just-in-time inventory management is tending to reduce the significance of EOQ.

Economic Order Quantity





Economic Price • **Ekonomiczna cena** • The nominal cash price adjusted for the effects of taxes and contingent liabilities. See *adjusted issue price*.

Economic Profit • **Zysk ekonomiczny** • An economist's definition of profit: accounting profit less the implicit *cost of capital* (including any *risk premiums*) and other owner-provided inputs. "Externalities" (uncompensated impact on third parties), both positive (R&D, training) and negative (pollution), might also be factored in. To the economist, economic profit should not exist in the long run. Competitive forces should eliminate it. Moreover, economic profit is "inefficient" in the sense that capital is earning excess rewards compared to what would be needed to attract it to the investment. That said, economists realise that few markets, if any, are perfectly competitive. Therefore, various theories have arisen to explain abnormal profit levels:

An Economist Looks at Profit	
Profit Theory	**Description**
Frictional	• favourable and unanticipated market changes (luck)
Monopoly	• barriers to entry limit competition (size, privilege or conspiracy)
Innovation	• successful inventions or modernisation (*creative destruction*)
Compensatory	• rewards for efficiency (smart *management*)

When calculated as *return on capital employed* or *residual income* in business, it can be used as a measure of internal performance. The term also connotes any hidden performance (see *financial reality*) that may not be readily seen. See also *economic value added*.

Not Quite What They Thought

The company argued that all their products had positive gross margins, and they managed inventory well, so tons of capital wasn't tied up. But retailers were ignoring important costs. When the retailer began to allocate operating expenses [to products], the company found that 25% of its product categories were unprofitable, many *very* unprofitable. Applying charges for capital – inventory, plus things like store improvements – yielded what finance experts call **economic profit**. It turned out that more than half its product categories were generating negative economic profit!

"Fortune" (Europe), September 30, 2002, p. 80

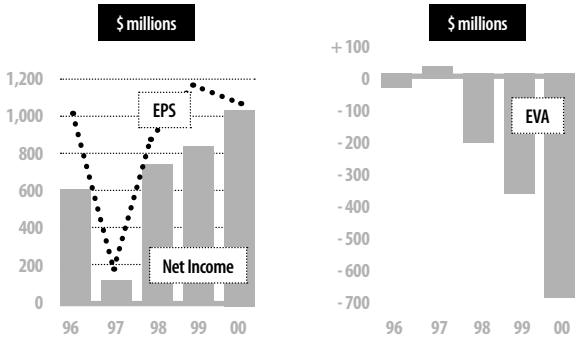
Economic Value Added • EVA • Ekonomiczna wartość dodana • A financial *performance* indicator based on the concept of *economic profit* that deducts the opportunity cost of capital. The calculation can be rather complex but, simplifying, it takes the contribution of *capital* employed in a business, or part of a business, in terms of operating profits generated and deducts a notional cost of capital:

EVA Calculation			
	Absolute $	**% yield**	
After tax net *operating profit*	1,500	20	Return on assets
less: *cost of capital*	1,000	12	cost of capital
Economic Value Added	500	8	EVA

Conventional historical cost income only deducts the cost of debt capital in the form of after-tax interest. There is no deduction for the cost of equity capital since there is no associated transaction (*dividends* being considered a distribution of profit; not a cost). EVA includes a notional charge for equity capital and calculates whether any surplus ("value added") is generated. The concept is very similar to the management accountant's calculation of *residual value* in internal performance measurement. EVA focuses attention on a very real issue for

investors: using the scarce capital resources, including the market value (vs. conventional book value) of assets, efficiently. It may often reveal a truer portrait of *financial reality* that accounting manipulation is trying to hide (see below in the case of Enron, one of the more dramatic bankruptcies in history). The merits, if not the idea, of EVA are propounded by the *securities research* firm of Stern Stewart in the USA (see website). Compare to *market value added*.

Economic Value Added: Enron



Source: Stern Stewart Research, "EVAluation", Vol. 4/Issue 5.04.2002

Efficient Market Hypothesis • **Hipoteza rynku efektywnego** • A financial theory which explains share price behaviour by a stock market which captures, to varying degrees, relevant information that is incorporated into the *share* price. Share prices will thereby reflect their inherent *economic value*. For financial markets, "efficiency" has various aspects:

Types of Efficient Markets	
Efficiency Type	**Description**
Allocative	◆ Capital is channelled to its highest & best use ◆ Economic resource allocation is optimised
Operational	◆ Low transactional costs ◆ Ease of "switching" investments
Information	◆ Accurate and timely pricing decisions ◆ Market intelligence utilised ◆ Speculation or uncertainty minimised

"Information" EMH is founded on the rational "fundamental" principle that investors value shares according to their expectations of future *dividends* based on a cost of capital or required return. Share prices will then change according to the new information brought into this "value equation". The extent of the price change will depend on how sensitive the *stock market* is to information:

Degrees of market efficiency	
Efficiency	**Sensitivity**
"Weak"	◆ public information (but not expectations) ◆ actual results
"Semi-strong"	"weak" sensitivity + ◆ publicly disclosed expectations
"Strong"	"semi-strong" sensitivity + ◆ privately disclosed expectations
NB: In cases where all information eventually becomes public and if expectations are ultimately fulfilled, differing degrees of market efficiency would affect the *timing,* but not the amount of price changes.	

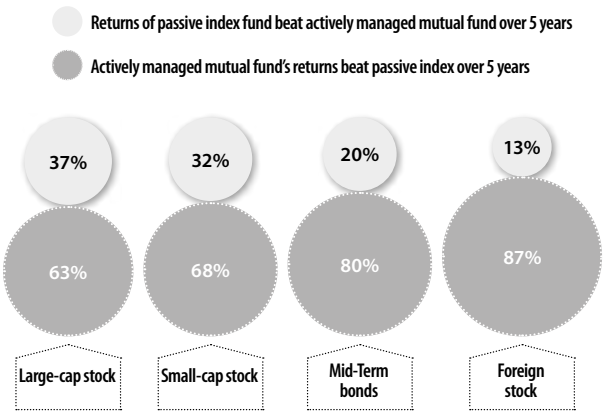
The EMH has profound implications for both investors and management. If a "weak" form of efficiency exists, technical or chartist analysis should not work since shares exhibit a random pattern. "Semi-strong" efficiency suggests that share prices are brought instantly up-to-date with the latest information as it becomes public. If a "strong" form of efficiency were to exist (i.e. share prices can reflect insider knowledge and expectations), nobody could find "bargains" because the stock market price would incorporate all available existing information. Indeed, there will be no such thing as *insider* information since the market would be omniscient. Evidence suggests that markets are in fact "semi--strong". The best the individual investor can do is either take a distinctive *contrary* opinion (a bold, and perhaps arrogant gamble that "the market is wrong") or diversify individual share risk by holding a *portfolio* of different shares. From management's perspective, a "semi-strong" efficient market cannot be fooled by accounting measures such as *earnings per share*, even if rigged by creative accounting or *window dressing*. Managers should concentrate on maximising the *net present value* of the firm's assets and not worry about reported results that are "cosmetic". Because the market should be constantly anticipating and adjusting, excessive price *volatility* may be a sign that the EMH is not working, at least to a strong degree. Some forces that may cause this are:

- an underdeveloped *stock market*, such as in emerging or transition markets;
- crowd behaviour leading to a bullish or bearish sentiment which is immune to economic logic;
- a high volume of *speculative* activity leading to *bubbles* ("catastrophe theories").

The EMH depends on the widespread availability of cheap but accurate information about companies, their shares and market conditions. The depth and size of global capital markets, boosted by *information technology* and the focus

of professional players, is tending to make markets increasingly follow the EMH if not perfectly adhere to it. Contrast with *value investing* and see also *Graham.*

Efficient Market Hypothesis



Source: Standard & Poor's/"Fortune", 21.12.2009, p. 36

A Truism

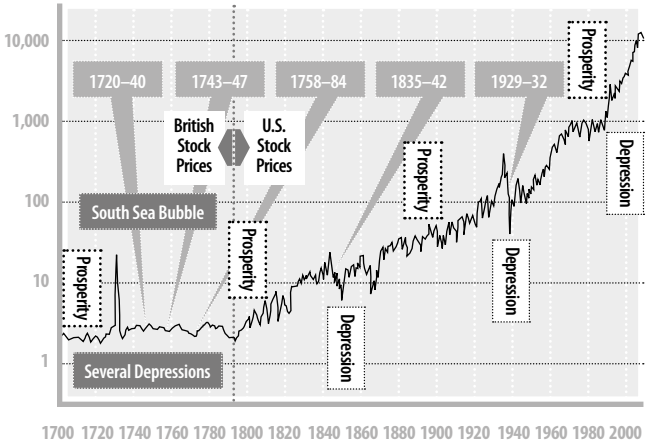
The **market was smart** that day because it satisfied the four conditions that characterize wise crowds: diversity of opinion (each person should have some private information, even if its just an eccentric interpretation of the known facts), independence (people's opinions are not determined by the opinions of those around them), decentralisation (people are able to specialize and draw on local knowledge) and aggregation (some mechanism exists for turning private judgements into collective decisions). Why? The answer lies in a mathematical truism. If you ask a large enough group of diverse, independent people to decide and then average those estimates, the errors of each of them cancel out. Each person's guess, you might say, has two components: information and error. Subtract the error, and you are left with information.

James Surowiecki *The Wisdom of Crowds*, 2004, p. 10

Elliott Wave • Teoria fal Elliotta • A stock-market investing theory named after Ralph Nelson Elliott, an American who argued that the movement of the stock market was like a repetitive pattern of waves. Based on similar rhythms found

in nature, Elliott's theory suggested that the market moves up in a series of five waves and down in a series of three waves. See *technical analysis*.

Elliott Wave
British, then American Stock Price Record 1700–2002



Impulsive

Very extensive research in connection with human activities indicates that practically all developments which result from social-economic processes follows a law that causes them to repeat themselves in similar and constantly recurring serials of **waves** or impulses of definite number and pattern. The stock market illustrates the wave impulse common to socio-economic activity. It has its law, just as is true of other things throughout the universe.

Ralph Nelson Elliott, August 1938

Embezzlement • **Sprzeniewierzenie** • **Defraudacja** • A financial fraud on a grand scale whereby those entrusted with monies steal them. Embezzlement is always a risk when there is a fiduciary duty in place. Internal controls and the innate honesty of (most) individuals are the best defences. In the case of financial institutions, embezzlement often goes unreported since such firms can be reluctant to go public with criminal charges against staff out of concern for their public reputation. Roots of the word: Anglo-French enbesilier = "to make away with".

"Bezzles"

At any given time there exists an inventory of undiscovered **embezzlement** in – or more precisely not in – the country's businesses and banks. This inventory – it should be perhaps called the bezzle – amounts at any moment to many millions of dollars. It also varies with the size of the business cycle. In good times, people are relaxed, trusting, and money is plentiful. But even though money is plentiful, there are always many people who need more. Under these circumstances the rate of embezzlement grows, the rate of discovery falls off, and the bezzle increases rapidly. In depression, all is reversed. Money is watched with a narrow, suspicious eye. The man who handles it is assumed to be dishonest until he proves himself otherwise. Audits are penetrating and meticulous. Commercial morality is enormously improved. The bezzle shrinks.

John Kenneth Galbraith, *The Great Crash*, p. 138

Emoluments (Directors') • **Uposażenie (dyrekcji)** • A British term referring to the total financial rewards for services rendered or positions held. A little confusingly, the term "company director" can refer to senior management or a member of the board of directors (*supervisory board* in continental Europe). In the case of the latter, compensation would include salaries, fees, profit sharing, stock options and various other prerequisites. Traditionally, the role of membership on a board of directors tended to be an honorary one. Since the duties of *oversight* only required a part-time devotion of energies compensation was relatively modest. However, this is changing as *corporate governance* duties become more onerous, demanding more attention, professionalism and accountability.

Temptations

The only way, in joint stock banking, of satisfying the last of our conditions [to attract practiced men of business] is to give to the directors – at any rate the most active and directing – say, to a committee of management, a high **remuneration**. Till this is done, there will be a temptation to make undue gains, either by borrowing too much from the bank themselves, or lending too much to their friends.

Walter Bagehot, *Sound Banking*, 1856

Empire-Building (slang) • **Przerost formy** (slang) • Expanding the size of a company's sales or assets more for the sake of the glamour and prestige garnered by top management than for the sake of *shareholder value* creation.



Empires of Hype

"Serial acquirers" saw their jobs first and foremost as expanding corporate holdings, rather than managing their companies to produce better products and services. And because their focus was on immediate financial results, they tended to see regulators as adversaries and accounting rules as inconvenient barriers to fulfilling their schemes… [Such] managers do not understand the businesses they go into… Rather than having to demonstrate skill in creating new products, providing better services or motivating employees, these executives are usually judged by investors and analysts only by the swelling size of their **empires**… [Alas], the serial acquirers generally lack a strategic logic that can survive market changes. As a result, their empires of hype can be undone very swiftly by market discipline.

Expanding Without Managing – Serial Acquirers Tend to End Badly
"International Herald Tribune", June 14, 2002, p. 8

Empires are a manifestation of the lack of *goal congruence* embedded in the *agency problem*. While big firms can enjoy *economies of scale* they can also suffer from an overstretch that reduces their efficiency. Moreover, the process of growth can be more harmful than increased size itself. For instance, if companies overpay in an acquisition transaction, they will be saddled with higher capital costs and assets with questionable value. See also *diworseification* and *deal heat*.

Employee Stock Ownership Plan • ESOP • Akcjonariat pracowniczy • A popular employee benefit, particularly in the USA, that allows employees to become equity owners at favourable terms. Staff are allowed to buy their employer's shares at a discount to market prices subject to them being held in a special, segregated fund. The employer contributes the share purchase subsidy and the administration costs of a trust. Eventually, employees qualify (either by job performance or by tenure) to receive the shares. In the meantime, so long as the shares remain in the fund, the government allows both the benefit and any income from the shares to be non-taxable. ESOPs are not to be confused with *share-based compensation* plans. Rather, they are designed to encourage long-term saving and to give staff a stake in the enterprise, thereby encouraging *goal congruence*. However, as a private *pension fund*, they lack diversification and can be vulnerable to loss as was the case with Enron employees.

Employment Contracts, Executive • Kontrakty menedżerskie • Both employees and employers are bound by some form of a contract even if only a job description or the labour laws. However, the fact that either party can break it on short notice makes employment for most of us a "one step at a time" proposition. However, in the case of top executive recruited from outside (free agents vs. loyal staff who have worked their way up the ladder) employment contracts are often (especially in the USA) necessary to attract top talent, more so if the business badly needs strong leadership. The focus on these contracts will be on rewarding successful performance (i.e. bonus formula) and protection against a subsequent parting of the ways (i.e. severance package). While such contracts are entirely legitimate, they must be negotiated carefully to avoid *deal heat*. This makes them a *corporate governance* issue. In the face of high profile payouts (in the USA, Messrs Orvitz of Walt Disney, Grasso of NYSE and Nardelli of Home Depot being the most infamous examples), shareholder rights can be abused. This is especially so if the departing executives have in fact performed poorly in delivering shareholder value creation yet they walk away with millions based on their contract.

Enticement

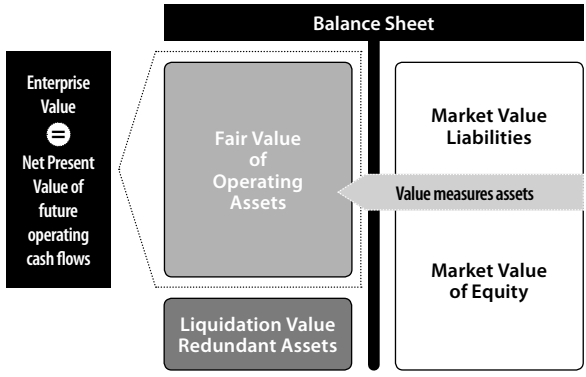
Rumours of the employment contract's demise are greatly exaggerated. As long as you need to do things to lure top executives from positions they are already in, you are going to have to offer them some kind of protection to get them to say yes.

Companies start shooting down the golden parachute
"International Herald Tribune", January 12, 2007, p. 10

Endowment Policies (UK) • **Ubezpieczenie na życie z rentą kapitałową** (Wielka Brytania) • A retail savings plan in which proceeds are invested in the *stock market* and then used to pay off their mortgages at maturity. In the meantime, life insurance coverage was also bundled into the product. Endowment policies became controversial in Britain after a stock market slump left many savers unable to extinguish their mortgage at retirement. Policy-holders often claimed that they were not sufficiently warned of the risk and often claimed damages against providers.

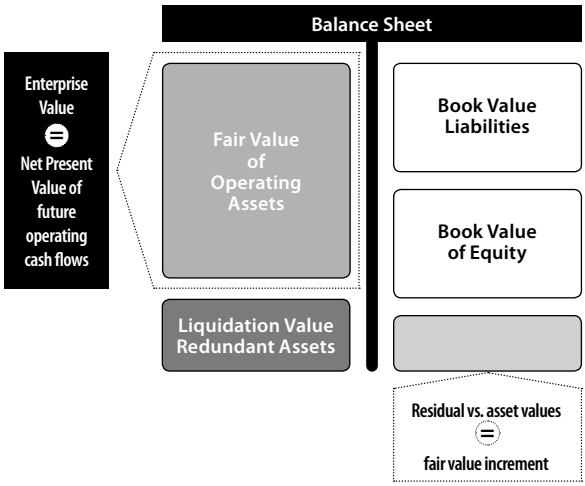
Enterprise Value • Aggregate Value • Total Enterprise Value • Wartość przedsiębiorstwa • The *fair value* of a commercial entity's collective operating assets (i.e. **excluding** excess cash and any redundant assets) before deducting any of its financing liabilities. EV can be calculated in a number of ways. If the company's capital is publicly traded, the total market values, adjusted for non-operating assets, will indirectly reflect EV, all the while capturing the pricing accuracy of efficient capital markets.

Enterprise Value: Public Firm



For non-traded, privately held firms EV can be calculated directly, either via the *net present value* of future estimated operating cash flows or by using *cash flow multiples*. EV should also capture the present value of any off-balance sheet items. EV focuses on those assets that can be managed to create value for shareholders. This makes it a particularly useful metric when one company is valuing another as part of a purchase of control. As well, because it is independent of capital structure, the EV measure is a financially risk-neutral valuation of a business.

Enterprise Value: Private Firm



Equity Analysis • **Analiza kapitałowa** • A specialised type of *financial analysis* that focuses on share valuation. By finding a share's intrinsic *economic value* and comparing it to its *market* price, investors seek capital gains as the *stock market* recognises true value. See also *efficient market hypothesis, Graham, securities research* and *securities analysts*.

Equity Carve-Out • **Częściowa sprzedaż udziałów mniejszościowych** • The sale by a *parent* company of a portion (typically a minority share) of its subsidiary's common stock to third party investors. Such a "partial divestiture" may be primarily to raise funds for the parent company. By retaining an ownership stake, especially in an *initial public offering,* the parent may get a better price. An equity carve-out can also be a strategy to boost *performance*, possibly as part of *corporate restructuring*. The subsidiary will typically have its own independent *governance* exercised by the new shareholders and decentralised *management*. But it can still look to the parent company to provide guidance

and support if needed. In the meantime, the parent/owner continues to share in the upside of future performance gains and can sell off further stakes in the future if and when shares are actively traded.

Equity Culture (vernacular) • **Kultura inwestycyjna** (żargon) • The general public's willingness to save through investing in *shares*, typically through *mutual funds* and *pension funds*. Traditionally, the stock market was seen as too risky or complicated for individual savers. People preferred bank savings accounts, real estate or perhaps government bonds. However, the greater long term returns offered by the stock market, combined with greater confidence in the ability to invest wisely, have lead to more *widespread share ownership*.

Equity Culture
Assets of US Financial Institutions

	1960	1970	1980	2000
$ Trillions	0.6	1.3	4.0	14.7
Commercial banks	38	38	35	36
Thrift Institutions	20	20	21	10
Insurance Companies	24	19	16	17
Investment Companies	3	4	4	17
Pension Funds	10	13	17	21
Other	5	6	6	9
	100%	100%	100%	100%

Source: Federal Reserve Bulletin/A. Saunders, M. Cornett, *Financial Institutions Management*

Brutal But Efficient

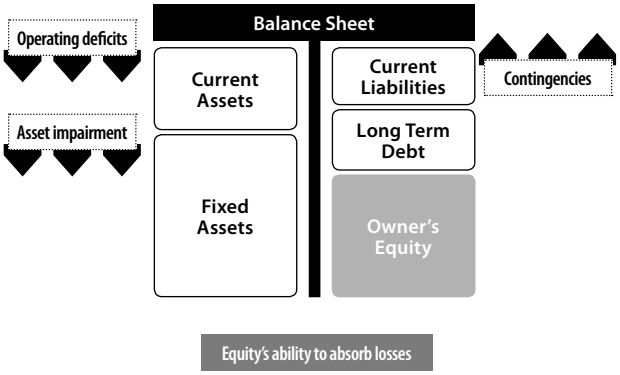
America's capital markets have done a pretty good job for the economy. That the country's **equity culture** needs to be revived, not tossed out of the window [since] deep and liquid capital markets constitute one of America's biggest competitive advantages. Allocation of capital through markets is quicker, cheaper and more efficient, if sometimes more brutal, than it is when done by banks.

The Wickedness of Wall Street in "The Economist", June 6, 2002

Equity Cushion (vernacular) • **Bufor kapitałowy** (żargon) • A surplus of shareholder equity in an enterprise that can be written off without the *going*

concern being jeopardised. For example, in the event of sudden asset impairment or a contingent liability being realised as an actual claim, the business could still meet the *solvency* test of having positive net worth. Whether it has sufficient liquidity (the second test of solvency) to survive is another issue.

Equity Cushion



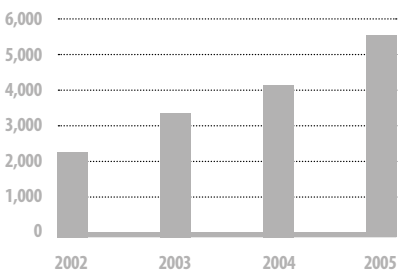
Crisis

Experts acknowledge the danger [that equity could be wiped out and loans not be repaid in full] and urge that partnerships with risky investments have a thicker **equity cushion**.

Enron, "International Herald Tribune", March 12, 2002, p. 11

Equity Derivative • **Akcyjne instrumenty pochodne** • A broad class of *financial instruments* whose value is at least partly derived from one or more underlying *equity* securities.

Equity Derivatives
$ billions outstanding



Source: International Swaps and Derivatives Association/"Financial Times", 16.03.2006, p. 31

Market participants trade equity derivatives in order to transfer or transform certain risks associated with the underlying shares. They may do this in order to either hedge or to speculate. *Options* are by far the most common equity derivative. That said, there are many other types of equity derivatives that are actively traded. See also *equity index option*.

Equity Gap • Luka kapitałów własnych • A dearth of financing sources in the capital markets for post-start-up entrepreneurs. Initially, many start-ups can be financed by *seed money*, typically the owner's sources providing up to, say, $500,000 to $1 million. Once the business has a track record of success, it can often tap *venture capital* for growth capital. However, venture capitalists have a minimum investment (say, $5–10 million) to justify their efforts. The gap between the above amounts can be difficult to fill although *business angels* have evolved to fill such a role.

Equity Index • Indeks giełdowy akcji • A measure of a *stock market's* overall price level by reference to a selected sample of traded shares. Some of the more popular indices are:

- Dow Jones Industrial Average,
- NASDAQ,
- FTSI 400,
- CAC 40,
- DAX,
- Russell 2000.

Prices are benchmarked against a specific date and then tracked going forward. The absolute level of the index is quite arbitrary. The measure of "bullishness" or "bearishness" in the market is by reference to changes relative to the initial level.

Equity Index Option • Opcja na indeks giełdowy • A *derivative* instrument whose value is tied to fluctuations in an *equity index*. It can be used to either *speculate* on stock market *volatility* or to *hedge* an investment position in traded shares.

Equity Premium • Premia za inwestycje w instrumenty kapitałowe • The incremental *yield* (received in either *dividends* or *capital gains*) necessary to entice investors away from the relative safety (in terms of *volatility*) of *T-bills* or the *money market* into holding *shares* in equities. Because of the *risk-reward trade-off,* investors need an equity premium to tolerate the higher risk involved in shares. Most studies judge that this incentive must be from 5% to 7%/year.

Equity Ratios • **Wskaźniki kapitałowe** • The various measures of how much *equity* an enterprise possesses and, hence, its *leverage*. Equity ratios measure *solvency* and *going concern risk*. While the most common equity ratio is the *debt to equity ratio*, equity ratios can be calculated in various ways:

Equity Ratios		
Ratio		**Formula**
Debt to Equity	=	Debt (*) / Equity
Du Pont Formula	=	Assets / Equity
"Equity Financing"	=	Equity / Assets
(*) Can include short term debts or just LT debts		

Equity Stake (vernacular) • **Udziały** (żargon) • Any claim, or future claim, on the *shares* of an enterprise. The phrase connotes deal making as opposed to buying a few shares in the stock market. For example, a venture capital company might provide long-term capital to an enterprise in the form of *convertible bonds* that allow a switch from being a creditor to a shareholder. Or, a debt restructuring negotiation might involve unpaid creditors receiving shares in lieu of cash repayment. A stake gives you a "piece of the action" or a vested interest in the company's success.

Equivalent Annual Cash Flow • **Zaktualizowane roczne przepływy pieniężne** • The conversion of varying amounts of future cash flows into what is equivalent, in terms of a *present value*, to equal annual cash flow streams. In this way, comparisons can be made between alternative streams with different time spans. The calculation involves discounting future cash flows to calculate a net present value and then converting the amount to equal annual future cash flows via an annuity factor.

Equivalent Annual Cash Flow: Example					
Time	T_0	T_1	T_2	T_3	T_4
Cash Flow	–3000	–50	–100	–200	+500
PV Factor	1	.909	.826	.751	.683
PV@10%	–3000	–45.5	–82.6	–150.2	+341.5
Net PV	–2937	÷ 3.170 (AF*) = **–$927/year for 4 years**			
(*) = Annuity Factor for 4 years and 10% interest					

EACF is useful for choosing between projects with different life spans (e.g. should we buy and replace equipment every 4 years or 5 years?).

Errors and Omissions Excepted • E. & O.E. • Z wykluczeniem błędów i uchybień • A short-form disclaimer in non-contractual business documents, such as bids or quotes, proclaiming that if there are faults in the document, they are not legally binding.

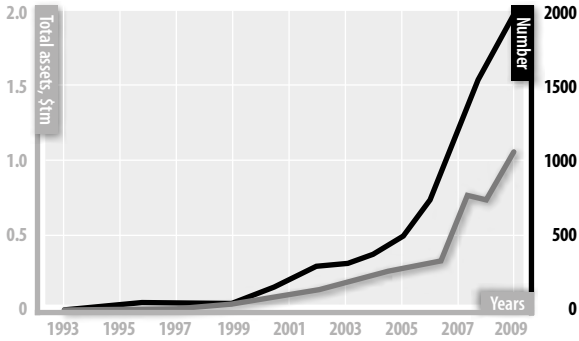


Escrow • Escrow, rachunek • Money or property put into the custody of a third party for delivery to a designated party but only after fulfilment of specified conditions. For example, real estate property might be purchased via an escrow account whereby funds are released once title has been transferred.

Exchange Traded Fund • ETF • Fundusz inwestycyjny typu ETF • A quoted fund that is based on a specific market index or sector, but trades on the *stock exchange* like any company share. Unlike regular open-end mutual funds, ETFs can be bought and sold at any point in the trading day. ETFs are not actively managed (they track an index), so their *asset management* fees tend to be lower than most mutual funds. ETFs represent faith in the *Efficient Market Hypothesis*: it is no use paying fund managers to out guess the market. ETFs are increasingly popular with investors who want to hold a well-diversified and

efficient portfolio. In the USA, total value of ETFs went from $80 billion in 2001 to $324 billion in 2006. (Reference: "The Wall Street Journal" (Europe), July 28–30, 2006, p. 22.)

Exchange Traded Funds
Global exchange-traded funds



Source: BlackRock

Ex-Dividend • Ex-Rights • Ex-Warrants • Akcja bez prawa do dywidendy • Akcja bez praw • Akcja bez praw poboru • A share that is not accompanied by a recently issued dividend, right or warrant. The latter have already been paid or separated from the share. Thus the share will trade at its intrinsic value that will exclude any value attributable to its associated instruments.

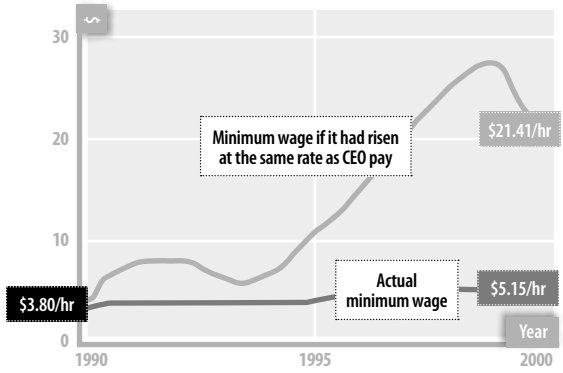
Execution (Stock Market Trade) • Realizacja transakcji (handel na rynku giełdowym) • Getting a seller and buyer of shares to consummate a transaction. Sellers bid at a certain price while buyers offer at a certain price. Unless a common price can be found, there will be no trade. In liquid markets it is common to set a price "at the market" (i.e. both seller and buyer accept whatever prevailing price exists at the time of their desired transaction). Execution describes the process of getting the two parties together.

Executive Compensation, Debate About • Wynagrodzenie kadry menedżerskiej najwyższego szczebla (debata) • How much is a top executive of a business worth? Can the productivity, and therefore the value, of an individual member of management be measured? By virtue of their authority and impact, top executives, especially the *chief executive officer,* can have the power to create or destroy considerable amounts of *shareholder value*. With billions at stake, shareholders are usually prepared to pay whatever it takes to get the "best person for the job". But how much is fair or at least needed? Normally,

people are paid according to their market salary. This makes pay levels both impersonal and verifiable. However, in the case of top executive talent, there may be no ready reference point. Moreover, because of the *agency problem*, there is an inherent temptation by insiders to pay themselves generously at the expense of shareholder interests. For all these reasons, most publicly traded companies make executive compensation an important *corporate governance* issue. Top management salaries are often set by a non-executive compensation committee of the board of directors, usually based on consultation with professional and independent advisers.

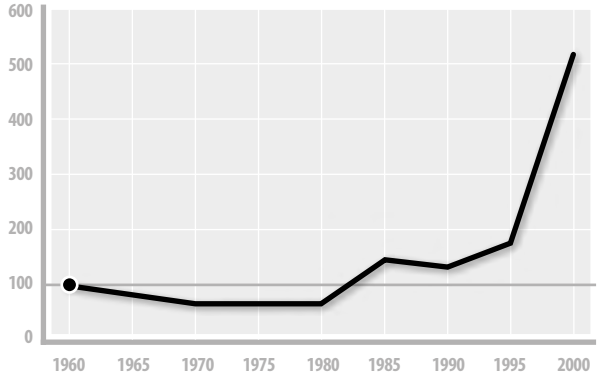
Top 10 CEO Compensation (2006)		
Rank	**Company**	**$ millions**
1	◆ Oracle	192
2	◆ Trane	127
3	◆ Chesapeake Energy	116
4	◆ Countrywide Financial	102
5	◆ Starbucks	98
6	◆ MEMC Electronic Mats	79
7	◆ Aflac	75
8	◆ Goldman Sachs Group	73
9	◆ Capital One Financial	73
10	◆ XTO Energy	72
Ranking amongst 500 largest companies in USA; Source: "Forbes" et al., May 19, 2008, p. 136		

Executive Compensation Debate
USA



Source: "Fortune", 18.11.2002, p.18

Executive Compensation Debate
CEO compensation per $ of net profit
1960=100



Sources: "Business Week"; Standard & Poor's

Wise & Fair

Because our objective is sustained long term performance, we don't believe it is either wise or fair to follow rigid mathematical formulas is setting **executive compensation**. In fact, looking solely at the numbers can create the wrong incentives. That's why we evaluate a broad range of subjective factors. This committee personally knows each senior GE leader which lets us consider how executives have achieved their results, whether they inspire trust and confidence in their people, if they exercise sound judgement, and whether they have track records of acting with integrity and treating others with respect.

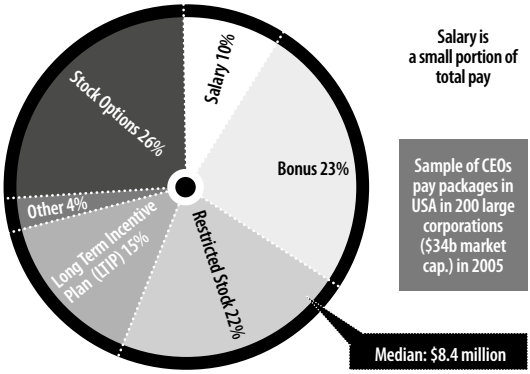
Management Development and Compensation Committee
excerpted from *GE Annual 2007 Report*, p. 34–35

When executives are paid a lot it should be because they are worth a lot. Based on the amounts doled out, some are worth a lot (see table p. 201). However, it is when CEOs depart with rich packages after blowing it that gets shareholders particularly galled. For example, in 2008, the CEOs of three financial institutions badly wounded by the credit crisis walked away with $100 million each ("Fortune", April 28, 2008, p. 16). These perverse situations arise because of grandfathered obligations in employment contracts. Because of financial reporting disclosure rules that publish top salaries, executive pay can attract considerable amount of public scrutiny and stakeholder criticism. This is especially the case because competitive markets tend to bid up the rewards for superior

performance in a "winner takes all" outcome. For example, in the USA, CEO pay has been increasing at rate of 15% per year (reference above). This polarisation is also reflected more broadly in many economies with more disparate income distribution patterns across all of society.

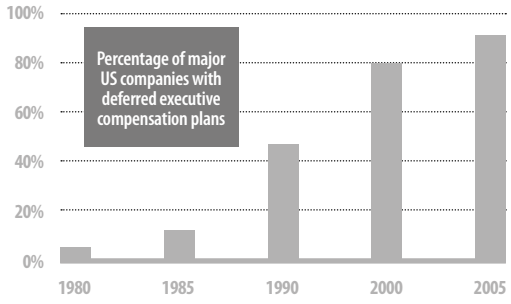
Executive Compensation, Structure • Struktura wynagrodzenia kadry menedżerskiej najwyższego szczebla • To paraphrase the American novelist Scott Fitzgerald, "the rich are paid differently than you and I". The large amounts involved (the median average CEO salary in the USA was $8.4 million in 2005), will attract care, attention and, dare we say it, even envy (see *executive compensation, debate about*). The amounts will also justify considerable amount of financial and tax planning. In this regard, a common strategy is to defer compensation over extended periods of time to reduce the tax burden of progressive taxes.

Executive Compensation



Source: Pearl Meyer, New Bridge Consultants/"Financial Times", 29.08.2006, p. 10

Executive Compensation



Source: "The Wall Street Journal", 16.01.2006, p. 22/Clark Consulting

From the perspective of shareholders as the employer, executive compensation is increasingly carefully designed to maximise the job performance incentive in the spirit of *win/win* pay-offs along side shareholder interests. Indeed, straight salary is often a very modest portion of total compensation (see chart p. 203). Often negotiated contractual arrangements result in some perverse outcomes. For example, to attract executive talent to a turnaround situation, a premium with guarantees in the event of failure. The execs then walk away with seemingly grotesque pay in the face of mess everywhere else.

Executive Stock Options • **Opcje menedżerskie dla zarządu** • Compensation schemes whereby top *management* are given *options* to buy their companies' *shares* in the future at a favourable price. Options are an attempt to deal with the *agency problem*. Managers are incentivised to put *shareholder* interests first when they have a tangible stake in shareholder success. Options also compensate management in a seemingly "costless" fashion. Instead of the burden of a direct payroll expense, beneficiaries reap a *capital gain* in the *stock market*. As well, the options foster "loyalty", or at least lower staff turnover, if there is a minimum holding period prior to exercising them. However, executive stock options have associated costs. They cause share *dilution*. In the USA, where more than 10% of outstanding shares have been allocated to such options ("Financial Times", August 21, 1999), this imposes a significant offset to shareholder wealth. Easy pay-offs in a rising stock market deliver windfall gains independent of any particular managerial excellence. This may actually result in a disincentive effect ("we're looking good – why try harder?") and can generate social envy amongst other staff. Finally, their complex and hidden nature makes it difficult to quantify their true cost. At first, most *accounting standards* at best disclosed the options in (often dauntingly complex) *notes*. There was reluctance, especially in the USA, to try to quantify the cost and deduct it from reported net profit for fear of discouraging the work ethic especially in entrepreneurial start-ups. However, by 2005, the economic expense of stock options was incorporated into the financial reporting model in most regimes. See *Compendium of Accounting in Polish & English* "Stock Options, Accounting for".

Exercise Price • **Cena wykonania opcji (bazowa)** • Synonym for "strike price" in an *option*.

Exit (vernacular) • **Wyjście** (żargon) • The anticipated means by which a *private equity* investor (or *venture capitalist*) can liquidate a capital investment and hopefully realise a profit via a capital gain. The focus on getting out is based on the temporary "bridging" role of such investors. By design, they want get their

money back within a definite time horizon, say 4–6 years. In the meantime, they will strive to accomplish some business objective (e.g. grow the business, achieve a turnaround) that creates shareholder value. Some common exit strategies for a private equity investor might include:

- public flotation via an *initial public offering*,
- purchase of their ownership stake by a *strategic investor* or an *institutional investor*,
- *management buy-out*.

Having an exit plan is very important for a private equity investor since *dividends* are seldom received and there are no liquid markets for their shares. A consideration of exit, and an exit value, is akin to a lender's focus on debt service capacity: quantify how and when the transaction will fulfil its original objectives.

Exotics (slang) • **Opcje egzotyczne** (slang) • Unusual or rare *financial instruments* that are complex. Typically designed for special situations, exotics are only limited by the imagination and needs of their users. In mature markets, the focus is shifting to problem solving capacity, *transparency* and suitability vs. purposeful sophistication.



Extrinsic Value of Options • Time Value of Options • Wartość zewnętrzna (wartość czasowa) opcji • The amount by which an *option's* price exceeds its *intrinsic value* (i.e. the difference between the market price and the exercise price when the option is *in the money;* when *out of the money*, intrinsic value is nil). Extrinsic value represents the valuation of the possibility that the market price could rise sometime within the time horizon of the option's maturity. The valuation is complex. See *option pricing model*.

F

Fact Books • **Informacja finansowa i operacyjna** • Financial and operational information provided to the investment community by companies to supplement and enhance their *statutory reporting*. It may include such things as technical data on products or innovations, press releases, *research analyst's* reports and economic studies. See also *guidance*.

Failed Trade • **Transakcja nieskuteczna** • A *security,* foreign exchange or commodity transaction where money is due for payment but which has not been "settled" (i.e. the transaction has not been consummated) due to some impediment imposed by a counterparty such as:

- delay,
- error,
- dispute,
- payment default.

A failed trade is a manifestation of *settlement risk*. An important function of a *clearing house* system is to ensure that failed trades are either avoided altogether or quickly rectified if they do occur.

Faith Stock (slang) • **Akcje oparte na kredycie zaufania** (slang) • Shares in a company that investors have long run confidence in despite the lack of any tangible evidence of short-term financial performance. There might be respect for the company's name, reputation or management; its durability or its stature in the marketplace. The term is rather derogatory and implies that there is little to justify share price beyond some fleeting expectations. Accordingly market valuations tend to be on the low side.

Sceptics

Goldman Sachs is a **faith stock** in some ways. And Wall Street's sceptics don't want to take anything on faith. That's why Goldman, like its peers, generally trades at a low multiple of both earnings and book value.

"Fortune" (Europe), September 2004, p. 49

Fallen Angel (slang) • **Upadły anioł** (slang) • Any *investment grade security* that has lost market value because of a *downgrading* in its investment performance to non-investment grade status. The analogy suggests some kind of sin has been committed. See also *junk bonds*.



Fannie Mae (vernacular) • **Fannie Mae** (żargon) • The nickname given to the USA's Federal National Mortgage Association, an institution created in 1938 to support the *secondary market* in home mortgages in order to encourage home

ownership. Another federal agency "Freddie Mac" (the Federal Home Loan Mortgage Corporation) also engages in similar activities. In the 1960s the original agency was split into "Ginnie Mae" (the Government National Mortgage Association) and a privatized Fannie Mae. Fannie Mae is an active buyer of mortgages originated by banks. It either holds the mortgages (its funding to do so makes it one of the largest borrowers in the US debt market) or repackages them for securitisation and placement within the capital market.

Fashionable Stocks (vernacular) • **Modne akcje** (żargon) • Shares in companies that are in the market's limelight because of an excitement about their technology, their future prospects, their business model or high-profile transactions such as an acquisition. The term is mildly pejorative and connotes either a tendency towards the speculative or a collective *herd instinct* as opposed to a dispassionate view based on market fundamentals. That said, capital is constantly striving to identify innovators (see *creative destruction*) since there are great rewards from "being first in". Think of how the early investors in Microsoft, eBay or Google have fared. Sceptics see a *short-termism* "flavour of the month" attitude and point to the hype and subsequent reality check of the technology *bubble* of the 1998–2001.

On Parade

To the independent investment research firm, the stock market was a **fashion show**, with Enron just the latest supermodel parading around. Analysts were taken in by the glamour and the lights, but weren't doing the hard digging.

Kurt Eichenwald, *Conspiracy of Fools* (2005), p. 449

Fast-Money Mindset (vernacular) • **Nastawienie na szybkie pieniądze** (żargon) • The mentality of having an overzealous desire to see quick results leading to aggressive risk-taking, naïve assumptions and compromises to thorough *due diligence*. It can arise in *bull markets* where making money appears easy and there is time pressure from competitive forces. See also *deal heat*.

Live'n'Learn

"I got cocky"… [the chairman of a NY private equity fund] is recounting the most painful episode in his otherwise stellar career: how his vaunted firm got caught up in a **fast-money mindset**, jumped into industries it didn't understand, and embraced debt too enthusiastically – mistakes that resulted in crippling losses for its investors.

Education of a Dealmaker quoted in "BusinessWeek", September 17, 2007, p. 48

Fat Tail Risks (vernacular) • **Ryzyka „grubego ogona"** (żargon) • An underestimated probability such as a market crash or disruptive event (e.g. terrorist attacks). Such events are possible but not likely, at least given past experience. The name comes from the shape of an elongated probability distribution function.

Feel Good Factor (vernacular) • **Czynnik dobrego samopoczucia** (żargon) • A general mood of satisfaction and comfort in a marketplace reflecting a long, uninterrupted run of prosperity or other benign conditions. It will often in turn effect "non-emotional" decisions such as the level of the *stock market*, elections, *capital expenditures*, etc. Since market psychology tends to reflect herd behaviour, the feel good factor is an important consideration in many decisions.

Vote-Getting

In the past, the **feel good factor** was seen as a crucial determinant of election results. In 1987, for example, when the Conservatives won a third term in office, they were boosted by a surge in economic optimism ahead of the election…

Not Feeling So Good, "The Economist", April 7, 2005

FICC (*F*ixed *I*ncome, *C*urrencies and *C*ommodities) • **Działalność FICC** • An abbreviation standing for the *f*ixed *i*ncome, *c*urrencies and *c*ommodities business of investment banks. FICC earnings are based on bid-ask spreads and margins. Unlike proprietary trading or advisory services, FICC is a stable "flow" business that is important to sustain the earnings of investment banks during market downturns.

Fidelity (& Finance) • **Wierność (w finansach)** • In general usage, fidelity implies a truthful connection to a source. Its original meaning came from the idea of duty to a master and was derived from the Latin word *fidēlis* meaning "faithful or loyal". So we have its common use in terms "marital fidelity" or "sound fidelity". In the case of finance, the term connotes honesty and trust, particularly when there is an agent-principle relationship at work in handling *other people's money*. See also *agency problem*.

Fill or Kill (FOK) Order (trading vernacular) • **Zlecenie „zrealizuj lub anuluj"** (żargon traderów) • A securities trading order that is cancelled unless executed within a designated time period. If the order price is at the prevailing market price or limited price order it is to be executed in its entirety. If it is not executed, the order is automatically treated as cancelled. For purposes of this definition, a stop is considered an execution.



Finance • **Finansowanie** • A broad description of dealings in money; in particular raising money to invest in some project or the trading of financial assets. Word

roots: from the Old French "finer" = to make an end; later evolved into settling a debt; current meaning from 18th century French, including *financier*.

Another [Dull] Day at The Office

Businessmen complete with briefcases and copies of the financial press hurry by me as I walk. Heads down, intent on another day at the office, the same sort of day as yesterday and no doubt a very similar day tomorrow. **Finance**, rates, banking, profit margins, insurance, brokering, business lunches and, for the most part, boredom; a stereotyped curriculum. I look at the small fluffy white clouds contrasting against the blue English sky. I'd rather fly, if they'll have me.

A young lad in the City decides to join the Royal Air Force in 1939
From *First Light* by Geoffrey Wellum, 2002

Finance 101 (slang) • **Podstawy, elementarz finansów** (ang. slang) • An informal description of any basic, rudimentary understanding of a subject, be it in accounting ("Accounting 101") or business ("Economics 101"), etc. The roots come from the numbering systems of many university courses – the very first course ("1") in the first year of study ("100"). Often used in a derogatory or mocking manner.

The Basics

This was **Finance 101**. Companies needed to track their cash to know when they were experiencing shortfalls, to know when they could pay their bills. It was the same reason that people balanced their check books! If Enron didn't know how much cash it had, it couldn't know how much to draw down on the revolvers!

Kurt Eichenwald *Conspiracy of Fools*, 2005, p. 560

Finance Full Pay Out Lease • **Capital Full Pay Out Lease** • **Leasing finansowy** • **Leasing kapitałowy** (USA) • A *lease* whose terms and conditions are tantamount to long term financing. The key provisions are low *residual value* at *maturity* and non-cancellable terms. Also called a *capital lease* in the USA. Accounting for a financial lease involves carrying both the asset and the *net present value* of the lease payments on the *balance sheet*. Contrast to *operating lease*.

Finance Capitalism • **Kapitalizm finansowy** • An economy primarily run by bankers and financiers. This contrasts to "classical" economic theory in which capital, land and labour vied for positions based on their relative scarcity. The term came from an American economist Thorstein Veblen who is best remembered for coining the notion of "conspicuous consumption" (over-indulgence by the rich for the sake of gaining social status). Veblen, observing life in the "robber baron" age of J.P. Morgan, argued that engineers and production people – in his view, these "industrial experts" were the only "real" producers in an economy – had become subservient to accountants and financiers. Considering how American industry was consolidating into predatory oligopolies, there was much truth in this. The public backlash was the "trust busting" of the Teddy Roosevelt administration. Many felt that finance capitalism had returned in the 1980s when the financier's tools of the trade – *junk bonds*, *take-overs* and *corporate restructuring* – seemed to be re-engineering corporate America. In this frenzied, high testosterone world of Wall Street, bankers, at least richly paid investment bankers, seemed to indeed be the "masters of the universe". With the ascendancy of e-commerce, computers now seem to rule. Despite a common bankers' image of often wielding great power, the role of finance in a healthy economy needs to be kept in perspective. Allocating capital to its best yields puts the finance function in a subordinate role in a fully competitive, free market economy. The real power lies with consumers, producers and the capital markets, all of who are impersonal and dictated by performance. In the global New Economy, with its worldwide playing field, this is even truer. Reference: Rudolf Hilferding *Finance Capital: A Study of the Latest Phase of Capitalist Development* (English edition), 1982.

Moving the World

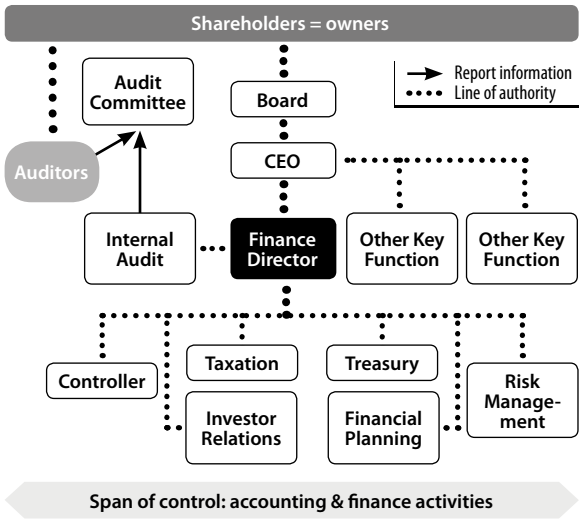
The **Masters of the Universe** were a set of lurid, rapacious plastic dolls that his otherwise perfect daughter played with. They were unusually vulgar, even for plastic toys. Yet, [after a lucrative and quick deal], the very phrase had bubbled up in his brain. On Wall Street he and a few others – how many? – three hundred, four hundred, five hundred? – had become precisely that… Masters of the Universe. There was… no limit whatsoever!... Masters of the Universe! The roar filled [his] soul with hope, confidence, esprit de corps, and righteousness. Moving the lever that moves the world was what he was doing.

Tom Wolfe, *The Bonfire of the Vanities,* 1988

Finance Company • Instytucja finansująca • Any commercial enterprise that most often lends money to individuals to purchase a consumer item or businesses to purchase assets. A captive finance company is used to finance the purchases of a manufacturer's products. On lending operations, finance companies may engage in very similar activities as commercial banks. However, because their funding source does not involve taking deposits from the public, a finance company is not classified as a "bank" and is usually exempt from prudential banking regulations such as capital adequacy and liquidity reserves, etc. The size of finance companies tends to be restricted to funding limitations. The high leverage needed to allow adequate shareholder returns may not be forthcoming to non-regulated entities. However, in the case of large industrial owners (for example USA's General Electric), finance companies can sometimes rival banks in scope and market presence.

Finance Director • FD • Chief Financial Officer • CFO • Dyrektor finansowy • A senior member of an enterprise's *management* team responsible for financial matters. A FD's span of control will usually embrace the functions of controller and treasurer. An important role for FDs is to "talk to the capital markets": they are the interface with *banks*, *rating agencies*, *institutional investors* and *shareholders* (i.e. all those looking for the facts) – what has been called "accounts and accountability"- on *performance*. CFO is American terminology while FD is typically European.

Finance Director/ Chief Financial Officer



Numero Uno

The emphasis on detail will play into the hands of **finance directors**, who will reclaim the position of the most important person in the company… The International Accounting Standards, new regulations, tougher corporate governance standards and a general focus on belts and braces galore will all be good for the finance director. He is the only person who understands all the rules.

Reference: *The Next Little Thing*, *The World in 2006* published by "The Economist", p. 122

Fully Engaged

The job is very, very challenging… It's not just about the numbers, the financial performance, the balance sheet. You have to get engaged with the business to help them perform at higher levels. To be a good **CFO** you have to understand on a very detailed level the business the company is in, and your finance team has to understand the business.

Thoughts on his job by James Bell, the CFO of Boeing Aircraft quoted in "Fortune" (Europe), June 11, 2007, p. 80

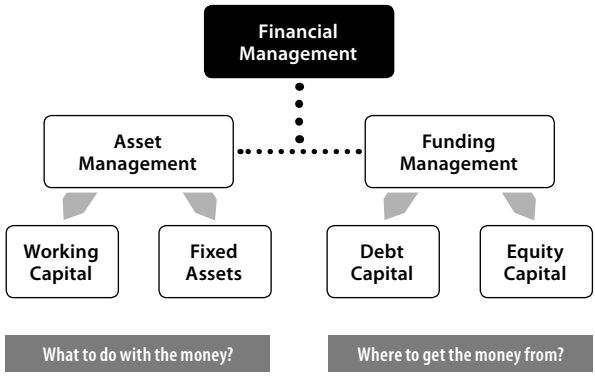
Finance Function • **Funkcja finansowa** • A staff function, crossing over the core managerial activities of strategy, operations and *risk management*, which handles five main tasks or decisions:

- accounting: keeping the books, reporting, internal controls, *forecasting*,
- *capital structure*: finding, sourcing and sustaining appropriate levels of *debt* and *equity*,
- capital budgeting: choosing capital investments, valuing *projects* and forecasting,
- *cash* (liquidity) management: *default* avoidance, *working capital* management,
- tax planning: minimising, through tax avoidance but not evasion, income tax expense.

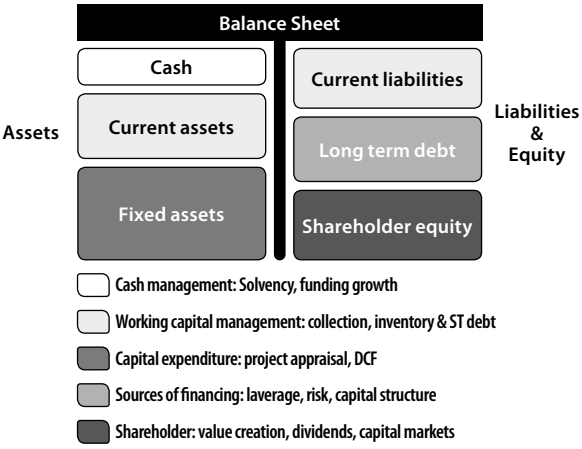
In a large organisation, the finance function will be handled by a *Finance Director* or a Chief Financial Officer. In *SMEs*, the finance function will be handled

by the owner/operator. Since the finance function interfaces with lenders, it will be of particular interest to banks. While a weak finance function is rarely the main cause of business failure, it is often a contributing factor as problems are not identified and addressed early enough to avoid *bankruptcy*. A competent finance function is therefore key to the successful operation of a business.

Finance Function



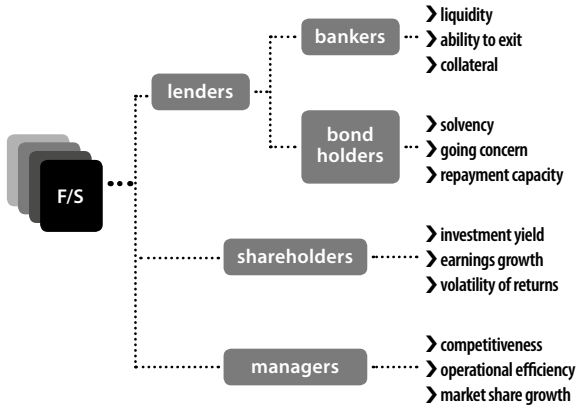
Financial Management



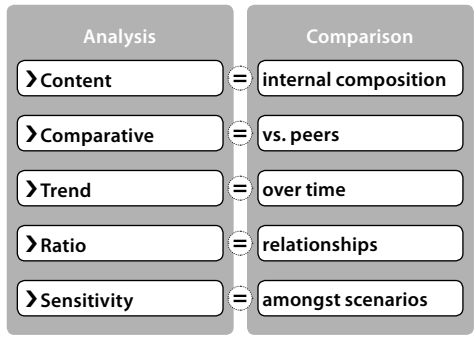
Financial Analysis • **Analiza finansowa** • The thinking required to understand a company's business, its industry, its *performance* as reflected in *financial statements* and the *risks* it faces. Of necessity, much of this involves sorting out accounting issues ("While he had no formal training in accounting, Ben began to learn the dark secrets of the ledger, which he continued to probe until he could see right through the conjurings of the accounting sorcerers". Reference

J. C. Lowe on Benjamin *Graham*). Financial analysis makes a progression from raw data to the ability to take actions. It often involves simplifying, comparing, quantifying (often employing *financial ratios*), qualifying and *forecasting*. Qualitative conclusions, which distil financial reality down to clear value statements (i.e. this is "good" or "bad", "strong" or "weak"), are ultimately sought. Financial analysis will also factor in market and competitive conditions as *benchmarks* for *peer* comparisons.

Financial Analysis: User Focus



Financial Analysis: Types



Focus

Fortune: How do you get your ideas?
Buffett: I just read. I read all day. I mean, we put $500 million into PetroChina (which we sold five years later for $4 billion). All I did was **read the annual report**.

Warren Buffett's financial analysis technique quoted in *What Warren Thinks*, "Fortune", April 28, 2008, p. 27

Financial Architecture (vernacular) • **Architektura finansowania** (żargon) • The conscious design of a financial system to allow it to operate efficiently and safely. In a domestic economy, such design might consist of a competitive industry operating within the framework of rigorous banking *regulations* and the protection of a safety net (deposit insurance and *lender of last resort*). There are other choices to be made. A system might allow, or disallow, financial-industrial groups. It might be open, or closed, to the foreign ownership of financial institutions. It might encourage national institutions or localised community-based activities. Whatever design, it is meant to accomplish some public policy objectives. The term "financial architecture" is most commonly used in the context of globalisation to highlight the lack of any coherent or robust global structure. In the late 19th century, the gold standard came closest to fulfilling such a role. Now, the world relies on an institutional (e.g. *IMF*, Basle Committee, government rescues, etc.) patchwork to stay upright. At least the design is still standing, even after some storms. But what if there is a real blow?

The Good Ol' Days?

In many ways, the globalisation of Anglo-American financial institutions and the liberalisation of trade since the 1980s signal a return to the pre-1914 [WW I] world… [but, in contrast] the world today [lacks] a system of international monetary '**architecture**' comparable with the gold standard after circa 1870.

Niall Ferguson *The Cash Nexus*, 2001, p. 421

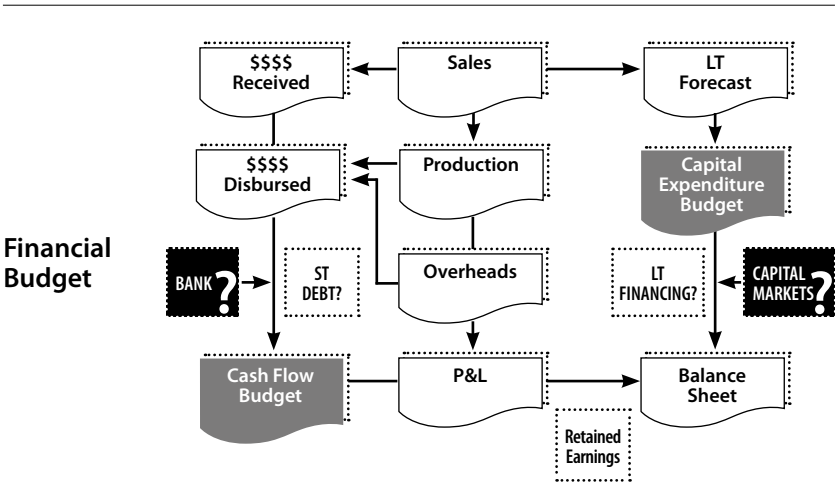
Financial Backer • **Uzupełniające źródło finansowania** • A source of funding of a project or commercial enterprise, usually operating in the background. The backer may not have the time, inclination or know-how to become directly

involved yet it has sufficient faith in the undertaking to lend financial support. Examples might be a guarantor of a loan, a sponsor of a project or an outside investor in a start-up.



Financial Budget • **Budżet finansowy** • A plan to manage the sources and uses of financial resources, both in the short-term (ST) and the long-term (LT). Financial budgets have two main components. A *cash flow budget* will track the inflows and outflows of cash over the *operating cycle* with particular focus on whether there will be any cash shortages or negative balances. To avoid *insolvency*, such cash flow shortages must either be avoided altogether (by either slowing down outflows or accelerating inflows) or financed. If shortages are temporary, or simply a result of money tied up in current assets, access to short-term debt (often a bank credit) will be arranged. More permanent and growing shortages will merit long-term sources of financing (see *matching principle*). A *capital expenditure* budget will track the outflows and inflows over a longer time period. The commercial merits of the investment will be verified by such investment appraisal techniques as *net present value* analysis. Because capital expenditures involve large lump sum amounts, a capital expenditure budget will also focus on whether there is a need to arrange new long-term sources of financing

via the capital markets. Financial budgets interact with operating (or "functional") budgets such as sales and production and are a subset of an enterprise-wide comprehensive budget known as a master budget. Financial budgets are an important financial management tool, especially to avoid the possibility of *financial distress* arising from operational and financing activities.



Financial Calculators (Web based) • **Kalkulatory finansowe** • Tools on the worldwide web that facilitate complicated mathematical calculations such as annuities, present values, etc. thereby saving *number crunching*. They are often provided as a service on financially oriented websites (e.g. Investopedia, Financial Times). For a useful set of business-oriented calculators offered by the AICPA, your author suggests: www.360financialliteracy.org/Life+Stages/Entrepreneurs.

Financial Centre • **Centrum finansowe** • Any city with a high concentration of financial service activities such as banks and investment firms. Ancillary services such as regulators, lawyers and accountants will also cluster along side to provide support. Financial centres can be global (New York, London), regional (e.g. Tokyo, Frankfurt, Paris, Singapore, Dubai) or national (e.g. Toronto, Mumbai, Warsaw). They arise from blend of historical, fiscal and political reasons. A key factor is a large population size that permits aggregation of capital and the creation of service networks. Tax havens (e.g. Cayman Islands) that are a special-purpose financial centre can be small. There is usually competition for the benefits that financial centres bring to a city (e.g. employment, spending, tax base). They need a supportive regime to flourish. This includes effective regula-

tions (reliable, trustworthy but not intrusive) and a favourable business climate. See also *Wall Street*.

Financial Data Consolidators • Firmy monitoringu finansowego • Companies that provide access to a standardised set of *financial statements* for a broad range of companies or subscribers in professional investment communities. Their offering is becoming obsolete due to the increasing availability of financial information in eXtendible Business Reporting Language.

Financial Decision Making • Podejmowanie decyzji finansowych • The various considerations used to take financial actions, be it lending, investing, selling or liquidating. Financial decision making can be placed in the context of any kind of practical, action-oriented thinking. We can identify four distinct modes of financial thinking:

Rational Financial Decisions (*)			
	Stage	**Description**	**Some Tools**
⇓	Situational Appraisal	• measuring and assessing past performance and current status; asking "what is going on?"	*Financial analysis Due diligence*
	Problem Analysis	• recognising problems (or opportunities); asking "what is wrong?" or "how can we profit?"	*Benchmarking*
	Decision Analysis	• selecting amongst various choices to minimise the problem or maximise the opportunity	*Risk-reward trade-off*
	Potential Problem Analysis	• considering the future's prospects and protecting decisions; asking "is it safe?"	*Risks, hedging, forecasts, sensitivity analysis*
(*) Based on Kepner-Tregoe's "Rational Manager" Model			

Like all good thinking, financial decision making should be consciously disciplined and structured. For example, there is a logical sequence flowing from situational appraisal (what are the facts?) to problem analysis (what's wrong? – is there a gap between what is and what should be?) to decision analysis (what choices do we have to deal with the problem?) and, finally, to potential problem analysis (will it work?).

Geniuses

[Businesses] need accountants who not only run the accounts but also, more importantly, provide value added to the company by taking part in corporate **decision making**. [But] Poland missed the opportunity of ensuring that the audit profession was seen as the classic training ground for CFOs, which it is in the West… In the past, Polish accountants used to follow strictly regimented German-style solutions where creative thought was not required. This attitude remains for the most part and in turn engenders a mind set in the chief accountant who, after a while, stops arguing with his accounts staff and accepts the perceived wisdom of some professor who has published a standard chart of accounts. An individual who, on the one hand, can convince the accounts staff that his solution is correct and, on the other hand, get the same staff to provide data that could be of some value to the business in the planning process, is a genius.

What To Do When It Comes To Role Play by Andrew Kinast, "Warsaw Business Journal", December 9–15, 2002, p. 13

Financial Disclosure • **Ujawnienie informacji finansowej** • Providing relevant financial information to accurately portray an entity's financial reality (i.e. its past performance, its current status and its future prospects) and thereby help determine its *valuation*. Such disclosure is primarily via statutory *financial reporting* (which is a legal minimum) but is also supplemented by other forms of communication (e.g. press releases, analysts meetings, guidance). While financial disclosure has a cost (see *go private*), it can also create value. The more information investors can analyze, the greater their confidence in their ability to understand a business will be and thereby they will bid up the price of its shares. Thus, in any risk-reward trade-off considerations, increased transparency tends to reduce perceived risk and in turn lower the *cost of capital*. Offsetting this benefit are two forces which may temper disclosure. First, financial disclosure must be conveyed to all, not just a few, otherwise it can lead to *insider trading*. Second, companies may be tempted to hold back certain competitively sensitive information. However, care must be taken that competitive issues do not become an excuse for secrecy. Moreover, the unwillingness to share detailed information can sometimes be actually motivated by *window dressing* or earnings manipulation. While the *efficient market hypothesis* suggests that such games

are counter-productive, ensuring adequate financial disclosure is a key task of accounting regulators.

A Landmark

Without a doubt, the Sarbanes-Oxley Act is the single most important piece of legislation affecting corporate governance, **financial disclosure** and the practice of public accounting since the US securities laws of the early 1930s. And, it is clear that public companies and the accounting profession have made tremendous progress in meeting the rigorous requirements of this legislation.

PricewaterhouseCoopers ("Sarbanes-Oxley home page" on www.pwc.com)

Financial Economics • Ekonomia finansowa • A branch of economics that has focused on creating formal economic models on how financial markets operate. It pays particular attention to the impact of time, uncertainty, options and information on the pricing of financial instruments. Some notable concepts – with very simplified descriptions – in financial economics could include:

Some Key Financial Economics Ideas	
Concept	**Description**
Arbitrage	◆ How markets tend to eliminate profit opportunities
Arrow-Debreu model	◆ How markets clear to reach an equilibrium price
Efficient Market Hypothesis	◆ How markets digest information
Fisher Separation Theorem	◆ Investing and financing decisions are separate issues
"Homo Economicus"	◆ Investor's decisions are based solely on calculations
Modern Portfolio Theory	◆ How diversity tends to eliminate certain risks
Modigliani-Miller Theorem	◆ How a firm's capital structure effects its cost of capital
Rational Pricing	◆ What assets should cost if markets were rational
Time Value of Money	◆ How the value of cash flow varies with its timing
Risk-free Interest Rate	◆ How much return is needed to compensate for savings
Yield Curve	◆ How interest rates vary with term-to-maturity

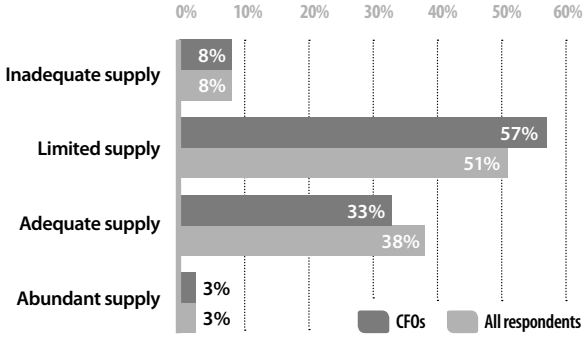
Economics is typically intellectually robust. A great deal of emphasis goes into mathematical quantification. But because of the need to make simplifying assumptions, economics often has limited application in practical use. Financial

economics enjoys unique real-world applicability since financial markets come relatively close to the conditions of perfectly competitive markets.

Financial Engineering • Inżynieria finansowa • The conscious effort to create customised *financial product*s to enhance *shareholder value* through financial, as opposed to operational or strategic, means. The tools of financial engineering typically involve sophisticated instruments such as options ("calls" and "puts"), pricing contracts ("forwards", "futures" and "swaps") and ownership positions ("long" and "short"), usually created by investment banks which can trade in the capital markets. Arguably, the commercial banker's effort to *structure* loans is a form of financial engineering.

Financial Executives International • FEI • Organizacja FEI • A special interest and advocacy group based in North America composed of people drawn from the corporate *financial management* function (e.g. chief financial officers, treasurers and controllers). It was first established in New York City in 1931 as "The Controllers Institute of America" with the intent to "professionalise" the role of financial managers. Another role was to lobby governments on finance-related public policy issues. Today the FEI concentrates on the professional development of its 15,000 members through peer networking, career planning services, conferences, publications, special reports and research.

Finance Executives International
Many – including CFOs – say finance talent is in short supply



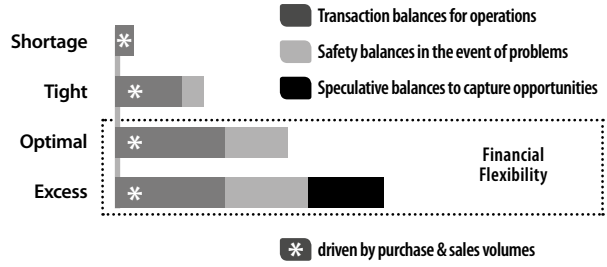
When you survey the external market, how would you characterize the current supply of qualified, high-potential individuals ("talent") who are likely to excel in finance?

Source: *The Finance Talent Challenge*, "The Deloitte Review"; www.deloitte.com

Financial Flexibility • Elastyczność finansowa • The ability to capture new opportunities or deal with adversity. This means either having a reserve of ex-

cess *liquidity* or the ability to tap into sources of extra capital. Financial flexibility is one of the motives for holding cash.

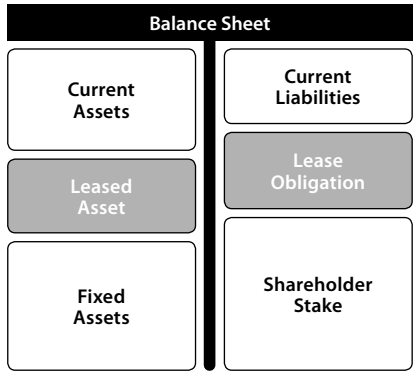
Financial Flexibility



Source: Intrum Justitas (www.intrum.pl)

Financial Lease • **Finance Lease** • **Leasing finansowy** • A *lease* that, by virtue of its substantial likeness to *long-term debt*, should be *capitalised* on the balance sheet. This means that despite not having legal ownership over the asset's legal title, the leased asset should be carried as a fixed asset at its fair value as if the company owned it. The fixed asset will then be depreciated based upon the company's normal accounting policies. On the liability side of the balance sheet, the *net present value* of future lease payments (discounted at an implicit interest rate) should be carried as a long-term liability to match the recognition of the asset's existence. Future periodic lease payments are broken down between an interest component (which is expensed in the income statement) and a principal reduction in the lease liability. The treatment of a financial lease under IAS #17 is a good example of the *substance over form* accounting principle. The underlying financial reality of a financial lease is that a "leasor" has acquired an asset by financing it.

Financial Lease



Financial Freedom • **Wolność finansowa** • A word that has two meanings. The more common one describes the ability to blithely ignore the need to 'make ends meet'. In the case of individuals, it would mean not having to work. Thus, we might say: "His pension savings provided him with financial freedom in his retirement years". The second meaning relates to the freedom enjoyed by the financial sector unfettered by any intrusive regulations. Based on a creed of "free market fundamentalism" (i.e. free markets are inherently superior to central planning), governments were supposed to be distant and supportive, not controlling. We might say: "Deregulation brought financial freedom to the sector with mixed results: while access to capital and innovation flourished, systemic risks from bubble-inducing imbalances increased". See also *deregulation*.

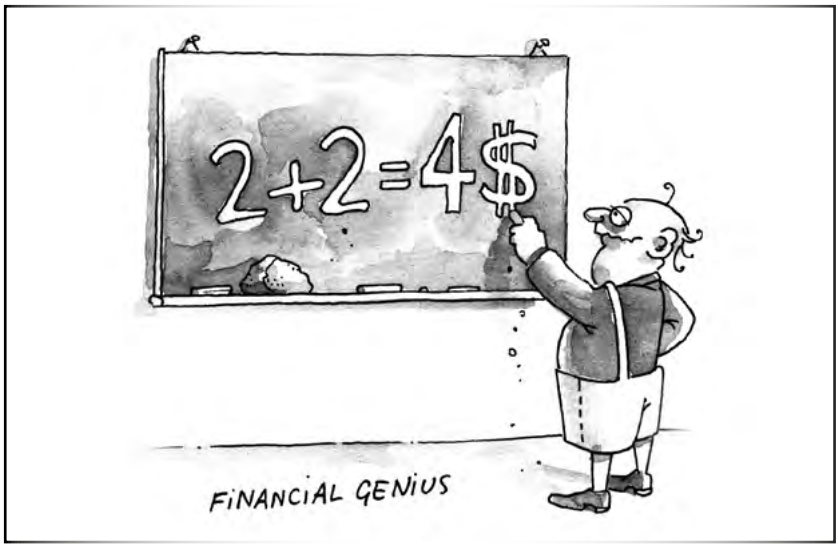
Age-Old Worries

Economists should study philosophy. The risks that come from freedom – political, intellectual and emotional – have worried thinkers from Plato onwards. **Financial freedom** should be no exception. A new philosophy of money and credit based the human inability to act virtuously could well be the key to a healthier financial future.

Life After the Meltdown
"Fortune" (Europe), January 19, 2009, p. 30

Financial Future • **Finansowy kontrakt futures** • A *future contract* that is referenced against a *financial index*.

Financial Genius • **Geniusz finansowy** • Somebody endowed with special gifts to intuitively understand accounting, finance and money matters sufficiently to make a lot of money by doing so. Also used in a tongue-in-check fashion to mock somebody without much numerical business literacy.



Not Much

That a certain diligence is required in financial transactions is not in doubt: the practitioners and their acolyte lawyers are known to work relentlessly. Needed also are at least an elementary knowledge of corporate accounting and the ability to digest and remember the information so revealed. Needed most of all is a relentless desire to accumulate money at whatever cost to reputation or personal liberty. But not much else.

The economist J.K. Galbraith's irreverent description of **financial genius** quoted in *Victor Posner, master of the hostile take-over* in "The Economist", March 9, 2002, p. 81

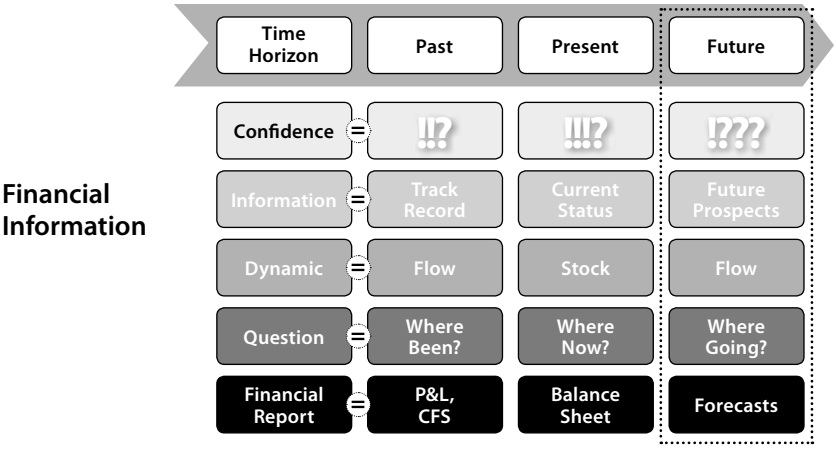
Financial Health • **Kondycja finansowa** • How well off someone is financially. For individuals, this usually means having a good job, putting money aside and building wealth through an investment program. In the case of an enterprise, it is commercial viability in the competitive marketplace. This in turn refers to a firm's durability, safety, reliability and profit-generating capacity. A truly healthy firm can meet its obligations as they come due (e.g. it possesses adequate *liquidity*), carry sustainable levels of debt (e.g. it can avoid *insolvency*) and create value for shareholders commensurate with its risk. Of course, money is not everything. But, like physical health, it is needed to live well.

Check Up

Your **financial health** depends on asking a simple question: what are your earnings? Ignore the accountants, the analysts and the brokers who snigger at your stupidity. They're smooth talking villains who have a vested interest in confusing you.

Shawn Tully, *Don't Get Burned* "Fortune", February 18, 2002, p. 28

Financial Information • **Informacja finansowa** • The insight into financial reality that can be gleaned by examining financial reports. To qualify as "information" – as opposed to mere "data" – an *accounting user* must be able to reduce uncertainty and be better placed to make a decision. Thus truly valuable information will shed light on the future. The decision making usefulness of historical reporting must come from inference. A track record will infer where the commercial entity is going.



The Power of Information

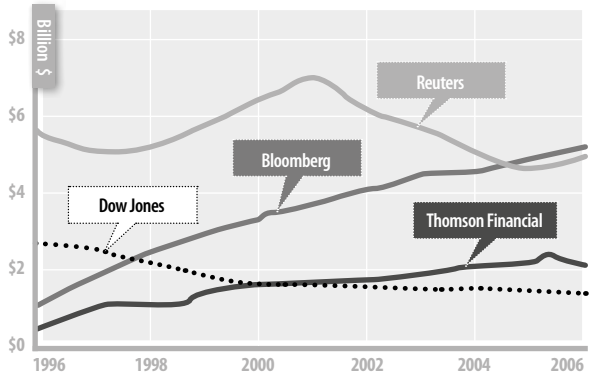
Information is a beacon, a cudgel, an olive branch, a deterrent, depending on who wields it and how. Information is so powerful that the assumption of information, even if the information does not actually exist, can have a sobering effect.

Steven Levitt and Stephen Dubner, *Freakonomics: A Rogue Economist Explores the Hidden Side of Everything*, 2005.

Financial Information Providers • Agencje informacyjne, finansowe •

A service that provides financial data, analytic software, trading tools and news (electronic, print, TV, radio) via on-site electronic terminals (referred to as, say, "the Reuter's" or "the Bloomberg") to subscribers who pay a regular fee (usually around $1,000–$1,500/month). There are four main financial information providers offering to feed the capital market's insatiable thirst for *financial information*. The oldest is London-based Reuters which was born in 1851 when Paul Julius Reuter started sending stock market quotations between London and Paris via the new Calais–Dover cable. Today, the most popular provider is now Bloomberg who has managed to complement information content with powerful computerized services. Financial information providers help fulfill the *efficient market hypothesis* and *democratized markets* by making information quickly available at low cost to millions of market participants.

Financial Information Providers
Revenue



Source: "Fortune" (Europe), 28.05.2007, p. 62.

Hooked

"It's like drugs, like selling heroin, and they get you hooked, and they screw around with cables under desks, and they keep selling… All the traders are out there saying, 'I've got to have a **Bloomberg**, I've got to...' It's like crack cocaine, because everybody has to have it, right?"

Thoughts of a Wall Street executive on the industry's dependency
"The Bloomberg" in "Fortune" (Europe), May 28, 2007, p. 64

Financial Innovation • **Innowacja finansowa** • Big leaps in financial ideas which have significantly impacted the broader economy. While the capital markets are constantly innovating in the pursuit of competitive advantage (see *frontiers in finance*), the truly noteworthy ideas have had a broader impact on economy. Sometimes the "law of unintended consequences" is at work. For example, leniency on bankrupts was initially motivated by humanitarian considerations. Yet it proved to have wider benefits from encouraging entrepreneurial risk-taking. While there is no "official list", we offer the following as worthy of acclaim:

Some Breakthrough Ideas in Finance

Innovation	Key Idea	Improvement
Lender of Last Resort	• To avert panic, assure sources of liquidity	• Financial stability
Limited Liability	• Shelter investors from exposure to total loss	• Capital formation
Bankruptcy Protection	• Give a second chance to bankrupts	• Entrepreneurship
Net Present Value	• Reflect the time value of money in decisions	• Value creation
Liquidity Preference	• Confidence is needed for investment decisions	• Fiscal policies
Deregulation	• Market discipline is better than intervention	• Soundness
Securitization	• Separate the origination and hold functions	• Efficiency
Option Pricing	• Quantify the value of future opportunities	• Risk management
Junk Bonds	• High-yield bonds for high-risk borrowers	• Access to capital
Derivatives	• Create contracts that quantify performance	• Risk management

The sources of financial innovation often have their roots in academic study (see *financial economics*). Other background sources are advances in mathematics or information technology which can be utilised in finance.

The Big Three

There have been three **great inventions** since the beginning of time: fire, the wheel and central banking.

Will Rogers, American humourist

Financial Instrument • **Instrument finansowy** • A general term broadly capturing any contract which gives rise to both a financial asset of one enterprise and a financial liability or equity instrument of another enterprise. In the case of assets, financial assets distinguish themselves from tangible assets such as inventory or property and intangible assets such as goodwill and capitalised costs. Most liabilities are, by their nature, financial instruments. The most common financial instruments include:

- cash, bank balances & certificates of deposit,
- trade receivables or *payables*,
- loans, *bonds, preferred shares* and *shares*,
- *derivatives* such as forwards, futures, swaps, options, etc.,
- guarantees.

Financial instruments are so encompassing that is important to note what they do not include:

- investments in subsidiaries, associates or joint ventures,
- post-retirement benefits,
- stock option plans,
- property or life insurance.

The term "financial instrument" is relatively new to accounting. Business people would not naturally refer to such straight-forward matters as cash or a receivable as a financial instrument. With the increasing presence of *derivatives*, accountants had to think more about abstract assets and liabilities that nonetheless could lead to quite concrete cash flows. All financial instruments generate a cash receipt and disbursement. It is when the cash flows are uncertain or contingent that valuation issues arise. The real significance of financial instrument is that assets and liabilities captured by the definition are subject to rigorous rules regarding accounting for financial instruments.

Financial Intelligence • **Znajomość finansów** • A general description of knowledge in matters of money. It might come from a grasp of accounting and finance. It is gained by experience in investing or doing successful business transactions. Most of all, it requires a healthy dose of *commercial common sense*.

Boot Camp

The class was not faring well. On its accounting exam the average score was 32 percent. The teacher was particularly exasperated that so many students had missed a multiple-choice question on the meaning of retained earnings. "Don't tell me that you're on the audit committee and can't tell me what retained earnings are," an accounting professor from the graduate school of business, said to the class. These were no first-year M.B.A. students. They were top executives and board members of some of the nation's largest corporations, at a novel post-Enron boot camp… About 80 officers and directors from major companies sat through three days of lectures to understand how to do their jobs at a time when far more people are watching them.

Back to School, But This Is for Corporate Officials
"New York Times", September 3, 2002.

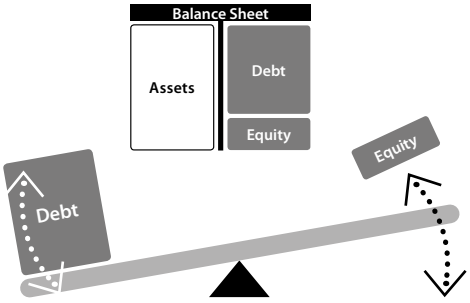
Financial Leverage • **Dźwignia finansowa** • The use of debt in an enterprise's *capital structure* to finance assets. Leverage is widely employed in business because it offers several advantages:

The Rewards of Using Other People's Money

Benefit	Description
Capital Availability	Equity funds may be insufficient to finance the minimum *asset base*; *returns to scale* can be achieved by larger size
Owner's Returns	Because creditors only require a contractual rate of return, surplus profits belong to shareholders; their ROE is enhanced
Cost of Capital	Deductibility of interest from *taxable income* creates a tax shield and lowers the overall after-tax cost of capital
Financial Discipline	The requirement to make regular principal and interest payments to lenders focuses management's attention

But the use of leverage comes at a cost: greater risk of default and consequent liquidation; more restrictive terms and conditions and higher interest charges. Leverage is a *financial management* decision using the *risk-reward trade-off* to find an optimal degree of debt. This judgement is a compromise between the lender's credit standards and the borrower's risk tolerance. In general, the lower the *business risk*, the greater the leverage that can be safely undertaken. The classic case is a public utility, with a regulated market monopoly and protected revenue base, which can safely leverage/gear itself aggressively with modest *risk*. See also *financial leverage effect, operating leverage* and *solvency ratios*.

Financial Leverage



Financial Leverage Effect • **Efekt dźwigni finansowej** • A measure of the impact of *financial leverage* on net profits due to fluctuations in sales levels. Financial leverage effect (FLE) is quantified by a simple formula:

FLE	=	$\frac{\text{Operating Profits or EBIT}}{\text{Net Income (Before Tax)}}$
EBIT = **E**arnings **B**efore **I**nterest & **T**axes		

See also *operating leverage effect* and *total leverage effect*.

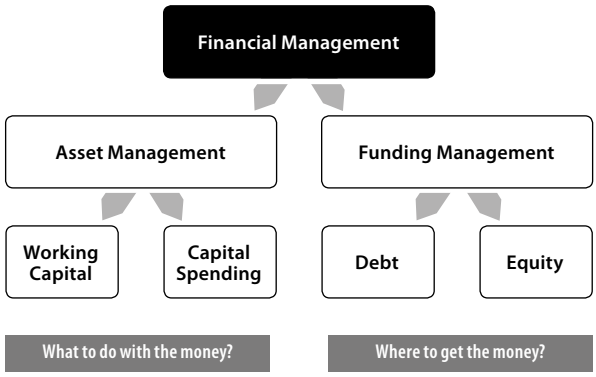
Financial Literacy • **Biegłość w finansach** • The degree to which people can grasp technical ideas in accounting, finance and business. The issue is important for investors, especially at the retail level, who are making financial decisions. Professionals, such as CFAs (Chartered Financial Analyst), make it their business to "speak the language" fluently. Hopefully this book will help the cause (see www.360financialliteracy.org).

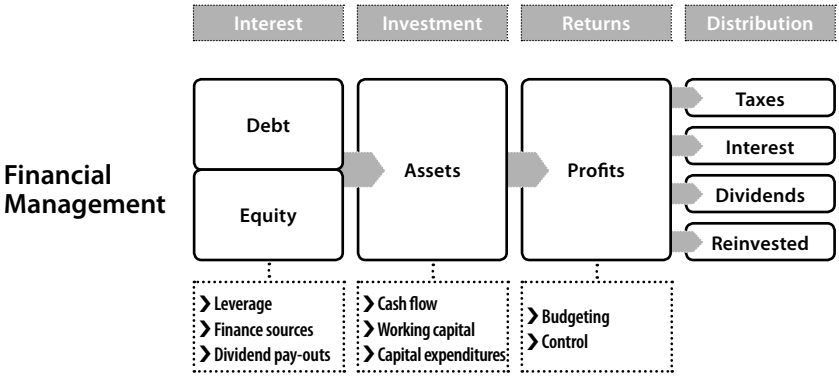
Financial Management • **Zarządzanie finansami** • A component of the *management* function that concerns itself with an enterprise's sources and uses of financial resources (i.e. its finance function). While an element of financial management is embedded in just about all activities within a profit maximising firm, as a distinct function from selling and production, financial management has three basic focus points:

Financial Management	
Focus	**Description**
Investing & Operations	• Help select investment projects with the greatest return • Apply *capital budgeting process* to *capital expenditure* choices; use *short term financial management* to help determine *working capital* investments • Oversee the *accounting* function which plans, co-ordinates, measures and controls operating activities; oversee measures of *profitability*
Raise New Capital	• Find sources of capital, either *debt* or *equity*, to finance asset investments • Choose the optimal degree of *leverage;* address risks of *insolvency* • Optimise the *weighted average cost of capital*
Maintain Sources of Capital	• Use *cash management* to ensure that debts are serviced on time to avoid *default;* comply with *covenants* and adhere to regulations (e.g. for financial statements, tax payments, securities regulations) • Choose a *dividend* payout which maximises share value; communicate with shareholders and *capital markets* to maximise share prices • Finance growth through either retained earnings or new outside capital; avoid *over-trading* by *sustainable growth*

In larger corporate businesses, financial management will be the responsibility of designated full time managers (see *finance director*). A challenge in *small and medium enterprises* is the need to undertake financial management without the benefit of a specialist who is precluded by the firm's size.

Financial Management





Financial Modeling • Spreadsheet Modeling • Modelowanie finansowe • Modelowanie na arkuszu kalkulacyjnym • The use of models to predict the future real world behaviour of financial entities. Models can range from a simple forecast of a business enterprise's cash flow to fair value estimates of sophisticated derivatives. The most advanced versions use statistical analysis of past events to try to project the future with probabilities of occurrence assigned to a range of outcomes. Set loose by Microsoft's ubiquitous Excel software, financial modeling is now an integral part of modern finance.

Financial News Services • Serwisy finansowe • A multimedia real time source of financial information combining news, data and analysis which is distributed to subscribers via computer terminals and satellite TV. Some providers also offer *front* and *back office* trading systems built on the platform of their databases. The main service companies are:

- Reuters,
- Bloomberg,
- Dow Jones Markets,
- Bridge,
- Datastream/ICV.

So much data is available that "overload" can arise: information gets wasted or, worse, through distraction results in poor decisions. This has led some banks to start to harness their own *information technology* in an attempt at *knowledge management*.

Financial Press, The • **Prasa finansowa** • News media (including newspapers, magazines, websites and television programmes) devoted to following company and financial market news. Arguably Clarrence Barron was the "father of financial journalism" ("The Economist", May 5, 2007, p. 63). Today, the world's best known international English language financial newspapers would surely be the "The Wall Street Journal" (2 million copies in 2007) followed by the "Financial Times" (600,000 copies). As well, the large circulation general business press will typically devote plenty of page space to financial market subjects. English language heavyweights would include "BusinessWeek" (4.5 million copies), "The Economist" (1.2 million copies), "Forbes" (1 million copies) and "Fortune" (850,000 copies). In addition to print media, there is the television networks (e.g. CNBC, Fox Business) devoted to financial news, especially in the USA. The financial press plays an important role in disseminating and analysing information that helps make the *efficient market hypothesis* work.

Hungry

There's a huge hunger for more **understanding** and access to markets, business and economic issues… While the public may not understand all aspects of business, they know the economy is the driver of our way of life and the foundation of our power.

Former CEO Carly Fiorina on the public's appetite for financial news
"Fortune" (Europe), November 12, 2007, p. 47

Financial Ratios (Enterprises) • **Wskaźniki finansowe (przedsiębiorstw)** • Arithmetic calculations which express financial relationships in convenient and logical terms. Ratios typically concern themselves with:

Financial Ratios		
Ratio Category	**Focus**	**Example**
Activity	Efficiency or ageing	Receivables Turnover
Liquidity	Degree of liquidity	Current Ratio
Solvency	Burden of debt	Debt Equity Ratio
Profitability	Earning capacity	Return on Equity Ratio
Coverage	Protective cushion	Security Coverage Ratio

Ratios are tools of *financial analysis*, not the end products. They can be calculated to suit the analyst's own needs. Ratios must be interpreted and put into context, either by "comparative" or "trend" analysis. Comparative analysis requires a *benchmark* standard to compare against. For example, a *working capital* ratio of "1.3" is far more significant if we know that enterprises in the same industry typically have ratios of, say, "1.8". Another use of financial ratios is to examine trends over time to get an idea of where the company might be going. A caveat with ratios is that they are only as good as the underlying inputs or values. For instance, if seasonality affects the accounts, care will have to be taken in interpreting the resulting ratios. Or, if *assets* are overvalued, the resulting ratio will be distorted. Summarising, ratios are a convenient expedient – not insight. In the words of Donaldson, they are "a shorthand for a shorthand".

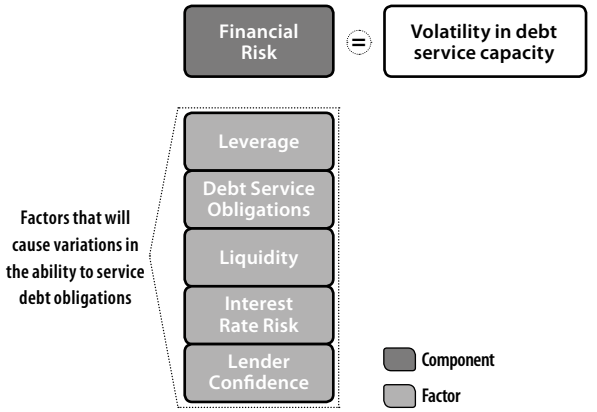
Cause vs. Effect

The operating ratios are of great value as measures of efficiency but they are only measures and not efficiency itself… Management remains a matter of judgement, of knowledge of products and processes and of understanding and skill in dealing with people. The **ratios** will indicate how well these things are being done and will show comparisons with how they are being done elsewhere. But they will tell us nothing about how to do them.

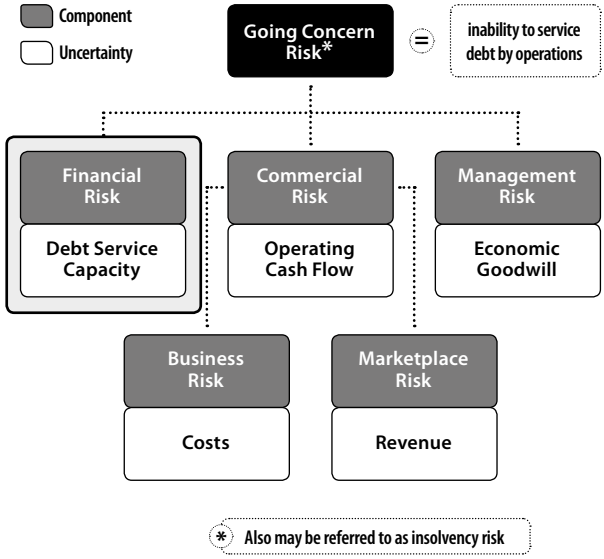
Lord Arnold Weinstock (CEO GEC plc)
"Sunday Times", February 1993, p. 3

Financial Risk • **Ryzyko finansowe** • A component of the overall hazards facing a commercial entity that emanates from a firm's use of *financial leverage*. When a firm borrows, it incurs fixed payment obligations to service interest and repay principal. If it fails to meet such payments (say, because of adverse market conditions or poor business decisions) it could trigger a default which could jeopardize the going concern if the firm goes bankrupt. The term can also be more loosely used to describe any volatility in the value of a financial asset. Compare to *business risk* and *commercial risk*.

Financial Risk (Enterprise)



Threat Hierarchy: Financial risk



Financial Risk Factors • **Czynniki ryzyka finansowego** • A discussion in the *notes* to the financial statements disclosing the various financial risks an entity is exposed to and how they are managed. Such risks consist of the following:

- market risks from price changes effecting balance sheet items carried at *fair value*;
- credit risks from default by debtors of the firm;

- liquidity risks from the firm's default vs. the demands of its creditors and lenders;
- interest rate risk from valuation losses arising from changes in interest rates.

Because financial markets are both inherently volatile and impact a firm's *going concern*, accounting users are typically keenly interested in such information.

Financial Risk Institute • **Instytut Ryzyka Finansowego** • A non-profit organisation founded in 1984 by several high-profile banks and consulting firms that is dedicated to promoting better financial risk management, particularly through *derivatives*. It is an offshoot of the International Finance & Commodities Institute in Geneva, Switzerland. Its website at www.ifci.ch is a useful source of information on risk management know-how.

Financial Stability Forum • **Forum Stabilności Finansowej** • A body of *regulators*, finance ministers and *central banks* from the *Group of Seven* industrialised countries, as well as international organisations (*World Bank*, *IMF* and OECD), which focuses on improving global financial stability, in particular the aversion of a financial crisis. The creation of the FSF was in response to fears about durability of *financial institutions* and *capital markets* after the Asian financial crisis of the late 1990s. In a world of increasing globalisation, co-ordinated efforts that span across national boundaries are necessary to avoid *contagion*. The success of the FSF will depend not only on the design of new reforms but getting them to be implemented by all concerned.

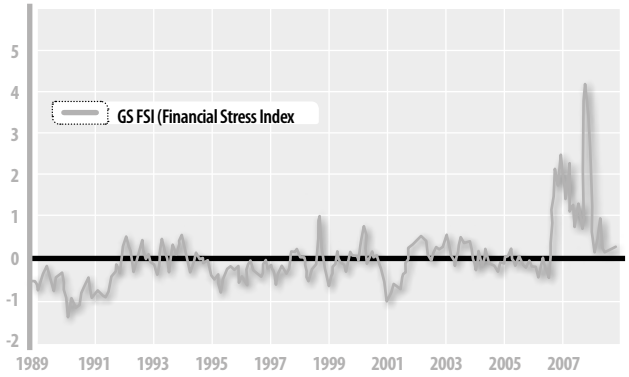
Galloping Apocalypse

What eventual drove Marx back to economic studies was the apparent arrival of the long-awaited **international financial cataclysm** in the autumn of 1857. Beginning with a bank collapse in New York, the crisis spread like a galloping apocalypse. Marx was infected by the melodramatic spirit of the moment. Throughout the winter of 1857–1858 he sat in his study until about 4 a.m. every night, collating his economic papers 'so that I at least get the outlines clear before the deluge'. The flood never came but Marx continued to build his ark, convinced it would be needed sooner or later.

Francis Wheen *Marx's Das Kapital*, 2006, p. 27

Financial Stress Index • **Indeks stresu finansowego** • A measure of the potential for *financial crisis* in capital markets. Factors include the degree of *leverage* in financial markets, bank share prices and the shape of *yield curves*. The index was first developed by Montreal based Bank Credit Analyst Research Group. Other indexes, such as Goldman Sachs (see below), include factors related to the degree of impairment of financial markets such as counterparty risk, liquidity risk, refunding risk and broader risk aversion (such as the percentage of monies held in money-market mutual funds in relation to equity market capitalization).

Financial Stress Index



Source: Goldman Sachs Global ECS Research.

Financial Superclass (vernacular) • **Finansowa ekstraklasa** (żargon) • A description of an elite group of people and businesses that are earning a disproportionate share of the financial sector's income. For example, the top 50 financial institutions control almost $50 trillion in assets or one third of the global total or the top hedge manager made $3 billion in 2006. These inequalities are supposedly natural results of the operation of free and efficient markets that reward economies of scale and clever investing. That said, a public and regulatory backlash against unbridled competition in free capital markets can make the superclass a target for criticism or envy ("a monster that must be tamed" in the words of the German president in 2007).

The Lucky Few

Of the world's elites, none has flown higher than those who have led the financial community. The re-engineering of international finance has been one of the transformational trends of our times – in just a quarter century, capital flows became massive, instantaneous and controlled by a new breed of traders representing a handful of major financial institutions from a few countries.

Change is in the air for the financial superclass by David Rothkopf in the "Financial Times", May 16, 2006, p. 9

Financial Supervision Authority (Polish) • **Komisja Nadzoru Finansowego** • **KNF** • KNF is an integrated governmental body responsible for financial sector *regulation* in Poland. It was established in 2006 to consolidate the oversight of pension and securities trading (see [*Polish*] *Securities and Exchange Commission* [*KPWiG*]/*Poland*) and expanded in 2008 to include banking regulation and supervision. KNF's mandate is both broad and deep. It is partly a consumer watchdog protecting the interests of market actors. It also acts to ensure the smooth operation of capital markets through orderly trading and transparency of those tapping the markets. Collectively, these promote the confidence in both the capital markets and financial institutions needed for a healthy financial sector. The KNF's establishment was not without its controversy. Existing regulators were credited with doing their job well. In the case of the banking system, 75% of assets were backstopped by strong global players who were presumably already adequately regulated and ready to assist their subsidiaries in any crisis. Thus, there were the (perhaps inevitable) suspicions that tinkering with a good thing was more politically motivated than prudential. Moreover, the temptation for regulators to interfere with the operation of healthy free markets in the name of exercising authority might well be exacerbated when a super-regulator the likes of KNF is endowed with even more powers. So why construct a super-regulator? Integrating regulation under one roof has both advantages and disadvantages. The primary advantage is in better dealing with ubiquitous systematic risk and avoiding isolated administrative "silos" (and cracks for dangers to fall between). In this regard, the KNF can point to Britain's *Financial Services Authority* as being a respected precedent. A disadvantage is the loss of healthy diversification and even a failsafe overlap that an American system might boast. Multiple regulators also help prevent "regulatory capture" whereby cozy relations between a single regulator and the regu-

lated result in complacent oversight. As well, absent specialization and intensive focus, is a single regulator really able to grasp what's going on? How many staff would be sufficiently skilled to land a job in the companies they are overseeing? The ideal regulatory model has yet to be found. The *Credit Crisis of 2007–2009* has humbled everybody. A meddling, bureaucratic regulator can clog up a healthy system with superficial interference. Even worse, it can instill a false sense of security (e.g. "Confidence is the feeling you get when you don't fully understand the situation"). On the other hand, a lax, compromising regulator can let the "animal spirits" of unchecked competition get out of hand at the public's expense. As in other markets, Poland's regulatory environment is evolving, trying to find the right balance between a "hands-off" and "hands-on" role that deft regulation requires.

Competitive Advantage

Unlike most countries, Poland did not have to support any financial institution with any direct financial aid financed by the tax payers. However, we are now facing further challenges. The expected economic slowdown and the turmoil on global financial markets will necessitate huge efforts to maintain an appropriate environment for secure functioning of the financial market in Poland. Our goal will be to ensure that the stability of our financial system remains a clear advantage of the Polish economy.

Comments by Stanisław Kluza, Chairperson, PFSA,
Report on Activities, 2008, p. 6

Financial Weapons of Mass Destruction • Broń finansowa masowego rażenia • A dramatic criticism of financial derivatives by *Warren Buffett*, one of America's most respected investors. Drawing analogies to terrorist threats, Buffett was concerned about the complexity, hidden, off-balance sheet accounting and destructive power of derivatives. Since his famous quote on p. 41, many of the concerns about derivatives have been tempered. For example, it is possible to reduce counterparty risk by buying *credit default swap* protection or having exposures cash collateralized. Fair value accounting rules now require that derivatives be marked-to-market daily so there is immediate feedback as to their status. The chairman of the US Federal Reserve would subsequently publicly defend derivatives as legitimate risk management tools. Derivatives have since become more accepted in finance although lingering

doubts remain (Consider this: "Fortune", July 6, 2009, article entitled: *Derivatives: The Risk That Still Won't Go Away*). Indeed, in 2008 Buffet's company Berkshire Hathaway revealed to regulators that it has entered into at least $4.85 billion in derivative transactions. The company also has a significant ownership stake in Moody's, a credit rating agency deeply involved in subprime *collateralized debt obligations* that were instrumental in the *Credit Crisis of 2007–2009*.

Madmen

Unless **derivatives contracts** are collateralized or guaranteed, their ultimate value also depends on the creditworthiness of the counterparties to them. In the meantime, though, before a contract is settled, the counterparties record profits and losses – often huge in amount – in their current earnings statements without so much as a penny changing hands. The range of derivatives contracts is limited only by the imagination of man (or sometimes, so it seems, madmen).

Warren Buffett quoted in "Berkshire Hathaway's Annual Report", 2002

Financier (archaic) • **Finansista** (archaiczne) • A rather old-fashioned description of anybody who engages in *finance* such as a banker or investor. It connotes somebody of some substantial power and influence.

Name a Price

In 1901, Carnegie approached **financier** J.P. Morgan to ask what he would pay in order to own US Steel. Morgan told him to name his price. Carnegie took a pencil and on the back of an envelope wrote the number: "$480 million". He passed it to Morgan, who looked at it and said without hesitation, "I accept".

How America's most successful 19th century steel magnate sold his business
Excerpted from *How the Scots Invented the Modern World*, 2001, by Arthur Herman, p. 407

Financing Decisions • **Decyzje inwestycyjne** • The decisions required to raise money for new projects, in particular "lumpy" capital expenditures that re-

quires a significant commitment of resources. Some of the questions that need to be addressed would include the following:

- Does the new project merit the incremental costs of new capital?
- What are the risks associated with any new financing?
- What is capital structure: more debt or equity?
- If debt, what kind of interest rate (floating or fixed)?
- Which currency to raise new capital in?

In theory, there are no financing decisions per se only investing decisions (i.e. if an investment has a positive net present value, it should be financed in line with an optimal *capital structure*). In an efficient market, new money could always presumably be found for worthwhile projects ("if you build it, they will finance it"). However, financing decisions are in fact an important business issue since markets do not always operate perfectly, especially for smaller businesses with limited access to finance.

Timidity

Low debt gives a company more of a cushion against financial shocks (and makes its stock price less volatile), which reduces stress for the CEO. Most of the time investors would gladly accept the extra volatility accompanying extra value they get from replacing some equity with debt capital. But investors don't make the **financing decisions**.

Crushed by… Savings in "Fortune" (Europe), March 6, 2006, p. 30

Financing/Gearing/Leverage Effect (& Inflation) • **Efekt finansowy** • **Efekt dźwigni (i inflacja)** • A measurement of inflation's favourable impact on *profitability* when *leverage* is employed in financing assets. Since borrowers reap potential gains by being able to repay debts with "cheaper" money, any inflationary gains on assets are, relative to equity amounts, magnified by debt. This impact can be quantified either in absolute amounts (*Financing Effect*) or in relative terms (*Gearing Effect*).

How Financing Leverages Value Gains					
Equity financing	Funding Sources	100	80	50	20
Net Monetary Liabilities (NML)		0	20	50	80
A: Investment		$100	$100	$100	$100
B: Nominal asset value increase: 15% x 100		$15	$15	$15	$15
Return on Equity (Nominal): B/A		15%	18.75%	30%	75%
Inflation rate		5%	5.00%	5.0%	5%
Return on Equity (Real) – increases with leverage:		**10%**	**13.75%**	**25%**	**70%**
Real asset value increase: 15% -5% =10% x 100		$10	$10	$10	$10
Financing Effect: NML x 5%		+0	+1	+2.5	+4
Total returns to equity after leverage		$10	$11	$12.5	$14
Equity: amount (above)		$100	$80	$50	$20
Return on Equity (Real): real $ / equity $		**10%**	**13.75%**	**25%**	**70%**
Return on Assets (Real): [15%-5% x 100]/100		10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Gearing Effect: Leverage % (D/E) x CPI (5%)		+0%	+1%	+2.5%	+4.0%
Return on Leveraged Assets (ROLA)		10.0%	11.0%	12.5%	14.0%
Leverage factor: equity/investment (A)		1.0	.8	.5	.2
Return on Equity (Real): ROLA/Leverage Factor		**10%**	**13.75%**	**25%**	**70%**

The financing/gearing effect is illusionary in the long run because lenders insist on being compensated with higher interest rates by higher nominal interest rates that include a premium to offset losses from inflation. Thus, in the absence of inaccurate estimates of inflation, borrowed money – even with high nominal rates – is no more „expensive", in terms of real costs, in an inflationary climate.

Financing Statement • **Sprawozdanie z finansowania** • A description of an investment *project* that details where the money is going and where it is coming from. See table p. 44.

It is analogous to the sources and uses of funds found in a set of *financial statements*. Financing statements focus on two key issues: have we budgeted all costs and do we have enough money to complete? They are an important analytical tool, especially to address the possibility of completion risk.

Example: Financing Statement	
Feasibility, design & engineering	XX
Land	XX
Facilities construction	XXX
Equipment	XXX
Capitalised interest	XX
Initial start-up & testing	XX
Over-run contingency	XX
Total expenditures	XXXX
Investment by sponsor	YY
Government loan	YY
Project financing credit	YYYY
Over-run facility	YY
Total financing sources	YYYY

Fire Sale Prices (slang) • **Paniczna wyprzedaż** (slang) • Prices of assets or investments that are unusually low. It was as if the storage facility was on fire and had to be sold in a panic.



Firm Commitment Offering • **Umowa o subemisję usługową** • An arrangement in which an *investment bank* assumes the risk of bringing new securities to the *capital market* by buying the issue at a firm price from the issuer outright. The bank then resells, or "places", the securities to investors. The sell-down may often be facilitated by the investment bank's distribution capacity through a network of retail offices. A firm commitment underwriting assures the company raising capital a guaranteed amount of new funds. However, in return, the issuer pays higher fees. A firm commitment is more common than a *best efforts underwriting*.

First Call Information (market vernacular) • **Dać cynk** (żargonowo)**, typ** • Any privileged information conveyed (as in "we'll call you on the telephone") to investors by traders in a market. For example, if a large block of shares was for sale, a trader with a loyal relationship to a high volume investor might offer the shares to the investor before going to the market. If this favour was considered to be an abuse of *insider information*, it would be against most stock market regulations. However, it may also be no more than intimate trading relationships. *Hedge funds*, who buy and sell on such trading volumes that brokers are keen for their patronage, are thought to seek first call information.

Fisher Equation • **Równanie Fishera** • The mathematical link between *nominal* (or market) interest rates and real interest rates. It was first developed by the American economist Irving Fisher.

Fisher Equation				
m = money		**r = real**		**i = inflation**
$(1 + \%_m)$	=	$(1 + \%_r)$	X	$(1 + \%_i)$

Fisher, Irving • **Fisher, Irving** • One of America's greatest *financial economists*, Irving Fisher (1867–1947) was a prolific (2,000+ articles) professor at Yale University who contributed path-breaking ideas to monetary economics and, with his theories of capital and interest, to finance. His seminal work – *The Theory of Interest: As Determined by Impatience to Spend Income and Opportunity to Invest It.* (1930) – would become the intellectual foundation for most of the financial theory of investments during the 20th century. Fisher can take credit for first seeing such ideas as:

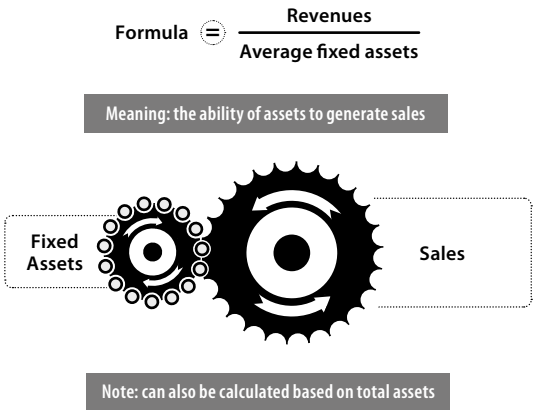
- understanding the various forces (both saving and investing) that determine *real interest rates;*
- how nominal interest rates are connected to real interest rates via inflation (expressed in the *Fisher equation*) and the existence of the money illusion;
- applying the Fisher equation to foreign exchange markets; such markets will tend to give countries the same real interest rate ("international Fisher effect"); assuming interest rate parity and purchasing power parity, any differences in nominal rates will be due to differences in inflation rates;
- maximization of *net present value* should be the goal of production and the sole criteria for capital expenditure decisions to increase capacity;
- the "Fisher separation theorem" justified the delegation of production decisions to firms which maximize present value without any direct dependence on shareholder preferences. It also justified the separation of the firm's financing and production decisions;
- his exchange equation MV = PT (actually an identity); where M = money supply, V = velocity of circulation, P = prices and T = transaction volume was the foundation of the quantity theory of money: the identity becomes a theory when V is assumed to be independently determined;
- Fisher may also have been the first economist to emphasize the role of what are now called *real options* in increasing the flexibility of production opportunities.

Irving Fisher was no ivory tower economist. He was a vocal and high profile social reformer who was prepared to tackle what he saw as powerful vested – and misguided – interests. Unlike Joseph Schumpeter, Fisher was not fond of bankers, especially when they fuelled "boom and bust" credit cycles. He was particularly concerned that high levels of debt, combined with falling asset prices, would trigger price deflation. In his view, much of the human suffering of the Great Depression in the 1930s could be laid at the feet of imprudent bankers during the 1920s. (By directing so much ire to just one player in the system, he was an early example of bank bashing). Fisher's influential views on the dangers of bank credit encouraged more central bank control of the money supply as well as tighter bank regulation. For all his brilliance, Fisher's career also had an ironic and tragic side. Despite a reputation as a financial expert, he badly misread the stock market conditions of his day. Much to his regret, just before the Great Crash of 1929, Fisher publicly pronounced that "Stock prices have reached what looks like a permanently high plateau" (Galbraith *The Great Crash*, p. 75). As well as suffering a public loss of credibility, he lost a considerable private fortune in the ensuing market crash. It was a humbling lesson in the hazards of applying academic ideas to the market. The pain of such setbacks possibly add-

ed a personal bitterness to his subsequent attacks on the flaws in the financial system.

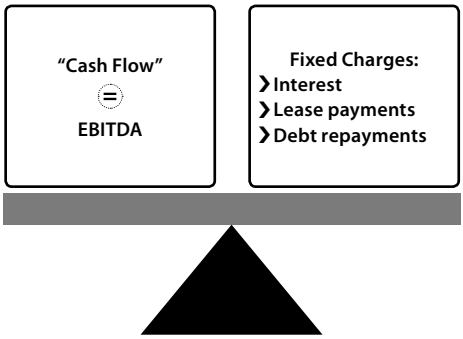
Fixed Asset Turnover • Rotacja aktywów trwałych • A *financial ratio* that measures the relationship between sales revenue and fixed assets, in particular the production assets used to generate those sales. The higher the ratio, the more sales can be generated from a given investment in productive capacity. Turnover ratios will tend to be driven by both technological (e.g. capital intensity of production, capacity utilisation) and commercial considerations (price per unit of output) and will be specific to each industrial sector. (An average range for a manufacturer might be between, say, 1.5–2.5). The higher the ratio, the better since businesses economise on fixed assets. The ratio is typically used in a trend analysis over time and in peer comparisons between firms.

Fixed Asset Turnover



Fixed Charge Coverage Ratio • Wskaźnik pokrycia stałych obciążeń • The relation between *cash flow* and an enterprise's mandatory obligations such as interest expense, scheduled principal payments and lease payments. If cash flow were insufficient to meet these payments, the business would face default and possible insolvency.

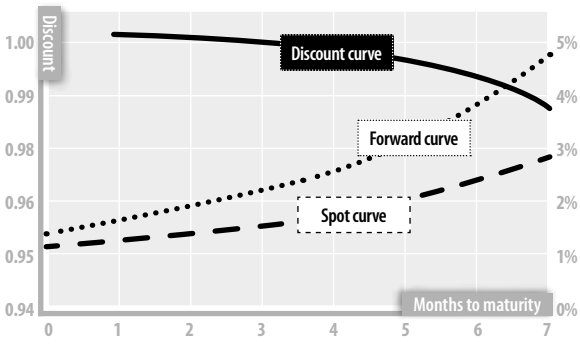
Fixed Charge Coverage Ratio



Fixed Income Markets • **Rynek papierów wartościowych o stałym dochodzie** • The market for *financial instruments* that pay a fixed yield from *interest*. See *bond market*.

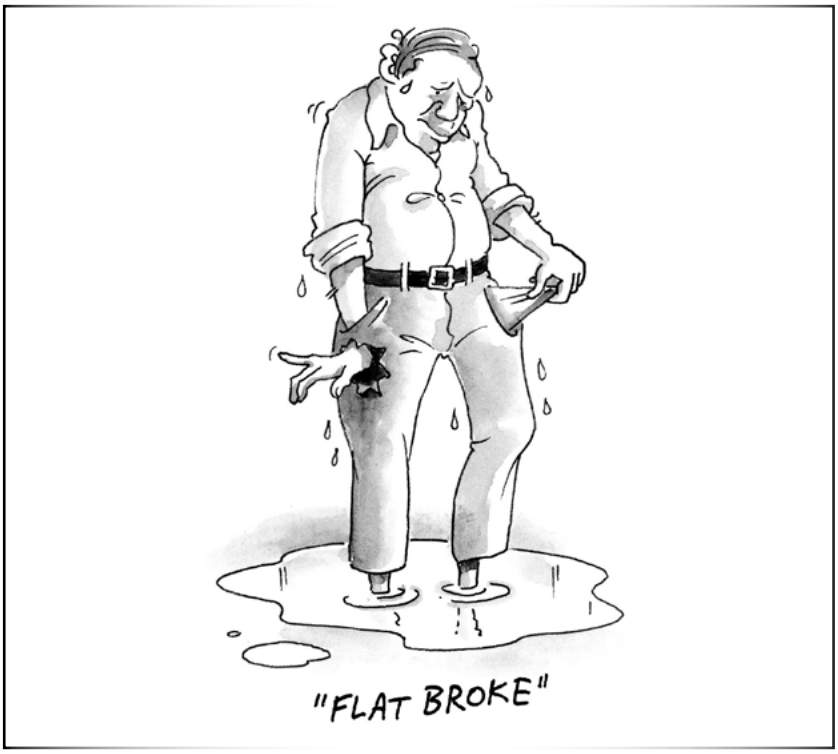
Fixed Income Term Structure • **Struktura terminowa instrumentów o stałym dochodzie** • The quantification of the *time value of money* in the financial markets through a process of arbitrage that makes money in different time periods financially equivalent. Financial markets use "spot curves" (spot interest rates as a function of maturity), "forward curves" (forward interest rates all for the same maturity but with different forward periods), "discount curves" (discount factors for different maturities) and *yield curves* (bond yields for various maturities) to quantify the effect of time on money's value.

Fixed Income Term Structure



Flat Broke (slang) • **Kompletnie spłukany** (slang) • To be utterly without money; penniless; destitute; also, "stone" or "stony broke". For example, "I can't

help you – I'm flat broke", or "He's stone broke again". The first term dates from the mid-1800s and uses flat in the sense of "completely" or "downright". The variant dates from the late 1800s. See also *beam-ends*.



Flip Transaction (slang) • **Transakcja wirtualna** (slang) • Any transaction which is quickly reversed bringing the parties back to their original financial position. Flips are typically a buy quickly followed by a sell. For example, a speculative investor may be said to have "flipped the property": instead of holding real estate for a long term gain or usage, the property is immediately sold for a quick profit. Flips are often motivated by profit seeking, income tax, legal or even money laundering reasons to give an impression of commercial activity. Flips may be fundamentally artificial when measured by the *substance over form* criteria. See also *churning*.

Sugar Daddies

Remember when day-trading, not baseball, was the great American pastime? I doubt most of you can name three IPOs from the past five years. That's because the most common business model [in Silicon Valley] now is "build to **flip**" – start a small company and quickly sell it to the highest bidder. Ideally, the buyer is Google, Microsoft, Yahoo! Or AOL, the sugar daddies of Web 2.0

Web Boom 2.0, "Time" (Europe), December 25, 2006–January 1, 2007, p. 45

Floorless Convertible ► Death Spiral.

Flotation • **Floatation** • **Wprowadzenie spółki na giełdę** • The issuance of new equity shares to the public capital markets where they will be widely traded in a *secondary market*. The term's origins come from the analogy of giving previously illiquid shareholdings "buoyancy" (i.e. an ability to be rise to the surface of a market). Flotations are carefully governed by stock exchange regulators and typically involve the issuance of a *prospectus* so that investors have a reasonably clear picture of the company's situation. When a flotation is done for the first time, it is referred to as "going public". See also *initial public offer (IPO)*.

Fooled by Randomness • **Oszukani przez wybór losowy** • An idiom in the English language used to describe when someone sees a pattern where there is just random choice. The insight is attributed to the writer Nassim Taleb (see also *black swan*) who wrote an influential book of the same title in 2001. If there are enough people making predictions, a few are inevitably going to achieve impressive results simply by chance. However, this does not mean they were necessarily smart or that they will continue to out-perform in the future. Rather, they merely had a lucky streak with multiple successes in a row that looks like skill. In fact, it was a deceptive manifestation of luck that cannot be easily repeated.

Footsie (slang) • **Indeks Footsie** (slang) • The informal name for the "Financial Times Stock Exchange 100", a popular stock market index covering large capitalisation shares traded on the London Stock Exchange.

Forced Conversion • **Konwersja przymusowa** • When a *convertible* security – such as a bond or a preferred share – is converted into equity ("called in") at

the instigation of the issuer. This is "forced" in the sense that the holder of the security cannot block the transaction (despite an ostensible commercial interest to convert when share prices rise). Such rights are usually permitted by the terms of the instrument if the underlying equity stock has a market value well above the conversion price. (If the market price is only marginally above conversion price, the bondholder might want to stay in the existing instrument since the share price could be temporary). By forcing conversion, the issuer eliminates debt off its balance sheet without requiring any cash payment while at the same time increasing its equity.

Foreign Currency Bonds • Obligacje walutowe • Bonds denominated in foreign currencies relative to the borrower's base of operations or domicile. Such a transaction presents inherent complications compared to issuing a security in your own currency. First, there is the risk of exposure to foreign currency, when the foreign currency strengthens against your own currency's cash flow. Second, as a "foreigner" in another market issuers will usually be less recognized and will have to pay a risk premium. However, in the case of large entities such as governments and multinational corporations there might be a variety of attractions to borrowing offshore:

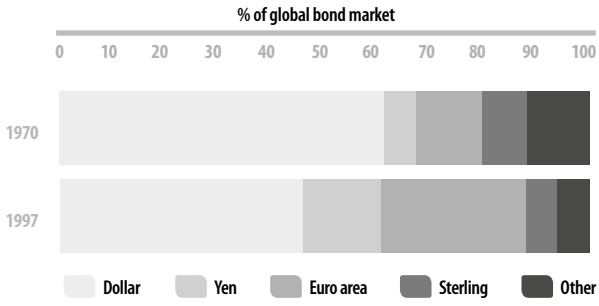
- a foreign "hard" currency may be more stable and predictable,
- access to deeper and cheaper pools of capital available in wealthier foreign markets,
- proceeds can be used by companies to break into foreign markets,
- foreign exchange swap hedges allow conversion into the issuer's local currency,
- foreign issuer bonds can also be used to hedge an existing foreign exchange rate risk,
- foreign investors diversify an investor base away from domestic markets.

Bond issues are generally governed by the law of the market of issuance (e.g. a bond issued in Canada by an investor based in Europe will be governed by Canadian law). Often foreign currency bonds are given nicknames:

Foreign Currency Bond Nicknames		
Name of Bond	**Currency**	**Issuer**
Eurodollar	U.S. dollar	non-U.S. entity outside the USA
Kangaroo	Australian dollar	non-Australian entity in Australia
Maple	Canadian dollar	non-Canadian entity in Canada
Samurai	Japanese yen	non-Japanese entity in Japan
Yankee	US dollar	non-US entity in USA
Shibosai	Japanese yen	private placement in Japan
Shogun	non-yen	non-Japanese entity in Japan
Bulldog	pound sterling	non-British entity in London
Matrioshka	Russian rouble	non-Russian entity in Russia
Arirang	Korean won	non-Korean entity in the Korea
Kimchi	Non-Korean won	non-Korean entity in the Korea
Formosa	Taiwan Dollar	non-Taiwanese entity in the Taiwan
Panda	Chinese renminbi	non-Chinese entity in China

Foreign currency bonds are a manifestation of globalization in finance markets. In this regard, external market forces can have a significant influence on a country's domestic activities. For example, the threat of a *credit rating* downgrade because of weakened domestic finances can increase a nation-state's borrowing costs and thereby be a force for externally imposed fiscal discipline.

Foreign Currency Bonds



Source: Salomon Smith Barney/"The Economist", 11.11.1999

Power Trip

If I am ever reincarnated after my death, I'd like to come back as the **bond market**. You can intimidate everyone.

Attributed to US political pundit and writer James Carville

Foreign Currency Exposure • Foreign Currency Exchange Risk • Zaangażowanie w walucie zagranicznej • When the relative values of the currencies change, as they will often do with floating exchange rates, a holding gain or loss will occur as measured through the perspective of a particular currency. When the foreign currency is repurchased or resold (i.e. the foreign currency position is eliminated), the holding gain or loss will be realised (i.e. converted into cash). Thus all foreign currency transactions are, by definition, "realised". (Arguably there is an unrealised component in the brief period between contracting for delivery and settlement.) It is important to distinguish between a foreign currency transaction, where an actual exchange occurs and a foreign currency translation. The former is an economic event; the latter is an accounting measurement of what an item is worth in another currency.

Forgery • Falsyfikat • A bank note, share certificate or financial document that is fake (i.e. not the real thing) but which is designed to fool unsuspecting parties by its close imitation. In the case of bank notes, forgery is called "counterfeiting". Forgery was traditionally a concern in finance since financial transactions were conducted by exchanging pieces of paper representing the financial contract. If the document could be duplicated, a fraud could be perpetrated by exchanging the forged document for cash. With the rise of modern printing techniques and electronic transactions, forgery is a less common crime (although the crime of computer fraud has taken its place).

Forward Contract • Kontrakt terminowy typu forward • A contractual agreement to buy or sell something in the future at a predetermined "delivery" price. The agreement to buy is referred to as a *long* position; to sell is *short*. By "locking in" fixed price, a forward contract reduces uncertainty from possible price fluctuations and hence acts as a *hedging* tool. Forward contracts exist for both commodities and *financial instruments*. For example, a buyer of goods denominated in a foreign currency may wish to be sure of the price and availability of the foreign currency. If foreign exchange markets are sufficiently developed, a buyer can enter a forward purchase contract by finding a counterparty willing to sell forward. (Of course, the buyer could always buy the currency in the *spot market* and invest it

until it was needed. But this would tie up capital.) Forward contracts pose a risk to both parties in the contract: the inability or unwillingness of the other counterparty to perform as agreed. See *counterparty risk*. Additionally, in the case of banks acting as agents on behalf of their clients, there is *foreign exchange forward risk*.

Forward Cover • **Pokrycie terminowe** • The purchase in the cash market of the difference between what must be delivered in a forward contract and the amount of the asset that can be delivered. For example, if an agricultural producer sold short (i.e. agreed to sell) 100,000 units of a commodity in October in a forward contract, but its harvest would allow it to deliver 60,000 units, it would need to purchase 40,000 to cover its futures obligation. Forward cover is necessitated when there is a mismatch between the volume of forward contracts and the physical ability to deliver.

Forward Instruments • **Instrumenty terminowe typu forward** • A general term to describe any forward contract – or simply a "forward". Forwards are over-the--counter *derivatives* that are agreements to a trade at one point in time that will take place at some later time. Forwards are typically used as a hedging tool to lock in a future price and thereby to remove price risk for a seller who is "long". Contrast with a *futures* contract, a standardized contract that can be traded in a liquid market.

Forward Price-to-Earnings • **Wskaźnik forward P/E (Cena/Zysk)** • A measure of the *price-to-earnings ratio* (P/E) using forecasted earnings for the calculation. While an estimate is not as reliable as actual earnings, a forward P/E analysis is often used to compare current earnings to estimated future earnings. If earnings are expected to grow, the forward P/E will be lower then the current P/E. A forward P/E can also be used to compare one company to another with a forward-looking focus.

The Past Isn't Prologue

Investors didn't flinch. The stock actually went up by almost a dollar after management admitted its botched accounting. "RIM could say, 'When we redo our books, we'll find we've never made any money.' And I would contend that nobody would care about that," says an equity analyst. "People will ask, 'How much money **will you** make next year?'".

Article on the share price of Research in Motion company quoted in "Canadian Business magazine", April 9, 2007, p. 30

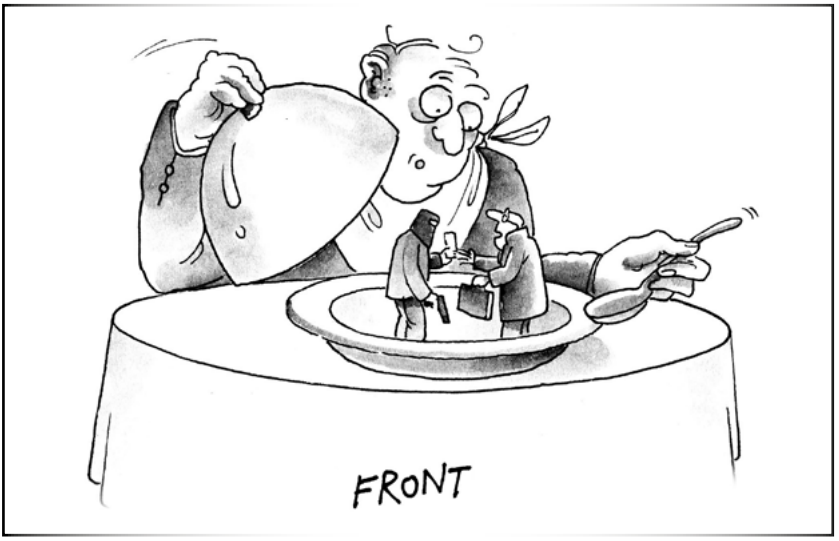
Forward Subsidiary Merger • **Fuzja prosta ze spółką zależną** • A means used to acquire another business. The entity being purchased (the "selling entity") merges and dissolves into a subsidiary of a buying entity. The shares of the selling entity's shareholders are exchanged for cash, property or stock of the buyer's subsidiary. This is the same result as a simple merger, except that the selling entity, by being merged into the subsidiary, itself becomes a wholly-owned subsidiary of the buyer – with the primary advantage that the liabilities of the selling entity are separate and not assumed by the buyer.

Founders' Stock • **Akcje założycielskie** • Stock issued to the founders of a company, usually at a lower price than paid by other investors.

Franked Income (UK) • **Dochód zwolniony z opodatkowania** (Wielka Brytania) • A classification of business income whereby any *dividends* are exempt from further taxation in the hands of a "flow through" recipient such as an investment fund. In this way, there is no double taxation of company profits (dividends being a distribution of profits that have been taxed once already). The origin of the word "frank" is as in putting an official stamp on a document.

Free Float (Shares) • **Akcje w obrocie** • The issued and outstanding equity *shares* of an enterprise held in the hands of investors who are actively trading, or willing to trade, in the market. This contrasts with large blocks held by either *strategic investors* or *institutional investors* who are not looking to sell. A healthy amount (say +/- 25% of outstanding shares) of free float is necessary for both efficient pricing and *liquidity*. Its absence means that large volume sellers or buyers will tend to move the market price by their own transactions. Institutional investors, who automatically tie their positions closely to stock market indices, are particularly sensitive to the amount of free float. Contrast with *market capitalisation*.

Front (slang) • **Słup** • **Przykrywka** (żargon) • Any activity or business entity that is purposely designed and operated to hide another, usually less legitimate, activity. Thus a store or restaurant, which takes in cash receipts, can be used as a *money laundering* operation. *Bank deposits* would include laundered money purported to be earned in the store (which may in fact be losing money). Since fronts often are, by design, quite plausible to outsiders, the only way that they can be uncovered is by *audit* that reveals the true nature of the artifice.



Front-End Load • **Opłata przy zakupie jednostek** • A fee paid when a retail investment, such as a mutual fund or annuity, is purchased. It is meant to cover administrative costs, transaction fees and sales commissions. The percentage fee is immediately taken out of the amount invested and paid to the distributor. Contrast to *back-end load*.

Front Running (vernacular) • **Ustawianie się (przed dużym zleceniem)** (żargon) • Trading stock or bond positions ahead of a large investment fund when you have information that the fund is about to buy or sell a particular holding. Since a large transaction will tend to move the market price in a predictable fashion, an insider can profit from such knowledge. Front running is illegal and sometimes taints the *mutual fund* industry when asset managers engage in it at the expense of their clients. It is also called "forward trading". Compare to *color*.

Frontiers of Finance (hype) • **Granice finansów, kresy finansów** (przenośnia) • Anything exotic, sophisticated, innovative and new in finance. Cynics might say it's only what the *quants* can grasp. With information and risk analysis being the building blocks of finance, advances in computer and statistical science have made it possible to do all sorts of new things. The frontier exists because of intense market competition and the inherent risk-taking nature of the industry that seeks "the edge". Many are hungry for novelty, especially in periods of sustained prosperity, cheap money and excess liquidity. Much of this exploratory spirit is to be applauded. Truly better risk management makes for a sounder financial system and less systemic risk. That said, there are lingering doubts in go-

ing "where no one has gone before". Are complexities in fact misunderstood (especially who is at risk)? Are we falling prey to a false sense of complacency (it won't happen again)? Are we caught up in hype (to play in big leagues)? Is there a prudent sense of humility (do we really know what's going on)? Are we departing from commercial common sense (in making classic errors)?

Fruits and Suits (British slang) • **Owoce i garnitury** (brytyjski slang) • A humorous reference to the participants in *initial public offerings* during the go-go days of the dotcom boom in Britain. The "fruits" were the technical experts who were internet visionaries. In their casual attire and lack of financial savvy, they tended to be seen as bohemian and thus outré to the macho guys in the City. The "suits" were the accountant-types who wore Saville Row attire and power ties, talked about the figures and imparted a sense of probity to the whole venture. The combination of such vision and practical sense was supposed to be appealing to investors, at least until the bubble burst in 2001.



Fundamental Analysis • **Analiza fundamentalna** • An approach to share valuations that focuses on the underlying future earnings capacity of a business. It makes extensive use of financial statement analysis to predict share values based on "rational" formulae. Consideration is given to such metrics as prospects for market competitiveness, earnings and dividends. The influence of management, technology developments and economic conditions is also factored in. This is in contrast to *technical analysis* techniques that focus on the perception of share value by the stock market and tries to predicts share prices by considering demand and supply forces in the market.

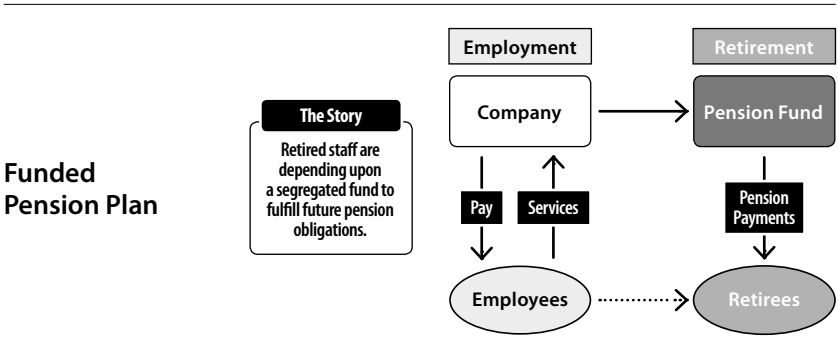
Funded vs. Unfunded Pension Plans (Financial Implication) • **Kapitałowe i niekapitałowe systemy emerytalne (konsekwencje finansowe)** • Pensions (or "retirement plans") require future payouts of cash by a "sponsor" (typically a firm or a government) to beneficiaries (retired individuals). Pension plans can be structured in several ways with a basic distinction between the formula for the payouts being defined either by contributions made into a fund or by benefits owed out of a contractual obligation. In the case of the latter, there is a further distinction between "funded" (monies set aside in advance of payouts) or "unfunded" (payouts made directly by the sponsor):

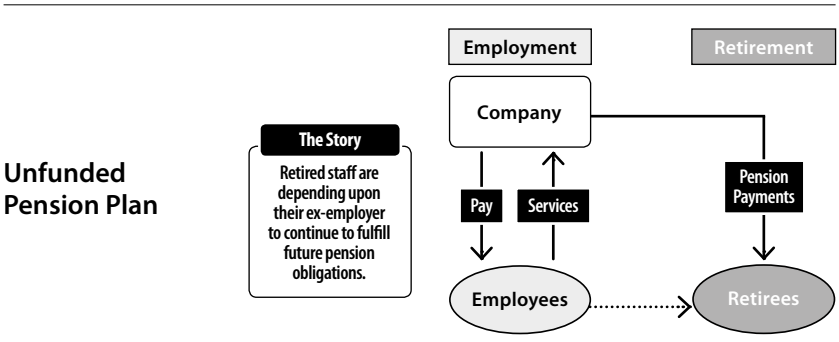
<table>
<tr><th colspan="3">Pension Plans</th></tr>
<tr><th>Defined Contribution</th><th colspan="2">Defined Benefit</th></tr>
<tr><td rowspan="3">◆ Payments based on what's in the fund
◆ Investment returns effect fund size
◆ Often pension "portable"
◆ Popular amongst private firms
◆ Appealing to beneficiaries</td><td colspan="2">◆ Payments based on formula
◆ Usually a function of exit salary, yrs. worked
◆ NPV of future obligation is uncertain</td></tr>
<tr><td>Funded</td><td>Unfunded</td></tr>
<tr><td>◆ Pre-pay obligations</td><td>◆ Pay-as-you-go</td></tr>
</table>

All defined contribution plans are, by definition, "fully funded" (i.e. money has been set aside by the sponsor and/or beneficiary in advance to be paid out later). The sponsor's obligation is extinguished upon payment of monies into the fund. Payouts will be solely a function of what's in "the pot" (i.e. the initial amounts put into the fund and the returns earned once monies are invested). In the case of defined benefit plans, retirees are guaranteed future payments according to a pension formula (for example a % of a salary being earned at retirement times years of service). This makes future payments inherently uncertain. The ultimate cost of a defined benefit plan is dependent on actuarial (e.g. life-span), market (e.g. salary levels) and financial (e.g. investment returns) outcomes. There may be two options (depending on the applicable legal requirement) to satisfy future defined benefit obligations. Money can either be put aside in ad-

vance and invested (i.e. a "funded" defined benefit plan) or it can be paid when due by the employer (i.e. an "unfunded" defined benefit plan). A common variant involves partial funding with an outstanding obligation to "top up" any anticipated shortfalls over time. The accounting measurement and disclosure issues surrounding pensions are quite complex and are separate issues unto themselves (See the *Compendium of Accounting in Polish & English*). From a financial perspective, pension plans have several implications:

- Saving for retirement is increasing important as people are living longer. This in turn, has implications for personal finance and lifetime savings rates;
- In the case of commercial enterprises, defined benefit plans impose open-ended risks ("legacy costs") that can jeopardize their long run viability;
- Because of their strong creditworthiness, governments sponsor many unfunded or "pay as you go" plans. However, this raises intergenerational issues of the young paying for the old;
- Sponsors have a *fiduciary duty* to prudently yet wisely manage a funded plan's assets;





- The true economic cost of a pension is the change in the NPV of future liabilities net of changes in the fair value of any funded assets. In the case of corporate financial reporting, accounting rules typically allow for the smoothing of reported pension expense. Analytical adjustments may be required by securities analysts to accurately gauge the underlying burden of pension plan and the true extent of liabilities.

Funding Round • **Investment Round** (vernacular) • **Runda inwestycyjna** (żargon) • A generic description of the sequence of various steps required to raise a lump of new capital for an enterprise. Funding rounds are typically complex involving a team of parties – lawyers, accountants, bankers, etc. – and lots of documentation along the way. For the sake of simplifying, we might identify these milestones in a typical funding round for share capital:

Funding Round Milestones	
Step	**Description**
Authorization	• Company formally decides to raise new capital
Prospectus	• Disclosure and solicitation for prospectus investors
Securities Filing	• Regulatory approval and public registration
Underwriting	• Price and amounts agreed; securities distributed
Receipt of Proceeds	• Proceeds received net of issuance costs
Deployment	• Investment of proceeds for productive purpose

Funding rounds will be specific to each transaction and type of financial instrument. There can be as many variations of a funding round as there are types of capital: "seed capital rounds" (raising money for start ups), "venture capital rounds" (raising growth capital) or "initial public offering rounds" (going public for the first time).

Funds of Funds • **Fundusze funduszy** • An investment fund which invests in other investment funds with the intent that the collective investment pool will increase overall diversification compared to a small investor holding a range of securities directly. In the case of *mutual funds*, there is already sufficient diversification. "Pyramiding" funds would only add to the burden of administration fees. Where funds of funds are often used is when investing in *hedge funds*, as they typically have a high minimum investment level compared to traditional investment funds which precludes many smaller investors from investing directly. Moreover, pension funds and other institutions often invest in funds of hedge funds for part or all of their *alternative investment* programs (i.e. investments other than traditional stock and bond holdings).

Futures Contract • **Kontrakt terminowy typu futures** • A *forward contract* that is traded on a specialised exchange with standardised terms; a guarantee of *settlement* in the form of a *margin account* and a *clearinghouse* function to assure a smooth operation of the market. Because of the liquidity of many futures markets, actual delivery of the traded item seldom occurs; rather, positions are "closed out" by re-entering the market. The major futures markets are:

- Frankfurt Eurex,
- Chicago Board of Trade (CBT),
- Chicago Mercantile Exchange (CME),
- London International Financial Futures Exchange (LIFFE),
- London Commodities Exchange (LCE),
- Deutsche Terminbőrse (DTB),
- Paris MATIF.

Traded contracts will be for agricultural produce, metals, commodities and *financial instruments*. The futures market is used to either *speculate* (see *Texas hedge*) or *hedge*. In the case of hedging, losses or gains in the futures market are offset against asymmetrical revaluations in the *spot market*.

FX (abbreviation) • **FX** (skrót) • An abbreviation for foreign exchange.



G

Gambler's Comfort (slang) • **Ulga hazardzisty** (slang) • The psychological state of satisfaction of having avoided a loss that could have been much worse (see also *Your first loss is your best loss*). Because most people are *risk-averse*, they tend to value the avoidance of a loss more than opportunity for gain. This may be reinforced by *herd instinct*: amongst a group, losses will tend to stand out in the crowd whereas forgone gains (an *opportunity cost*) are less noticed. However, gambler's comfort is often "cold comfort". People can be blind to how bad things could be. It may explain why commercial enterprises often avoid *hedging* strategies: in favourable markets, shareholders may not appreciate that forgone profits are a legitimate price to pay for protection against the downside of unfavourable markets.

Risky Hedging

The company is left with only the feeble **gambler's comfort** that it could have been worse. Earnings that don't arrive feel less painful than actual losses. The argument, like most tales gamblers tell, doesn't quite hold up… Finance directors argue that hedging programs cost money and that producers don't have a big advantage over speculators in guessing where prices will go. What's more, investors give little credit for earnings from hedges but heartily criticize losses. For serious industrialists, hedging is simply too risky.

Hedging in "The Wall Street Journal" (Europe), July 28–30, 2006, p. 18

Gap Insurance (Hollywood) • **Ubezpieczenie luki** • A *guarantee* by an *insurance company* of a specified minimum level of revenue for a film. In the late 1990s, many independent film producers were able to finance their production and distribution costs by *bank debt* secured by *take or pay* contracts from the big movie studios. However, if studios would not cover all the costs, many insurance companies were persuaded to fill the "gap". Considering that gauging this risk required knowing the artistic and commercial merits of a film (wisdom that eludes even Hollywood), it was a remarkable example of commercial folly. It is estimated that between 1995 and 2000, large, sophisticated international insurance carriers wrote more than $2 billion in coverage (Reference: "Fortune" [Europe], July 7, 2003, p. 17). By 2003, unpaid claims, many of which were contested in court, amounted to hundreds of millions of dollars.



General Obligation Bonds • **Obligacje komunalne zabezpieczone całością wpływów budżetowych** • A municipal unsecured *bond* backed by the creditworthiness and "taxing power" of the issuing jurisdiction as opposed to a specific revenue stream from a given project. General obligation bonds are issued with the belief that a municipality will be able to service its debt obligations through its "tax base" (i.e. either the property tax or the taxable income of its taxpayers).

Ghosts (slang) • **Duchy** (slang) • Participants in a *black market* economy. They are, out of necessity, invisible but nonetheless still present. Tax fraud squads are inevitably called 'Ghostbusters'.



Gilt Security (British usage) • **Pierwszorzędne papiery wartościowe** (używane w Wielkiej Brytanii) • A "gilt edged" (i.e. named after the *gold* edging on a precious or official document) British government *bond* which are all of undoubted creditworthiness. See also *treasury bill*.

Global Investment Performance Standards • **GIPS** • **Standardy Sprawozdawczości Globalnego Inwestowania** • A common agreement amongst investment professionals in 27 countries (2005) on the calculation and presentation of investment performance for investment management firms. The ethical foundations of GIPS are principles of fair representation and full disclosure. Beginning in 2006, GIPS will be certified under the auspices of the *CFA* Institute.

Global Registered Shares • **Globalne akcje imienne** • Shares of large *multinational corporations* that are simultaneously traded on various stock exchanges throughout the world. Such shares can be traded electronically across many markets and in multiple currencies. The first such shares to be traded were those

of DaimlerChrysler in 1998. While the global trading seems like a natural consequence of globalisation, there is also a counteracting tendency for share trading to concentrate in the most liquid markets for a particular stock. So in the case of DaimlerChrysler, for instance, trading volume has tended to be in Frankfurt. See also *American Depository Receipt* and *delisting*.

Goal Congruence • **Zbieżność celów** • A situation where the goals of individuals are in harmony with the goals of a larger group to which they belong. In the case of a business enterprise, goal congruence exists when employee goals are in harmony with *shareholder* goals. The *agency problem* acknowledges that is difficult to achieve perfect goal congruence unless conscious efforts – *share options* for instance – are made. Goal congruence is an important consideration in motivating and controlling the performance of individuals. For example, if a *budget* system overemphasises a single index of performance (e.g. *expense* containment), an employee may concentrate on the index itself as opposed to higher priority goal (e.g. customer service or *profit* maximisation). A realistic consideration of people's motivations (i.e. asking "what's in it for them?") is necessary to create goal congruence.

Alignment

I know [shareholders] will be happy with our decisions over time. I am so confident, in fact, that I have asked the Compensation Committee of our Board to pay my cash incentive bonus in GE performance shares for 2005. This replaces certain cash with the potential to get more GE shares if we perform in the future. I am totally **aligned with you**.

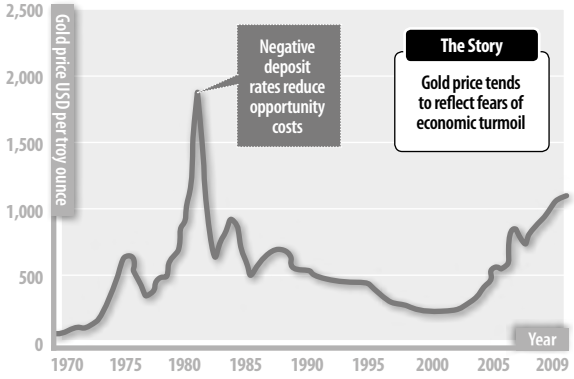
Jeffrey Immelt, CEO of General Electric quoted in *Letter to Stakeholders* of GE 2005 Annual Report, p. 6

Go Down the Tubes/Chute (slang) • **Zawalić się z hukiem** (slang) • To experience financial catastrophe. It is usually associated with *bankruptcy* and liquidation. You're pretty well all finished.

Gold Bugs (slang) • **Złote pluskwy** (slang) • A mildly derogative term for an enthusiastic investor in gold, especially a "survivalists" who is convinced the world as we know it is coming to an end. Historically, gold prices have risen in fearful economic and political climates as confidence in *fiat money* and the ability of governments to keep social order eroded. It is an *alternative investment*

especially attractive for *wealth preservation* purposes (i.e. for those "who have a lot to lose"). Since gold generates no yield and is expensive to safekeep, its investment returns tend to be highly speculative based on the market's fears asopposed to any fundamental value creation. Another consideration is the status of banking. When bank deposit rates are negative, there is no opportunity cost to switch from cash into gold. An even stronger motive to withdraw cash from banks is when there is a concern about their solvency. Keynes called gold a "barbaric relic". Indeed, speculators who bought gold in 1980 at its peak of $2000 (inflation adjusted to 2009 prices) an ounce and sold at its low in 2000 would have lost 70% of their investment (vs. the Dow Jones' gain of 1,113%). After 2000, gold rose to $1,000+ in 2008 in reaction to the credit crisis, fears of recession, inflation and political turmoil in the Middle-East. Stay tuned. See also *gold coins*.

Gold Bugs



Source: Thomson Datastream/"The Economist", 28.02.2009

Gold Bugs

There are only three constituencies outside the mining or commodities trading industries who have historically demonstrated consistent enthusiasm for acquiring **gold**: street pavers in heaven, leprechauns and survivalists.

Excerpt from *Should You Rush Into Gold?*
"Fortune", April 28, 2008, p. 38.

Gold Coins (Investments) • **Złote monety (inwestycje)** • The preferred investment vehicle for serious *gold bugs* will be coins. While they are more cum-

bersome to store compared to shares in gold mining companies, gold index funds or gold bars, physical holdings of coins offer the advantage of easier exchangeability. The most popular gold coins are the following:

- South African Krugerrand (1967),
- Canadian Gold Maple Leaf (1979),
- Australian Nugget (1981),
- American Gold Eagle (1986).

Pretty to Boot

"It's pretty." Janice admits. "Should we be supporting the South Africans though?"
"Why not? They're making jobs for the blacks, mining the stuff. The advantage of the **Krugerrand**, the girl at this fiscal alternatives place explained, is it weighs one troy ounce exactly and it's easier to deal with. You can buy Mexican pesos if you want, or there's a little Canadian maple leaf, though there she said it's so fine the gold dust comes off on your hands. Also, I liked the look of that deer on the back. Don't you?"

Excerpt from *Rabbit Is Rich*
by John Updike, 1996

Golden Hello (slang) • **Złote powitanie (złota aureolka)** (slang) • A signing bonus paid when you join a new job. Sometimes a new CEO needs to be lured away from a current job that is both secure and comfortable, especially if an existing performance-based bonus will be forfeited and has to be replaced. From the perspective of the new hire, the new job might not be attractive without such incentives, especially if it is a high-risk situation such a corporate *turnaround*. See also *golden parachute*.



Golden Parachute (slang) • **Złoty spadochron** (slang) • A generous compensation given to managers who lose their jobs after a take-over or boardroom putsch. Usually, because people may not be on friendly terms, the package is negotiated in advance and is contractually binding as part of a compensation package. While golden parachutes have the merit of attracting managers into difficult or uncertain situations (e.g. a *turnaround*) and offer a way to be fair in "hard luck" situations, *shareholders* may question their value, especially if it appears that incompetent managers are being rewarded. The key is having performance criteria on which success or failure can be objectively measured.

Golden Share (slang) • **Złota akcja** (slang) • A shareholding in an enterprise's *equity* ownership with special rights and privileges, often obtained at a price discount. Governments often hold onto golden shares in a privatisation of state owned enterprises. They will do this to ensure that private investors are fulfilling their promises as buyers. As well, should the enterprise prosper, the golden shares can be sold to reap a *capital gain*.

Goldilocks Economy (slang) • **Bajeczna gospodarka** (slang) • An economy that is "neither too hot, nor too cold" as in the baby bear's porridge of the popular children's fairy tale. Such a happy state of affairs for an economy is a blend of healthy growth and low inflation rates. Due to the inherent nature of economies to have a *business cycle* and investor's speculative tendencies, a Goldilocks Economy can be difficult to sustain in the long run. It seems we need the odd jolt of a market correction to bring us back to economic reality. See *The Great Moderation*.

Good Faith Dealings • **Działania w dobrej wierze** • Using *trust* to cement commercial relations rather than recourse to contractual legal rights or security. Due to self-interest, appealing to ethical values of integrity often has inherent limitations (see *business is business*). Yet when *reputation* is strong, perhaps re-enforced by a *brand name*, people will trust businesses. Consider internet payments with trusted sources.

No Compromise

Individuals of integrity simply do the right thing, not what is expedient, not what's permissible, but **the right thing**. You can't compromise the right thing. You can't play around the edges.

Samuel A DiPiazza Jr, CEO, PricewaterhouseCoopers
quoted in "PwC's Annual Report", 2002

Goodwill (Economic) • **Internally Generated Goodwill** • **Wartość firmy** • **Wewnętrznie wytworzona wartość firmy** • A notional value given to the superior earning power of a business which is not reflected in its historical cost accounting asset values. It is also described by accountants as internally *generated goodwill* based on value-enhancing expenditures on intangibles being expensed under most accounting rules. Based on its essence as a *yield* premium, economic goodwill could be measured as:

Economic Goodwill						
Economic Goodwill	=	ROA (superior co.)	less	ROA (peer group)	x	Total Assets (superior co.)
ROA = "return on assets": net profits before interest/average total assets						

Since it is intangible, economic goodwill has been aptly called the value of a business that cannot be "kicked". Economic goodwill may exist because of:

- barriers to entry for new competitors,
- established business relationships with a favourable advantage,
- a monopoly of unique or distinctive products or services,
- consumer loyalty to products or brands,
- an exclusive market territory or *franchise*,
- superior *management* skills.

While a company may enjoy economic goodwill, you will not necessarily see it on the *balance sheet*. A combination of the principles of conservatism and historic cost only allow it to be recognised as accounting goodwill in *financial statements* if and when a company is acquired by an "arms length" transaction. In effect, accountants only recognise goodwill if someone is prepared to buy it. In such instances, the economic goodwill tends to disappear because earnings must "carry" (i.e. justify) the purchaser's investment. In other words, economic goodwill is a hidden phenomenon that disappears as it is recognised. In the meantime, we only "see" goodwill in the superior earnings that existing shareholders enjoy. The difference between such earnings, capitalised at a risk-adjusted discount rate, and net book value would be a measure of economic goodwill. However, economic goodwill's existence is only legitimised by superior earnings in relation to invested capital. It can quickly erode in a competitive market if the company makes mistakes or suffers setbacks. In the extreme case of the threat of *insolvency*, economic goodwill will evaporate entirely as the company's value is knocked down to its break-up liquidation worth.

Go Private (vernacular) • **Wycofywanie spółek z obrotu publicznego** (żargon) • To convert a publicly held business, typically with a large *float* which is traded on the *stock market*, to a closely held business in the hands of a few owners. Thus, the trading of shares ceases as well as the need for it to be subject to *securities laws* and regulations. Going private may occur when a majority shareholder's stake becomes so large that minority shareholders are more of an impediment than a benefit. The costs of satisfying *minority shareholder rights* and compliance with securities laws may outweigh the benefits (liquidity, access to more capital in the future, etc.) from having a traded float. Or, going private might result from a *management buyout*. Contrast to *going public* and *initial public offering*.



Gordon Growth Formula • Gordon Model • Formuła Gordona • A share valuation formulation that explains stock prices (P) in terms of dividends (D), the investor's cost of capital (K) which equals a riskless discount rate under certainty, but under uncertainty could loosely be interpreted as the expected return to the stock) and the expected future growth (g) of the stock's dividends. The formula is based on the ideas of John Burr *Williams* after its restatement by the academics Myron J. Gordon and Eli Shapiro in 1956. Gordon and Shapiro popularized Williams' original formula by rewriting it as:

Gordon Model		
K	**=**	**(D1/P0) + g**

Breaking apart this expected return into two components, the *dividend yield* (D/P) and growth (g), translated William's formula into a language that popularized it amongst investment professionals.

Governance Ratings • Ratingi zarządzania • Attempts to measure the effectiveness of *boards of directors* (USA) or supervisory boards in fulfilling their *corporate governance* duties. Independent companies (see list p. 72) offer them as a service to the *institutional investors* in the capital markets. The rating firms try to glean information from public records. They also apply their own

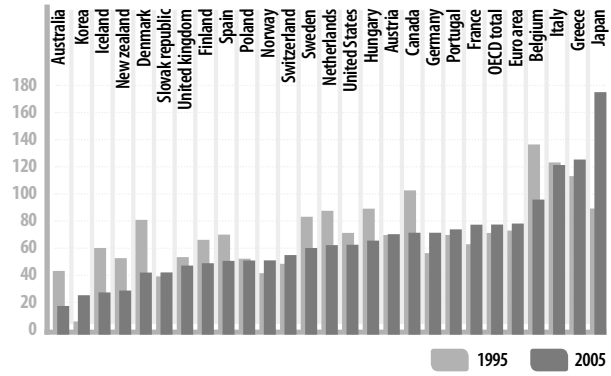
proprietary rating methodology. The information is considered valuable as proxy for risk and financial performance. A well-governed company should, in theory, do better than a poorly governed one. Presumably the *credit rating agencies* also factor in governance in their assessments, although it is not explicitly disclosed.

Selected Governance Rating Firms	
Rating Body	**Website**
The Corporate Library	www.thecorporatelibrary.com
Institutional Shareholder Services	www.issproxy.com
Governance Metrics International	www.gmiratings.com

Governing Documents • **Dokumenty statutowe** • A general designation for the official legal documents that dictate how an entity is operated. The names will vary in legal jurisdictions. The governing documents of a corporation include "articles of incorporation" and "bylaws"; a partnership includes the "partnership agreement"; a trust includes the "trust agreement" or trust indenture; and a limited liability company includes the "articles of association" and an "operating agreement".

Government Bond Market • **Rynek obligacji skarbowych** • The markets for a national government's debt – be they in short term treasury bills or long term *treasury bonds* – are some of the largest in the world. Governments borrow to finance their deficits (see *government finances*). Even if they run a surplus, a government may also issue debt to facilitate the operation of its domestic financial market. Most countries have issued debt in a band between 40% and 70% of their GDP. From 1990 to 1996, this level tended to be on the rise. Since then, it has tended to decrease as a percentage of GDP in many of the 28 countries in the table p. 73 (albeit with some exceptions). Because governments cannot become insolvent, their debt is presumed to be "risk-free" creating an important benchmark for the rest of the capital market (see *Capital Asset Pricing Model*). However, the reason for their imperviousness to bankruptcy is their ability to print money. This means that large deficits have the potential to cause inflation if a central bank is pressured to buy government debt by increasing the money supply. However, because most central banks are independent, they are usually able to resist, albeit only by letting interest rates rise. The phenomenon of crowding out occurs when governments compete with the private sector for scarce capital.

Government Bond Market
General government gross financial liabilities: % of GDP



Source: OECD Factbook – 2007, "Public Finance"

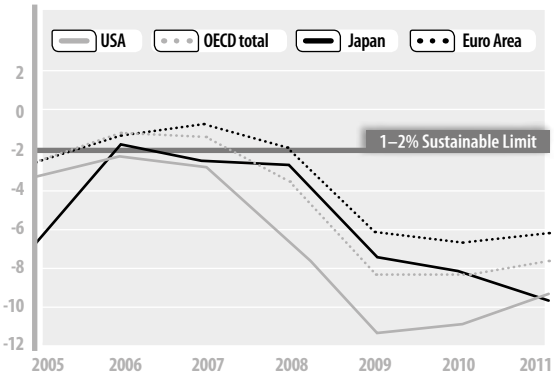
Reassuring

Government bond markets are supposed to be the accountants of the financial world: calm, steady and rational. They are not supposed to frighten the horses.

"The Economist", June 16, 2007, p. 73

Government Finances • **Finanse państwowe** • The state of a national government's finances will be sensitive to the *business cycle* as well as to government taxation and spending policies. In free market economies (with some degree of *laissez-faire*), government spending should arguably try to be relatively balanced. Based on the prescriptions of *Keynesian economics*, government spending is justified during economic downturns to replace lost demand from the private sector. At other times, surpluses can be accumulated to cool down overheated economies. In the long run, most governments allow their finances to swing in a band equal to their GDP growth rates (say, 1–2% for developed economies and 3–5% for emerging markets). Debt growing at GDP growth rates means that the stock of outstanding debt in relation to GDP remains stable. Deficits as a percentage of GDP reached a peak in 1993 but then fell steadily over the next six years often reaching surpluses at the peak of the economic cycle in 2000. Since then, deficits have been growing. In the post credit crisis environment from 2009 onward, many of the world's larger industrialized countries were running deficits that were "high" (6–10%) by both historical and relative standards (see graph below). Such policies are unsustainable in the long run. See also *government debt markets*.

Government Deficits/Surpluses
General government financial balance.
As a procentage of GDP



Source: OECD (www.oecd.org/statistics/keyprojections)

Graham, Benjamin • **Graham, Benjamin** • Graham (1894–1976), a Wall Street *security analyst* renowned for developing and promoting his ideas on "value investing": systematically using the mathematical rationality of *financial analysis* to ascertain a *share's* intrinsic value and then buy or sell it based on its relationship to *stock market* prices. Graham was a pioneer. Prior to the *SEC's* creation in 1934, *insider trading* was legal. Investors tended to rely on "tips", privileged information and innuendo. Understanding the stock market was akin to black magic. Since the less well connected followed the leaders, herd mentality often ruled. Graham treated investing as more of a science than an art. He became especially adept at identifying hidden value behind the veil of *accounting* flaws. Another message he initiated was looking at the value of the whole company when buying a share. His books, "Security Analysis" and "The Intelligent Investor", are considered classics particularly since Graham's ideas were promoted by *Warren Buffett*, one of the most successful investors in America in the 1990s. See also *efficient market hypothesis*.

Magician

Though he had no formal training in accounting, Ben began to learn the secrets of the dark ledger, which he continued to probe until he could see right through the conjurings of the **accounting sorcerers**.

Janet Lowe, *Benjamin Graham on Value Investing*, p. 21

Grandfather Clause (vernacular) • **Klauzula dziadka** (żargon) • The retroactive application of old laws (i.e. those that governed your grandfather) to the current situation.

Granularity (jargon) • **Rozdrobnienie** (żargon) • The idea that businesses will pay more attention to details as opposed to grand, strategic visions or creativity and innovation. Accordingly, middle managers will become more important and numerous after years of downsizing. The *outsourcing* trend will slow down or even be reversed. *Finance directors* will retake their proper place in the pecking order. Such a shift may simply reflect the fact that fashionable "Big Ideas" (e.g. business process re-engineering, benchmarking, total quality management, charismatic leadership) have lost their lustre. A period of consolidation is therefore in order. On the other hand granularity may simply be the next fad that will someday itself fade as well.

God is in the Details

The big thing for the manager in 2006 is going to be a little thing. Or, rather lots of little things. The smart concept that will shape thinking on management and business will be detail – breaking large things down into smaller parts. Companies will respond to competitive markets in two ways: by concentrating on efficiency and by exploiting local markets. However, in this new world managers won't talk about detail. The word they will throw around with casual ease will be **"granularity"**.

Reference: *The Next Little Thing*
The World in 2006 published by "The Economist", p. 122

Greater Fool Theory • **Teoria większego głupca** • The notion in *stock market* investing that allows you to be [little] foolish by overpaying (vs. its *intrinsic price*) for a share since there is likely to be an even greater fool willing to buy it from you later on. There is an element of greater fool theory in *technical analysis*. During the run-up to a speculative *bull market*, professional investors may take short-term positions early on in the market hoping to sell at a handsome profit when more enthusiastic (and less cool-headed) buyers flood in. See also *behavioural finance*.

Food for Thought

"Res tantum valet quantum vendi potest".
(A thing is worth only what someone else will pay for it.)

Great Moderation (vernacular) • **Wielka stabilizacja** (żargon) • The notion that inflation and economic growth became less volatile, and more reliably assured, over the period after 1980. In particular, for almost three years prior to 2007, global GDP grew at an annualized rate of more than 4% for 11 consecutive quarters. This strong burst of sustained growth was achieved with historically mild inflation despite the tripling of oil prices after 2003. Such a fortuitous state of affairs was attributed to a combination of wise fiscal and monetary policies as well as globalisation tending to smooth out regional business cycles. This in turn seemed to foretell lower *volatility* and, because compensating risk premiums are lower, higher prices in most financial markets. In all, these were the ingredients of swelling overconfidence. Alas, as of the writing of this compendium (2009), the Great Moderation has proved to be a delusional example of collective hubris. The *Credit Crisis of 2007–2009* quickly pricked a massive financial *bubble* that ushered in a nasty global recession. The *business cycle* is still with us and government policy-makers need to "go back to school", especially learning their lessons in *financial regulation*.

Greenfield Project • **Inwestycja od podstaw** • Any *capital expenditure* involving the construction of new facilities from scratch as in converting pasture land. The implication of something that is "brand new" is two-edged. It can be modern, state-of-the-art and efficient. On the other hand, there may be associated risks, such as completion risk, from doing what has not been done before.

Greenmail • **Szantaż „zielonymi"** • The purchase of a large block of shares accompanied by the threat to launch a *take-over* bid and the hope that the target-company will buy the shares back at a profit in order to defend itself against "attack". Hence, it is a kind of blackmail employing (green) money. Since greenmail is not fair to the rest of the shareholders it is now banned in most corporate charters and laws. Greenmail was a popular tactic of *corporate raiders* who challenged incumbent management to do a better job in creating value for shareholders. While now seen as an "odious practice" ("Fortune" (Europe), June 11, 2007, p. 66), it was perhaps a useful step in the evolution to better *shareholder activism*. See also *poison pill.*



Grey Market (slang) • **Szara strefa** (slang) • The "phantom" market in *securities* before they have been issued to the public. It is created by amongst specialist traders who are not directly connected to the issue. Examples could include:

- Shares of a proposed merger prior to the deal's completion,
- Shares, perhaps given in exchange for debt, to be issued in a *restructuring*,
- A major *bond* issue before the interest rates are finalized.

Trades are on a "when issued" basis which means if the deal falls through the trade is null. In effect, the grey market is trading expectations. Sometimes the grey market can say things about the likely future value of the security that upsets the participants in the deal.

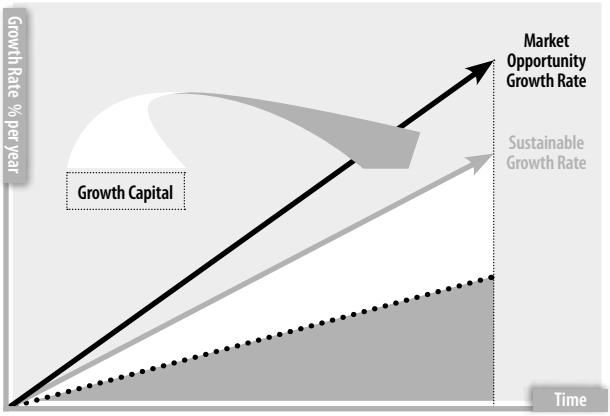
Grossed (vernacular) • **Przychody brutto** (żargon) • Shorthand reference to sales *revenue* before any deductions for expenses. It is commonly used in the movie industry as in "box office tickets grossed $50 million".

Grow the Business (vernacular) • **Rozwijać biznes** (żargon) • A conscious and sustained effort to increase profit and/or the rate of profit growth. This will be accomplished by increasing sales which may, in turn, require increased production capacity and increased financing needs. In all, growing the business means getting bigger and possibly riskier. This could be in contrast to staying in a market

niche or pursuing efficiency gains on the cost side. While most businesses will instinctively seek growth, the term "grow the business" is one of emphasis.

Growth Capital • **Kapitał na rozwój** • New capital needed to support a business' growth in sales or output capacity beyond what it can generate from internally generated sources. As companies grow, they must invest in increasing amounts of both current assets and fixed assets. Depending on their circumstances, *profitable* companies can self-finance a degree of growth without resorting to outside sources. However, beyond this rate, growth must come from either more debt (increasing *leverage*) or infusions of new equity. Once prudent leverage levels have been reached, companies should seek new *equity*. See also *initial public offer.*

Growth Capital



Growth Stocks • **Akcje wzrostowe** • Shares in a company that is growing faster in earnings and/or revenue than its industry *peers* or the overall market. Such companies usually pay little or no *dividends*, preferring to *plough back* their income in order to finance further expansion. They usually have a high *P/E ratio*.

Guidance • **Wskaźniki dla analityków** • A process in the *stock market* where companies provide selected information to *securities analysts* to help them formulate earnings estimates and make recommendations on the stock. By necessity to avoid *insider* information, such information is vague and unsubstantiated. The collective opinion of analysts results in *The Street* coming up with consensus numbers on the most likely future earnings for the company. This, in turn will tend to drive share prices. Providing guidance is a part of the *shareholder relations* function in a company which wants the market to understand its performance without breaching securities regulations.

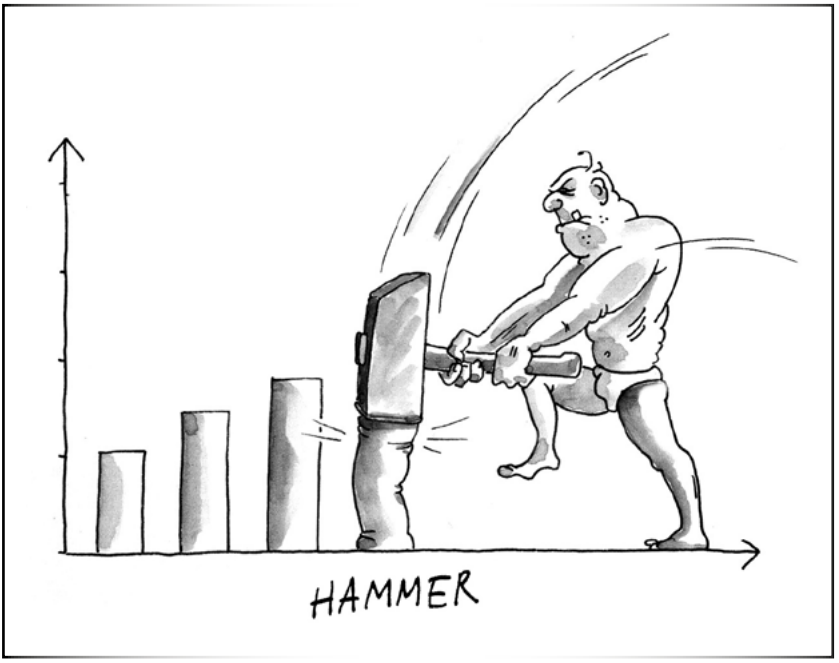
H

Hammer (slang) • **Młotek** (slang) • The vigorous use of a hammer has various symbolic meanings in finance. A hammer is pounded at the close of business of the New York Stock Exchange, similar to how a judge uses a hammer to get a court's attention and call for silence. A "hammer price" is what an asset will fetch under the auctioneer's block. In an arm's length bidding situation, this may be the best break up value a seller can get when liquidating a gone concern. Fixed assets employed in a business are meant to produce output over time. When they are sold to the market, their hammer price is usually a modest portion of any going concern carrying value. In the UK, the now archaic term "hammer" can connote the failure of a firm on the London Stock Exchange. It comes from the days when a hammer was used to call for silence prior to the announcement of the bad news. Finally, investors might say that a stock's price was "hammered" (as in pounded downwards) by a bearish market or adverse news.

The Lowest Valued Stock on the Dow Industrial

GM's realization that it would be unable to make use of $38.2 billion in deferred tax assets it carried on its books caused the company to charge off the entire amount. There was no cash involved, but it sent a signal to investors that GM would not be producing significant profits in the next couple of years. The stock got **hammered**. After trading as high as $43.20 the month before, GM shares fell to $24.50.

Quoted from *Gentlemen, Start Your Turnaround*
excerpted from "Fortune" (Europe), January 21, 2007, p. 60.



Hang Seng Index • **HSI** • **Hang Seng, Indeks** • The main index of the Hong Kong *stock exchange* and thus a key barometer of equity market sentiment in China. "Hang Seng" is Chinese pronunciation for Hong Kong.

Hard Assets (vernacular) • **Rzeczowe aktywa trwałe** • **Twarde aktywa** (żargon) • Any tangible fixed asset (e.g. real estate property, equipment, vehicles) or perhaps even financial assets such as securities or cash. This is in contrast to intangible assets (i.e. items of value in a company's possession that have no physical essence such as brand value, patents, development, goodwill, etc.). The key distinction is that a hard asset can be sold for cash in liquidation.

Selective

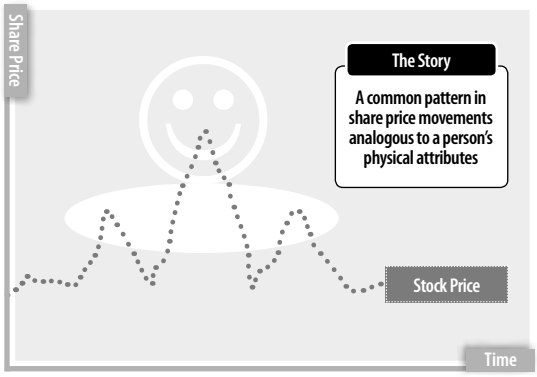
When the pros shop for discounted debt, they typically target securities issued by a company with plenty of **hard assets**, like inventory or cash… Even if the company liquids, odds are that there will still be something left for bondholders.

Gold Out of Garbage in "Fortune" (Europe), March 4, 2002, p. 85

Hard Currency • **Twarda waluta** • Any stabile currency that is expected to hold its value versus other currencies. In the 19th century, truly hard currencies were those on the *gold standard* such as Britain's pound sterling. In the 20th century, the US dollar took over this status despite being de-coupled from gold. The USD is still "hard", although other strong currencies (e.g. Swiss francs, Euros) are also classified as hard.

Head and Shoulders (stock market vernacular) • **Formacja głowy i ramion** (żargon giełdowy) • A commonly observed pattern in stock prices: shares go up and then down; then a rally takes them up and down again this time more severely followed by another, smaller up and down movement. At the end of the day, the share price often simply ends up about where it started off. Investors have had a roller-coaster ride in the mean time. The "head and shoulders" pattern may only be in the eye of the beholder which will typically be technical analyst or chartist. The price behaviour may be possibility explained by market psychology as investors can't quite make up their minds. The other explanation may be that it is in fact a *random* pattern that happens to look like something.

Head and Shoulders



Hedge • **Mechanizmy zabezpieczające** • A *risk management* strategy which seeks to reduce adverse movements in the value/cash flows of a given asset, liability, commitment or forecasted transaction due to a change in prices, interest rates, credit risk or foreign currency exchange rates. A key element in most hedges is a "matching" process. Something exposed, for example, to price volatility is offset against a source of volatility going the other way. If arranged properly, there is a cancelling out process. Growth in hedging activities has been encouraged both by increased market price *volatility* and the greater availability

of *financial instruments* (especially *derivatives*) which can be used as a hedging instrument. Hedges can be accomplished either by the use of various financial instruments or by conscious design to create an economic or *natural hedge*. Some examples of common hedge transactions:

Examples of Hedge Transactions

Hedge Method	Description
Financial instruments/derivatives	
Forward contracts	• Output or input prices are locked in by contractual agreement with a *counterparty*
Futures contracts	• Taking either "long" or "short" positions with standardised forward contracts
Swaps	• A series of forward contracts are made by two counterparties, each of whom agrees to pay the other specified amounts
Options	• One party pays in advance for the right to buy or sell at a specified price and date; right can be exercised if price is favourable. The other party is obliged to honour the agreement if the beneficiary chooses to exercise the option
Economic/natural hedges	
Interest rate match	• Funding rate-sensitive assets with similar rate-sensitive liabilities
Currency match	• Funding assets with liabilities of the same currency as the asset

Hedges come in many types and varieties (see the website glossary "www.new-risk.ifc.ch" for a list of over 40 kinds). Regardless of the hedge, there are costs associated with hedging that can be seen as a kind of "insurance premium". Such costs include the following:

- *management* time and effort to administer the hedging process,
- financial costs such as a margin account or option *premium*,
- foregone opportunity for increased profit in the event that volatility is favourable,
- the risk that hedging activities might, even if unintentionally, become *speculative*.

Hedges are seldom able to fully eliminate risk. It may not be possible to find a financial instrument which exactly fits the risk (profile) of the item being hedged. Or, the financial instrument's price movements may not fully offset the price

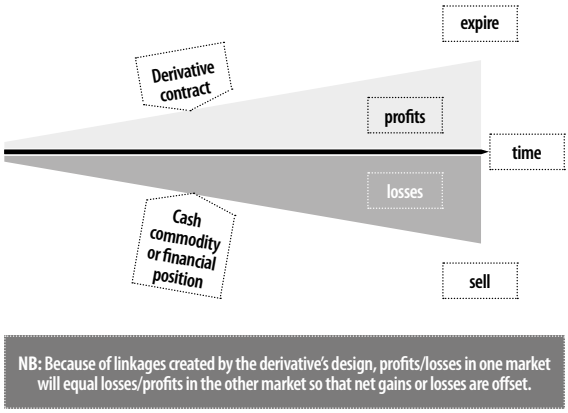
movements of the item being hedged ("basis risk"). Finally, either by design or accident, a hedge transaction may actually be *speculation* in the sense that exposure to volatility is unintentionally increased.

Frozen in Time

Setting up a **hedge** is a bit like taking a photograph. The idea is to capture a moment in time, freezing it in place. But as blurs and dark streaks can distort a snapshot, unanticipated imperfections can sabotage a hedge.

Kurt Eichenwald *Conspiracy of Fools*, 2005, p. 224

Hedges: Off-setting



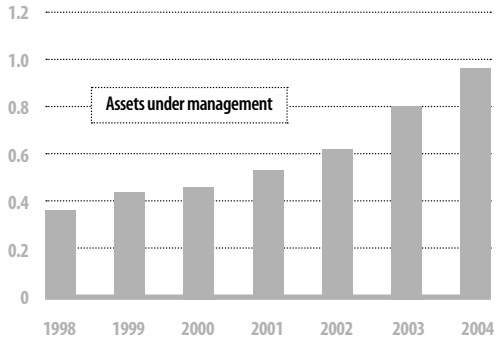
Hedge Equivalent • Zastępczy mechanizm zabezpieczający • Any financial arrangement that tends to produce the same effect as a *hedge*. For example, an enterprise earns a portion of its revenue in a hard currency. It is therefore exposed to foreign exchange risk. It might decide to convert a portion of its loans into the hard currency. The matching of the opposite cash streams (e.g. when the hard currency weakens, the revenue losses will be offset by lower debt servicing outflows on the debt) will help reduce the foreign currency exposure. See also *natural hedge*.

Hedge Fund • Fundusz hedgingowy • A managed investment portfolio seeking aggressive returns for wealthy private individuals and *institutional investors*. Because they are usually *closed-end* limited partnerships, hedge funds are private affairs that are not subject to regulation. However, in return, hedge funds can-

not publicly solicit investors and must require minimum investments of $1 million. To boost returns the funds are often leveraged with debt. Restrictions on redemptions allow the use of illiquid, long-term investments. The ability to generate richer returns justifies a *"2 and 20"* management fee structure (versus ½% -1% for the asset management of a typical *mutual fund*). Hedge funds also generate substantial revenues for *investment banks* that provide such services as stock trading, stock-lending, clearing and settlement, derivatives, etc. Originally, hedge funds combined a *long* position in attractive, but speculative shares with *short* positions on overvalued stocks. No matter which way the market went, the fund would win, albeit tempered by offsetting losses (hence the notion of "*hedge*"). They have since evolved into investment vehicles that try to profit from *volatility* with investors who are "resilient" (e.g. brave, rich, speculative, greedy) enough to tolerate adverse market trends. Funds often specialise in particular investing strategies (e.g. "short bias", "merger arbitrage", "global macro"). Hedge funds have now evolved into any limited partnership in which the general partners – the fund managers – share in the investor's profits. Such funds got a real boost after the stock market meltdown of 2000–2001 when many well-heeled investors realised that riding market indexes wasn't going to make them richer. Hedge funds have drawn a lot of criticism. In 2006, a prominent German government official called them "locusts" by virtue of preying on otherwise complacent companies. Depending on your perspective, hedge funds engage in either *speculation* or *arbitrage*. In contrast to *mutual funds*, they are extremely performance-oriented and often engage is assertive *shareholder activism*. This aspect of their behaviour makes them a force for greater market efficiency. As of 2006, there were almost 10,000 hedge funds. The average fund had assets of $120 million (reference: "Fortune", March 31, 2003, p. 70). Because their investors are accredited and operate as a *partnership*, hedge funds are unregulated and tend to be very secretive (both to protect their market positions and to comply with strict laws forbidding investor solicitation). Hedge funds have also entered credit markets where they are beginning to compete with financial institutions in the corporate sector. When hedge funds become large and are financed by debt, the risk arises that a selloff of shares (necessitated by a *margin call*) will affect the market. In the case of the *Long-Term Capital Management* fund in 1998, the potential fall out from such a desperate measure was enough to induce the Federal Reserve to mount a rescue. See also *fund of funds*, *private equity fund*.

Hedge Funds

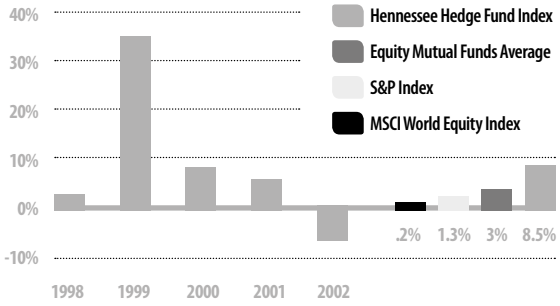
$ trillions



Source: Hedge Fund Research & "The Economist", 19.02.2005, p. 60

Hedge Funds

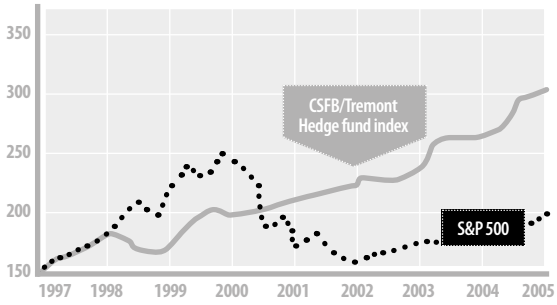
5 Yr. Average



Source: "Fortune", 31.03.2003, p. 69

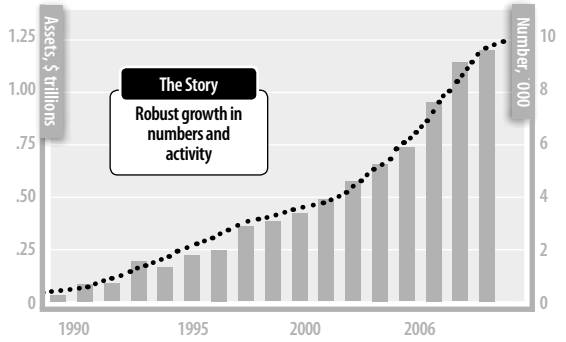
Hedge Funds

Index: 9/30/95 = 100



Source: "Fortune" (Europe), 14.11.2005, p. 90

Hedge Funds



Source: Hedge Funds Research/"The Economist"

Crap Shoot

Hedge funds are not your usual mutual funds. Because these agglomerations of capital are set up by wealthy and supposedly sophisticated investors, the government leaves them largely unregulated, and the funds' managers can keep their investments secret. Because many of those managers take 20 percent of any profits, their incentive is to borrow heavily from a friendly bank or broker and roll the dice. So what, you say – let the richies take their chances. But such leveraged risk-taking, now on a huge scale, adds to the volatility of all markets. Also, some of the managers who have hedged their investment bets – by selling short in expectation of a decline in a stock – have an incentive to spread rumors of bad news.

William Safire, *Starting to rein in clandestine speculators* in the "International Herald Tribune", September 6, 2002, p. 8

Held-to-Maturity Securities • **Papiery wartościowe utrzymywane do terminu zapadalności** • A *long-term* asset classification of debt *securities* that the holder does not intend to trade. Rather, the owner will wait to realise cash when the securities mature. In the meantime, accounting rules used to allow such securities to be carried at their *historical cost* regardless of their *market value*. Since market value converges to cost as maturity is approached, the intermediate market values on the way to maturity were not considered relevant for an asset that will never be sold. Such accounting treatment contrasts to actively traded securities (which are *mark-to-market* with changes through the income

statement) and *available-for-sale* securities (which are carried at fair value with changes going directly to equity). For details on accounting for securities see the *Compendium of Accounting in Polish & English*.

Hell-Or-High-Water Clause (vernacular) • **Choćby się waliło i paliło** • **Cokolwiek by się nie działo** (żargon) • An absolute, no excuses commitment to perform an action with no contractual defence. (The roots come from the English language phrase "Come hell or high water" referring to the remotest of possibilities). Even *force majeure* cannot be invoked. Such binding commitments are often used in *project financing* situations or any "mission critical" obligation. For example, a *financial lease* agreement might require payments to be made regardless of what happens to the equipment being leased. This further confirms that such leases are tantamount to funded debt. See also *take-or-pay contract* and *supply-or-pay contract*.

High Frequency Trading • **Algorithmic Trading** • **Handel wysokiej częstotliwości** • **Handel algorytmiczny** • The use of high-speed computing power in electronic exchanges to automatically execute stock market trades using sophisticated algorithms ("algos") that try to spot trends in the market faster than less tech savvy investors. Taking advantage of individually modest arbitrage opportunities, high volume trading can accumulate substantial profits over time. High frequency trading is thought to account for large increases in the market volume (e.g. NYSE up by 164% between 2005 and 2009) and has been reckoned to be worth more than $20 billion a year in profits (references: "International Herald Tribune", July 25–26, 2009, p. 1 & 22). While such trading brings much needed liquidity to the market and squashes bid-ask spreads it may also favour privileged groups at the expense of the rank and file. As well, there are concerns that it may exacerbate the market's systematic risks. See also *programmed trading*.

Quick!

It's become a technological arms race, and what separates winners and losers is how fast they can move. Markets need liquidity, and **high frequency traders** provide opportunities for other investors to buy and sell.

NYSE spokesperson quoted in the "International Herald Tribune", July 25–26, 2009, p. 13

High Yield Bonds/Debt • Obligacje wysokodochodowe • Dług wysokodochodowy • *Bonds* that lack an investment-grade credit rating and thus must offer higher *interest* to compensate holders for *risk*. With disintermediation, such bonds are becoming more common in debt markets as they gain increasing acceptance with mutual funds. While *default* rates in *portfolios* are higher than the norm (say, 1–2%), higher *yields* and protection from security recovery offer compensations as part of a *risk-reward trade off*. The term "high yield" is replacing *junk bond*, which was tainted by the scandals of the 1980s.



High Water Mark Fee (vernacular) • **Premia za przypływ** (żargon) • A compensation arrangement for fund managers (particularly with *hedge funds*) that has any previous losses recouped before a profit-sharing bonus can be earned. Thus, if a fund is down in value in year one, the fund manager cannot earn a bonus in year two, three, etc., until the original investment has been recovered by investors. Absent a high water mark fee structure, fund managers would enjoy bonuses in good years and only forfeit them (versus share in the loss) in bad years. The reference is to the markings on a dock to mark the height of water at high tide. The "water" (investor returns) must be high enough before

the fund manager is allowed to put his "boat" in the water (earn profit sharing fee). See also *2%/20%*.

Hired Guns (slang) • **Wynajęci rewolwerowcy** (slang) • The professional advisers (lawyers, accountants, investment bankers, etc.) hired in a large transaction (say, a take-over battle or an acquisition). Because of the "mission critical" nature of their work and the large sums involved, their fees are usually a substantial transaction cost. The analogy comes from the Wild West where professional gunfighters were sometimes hired.

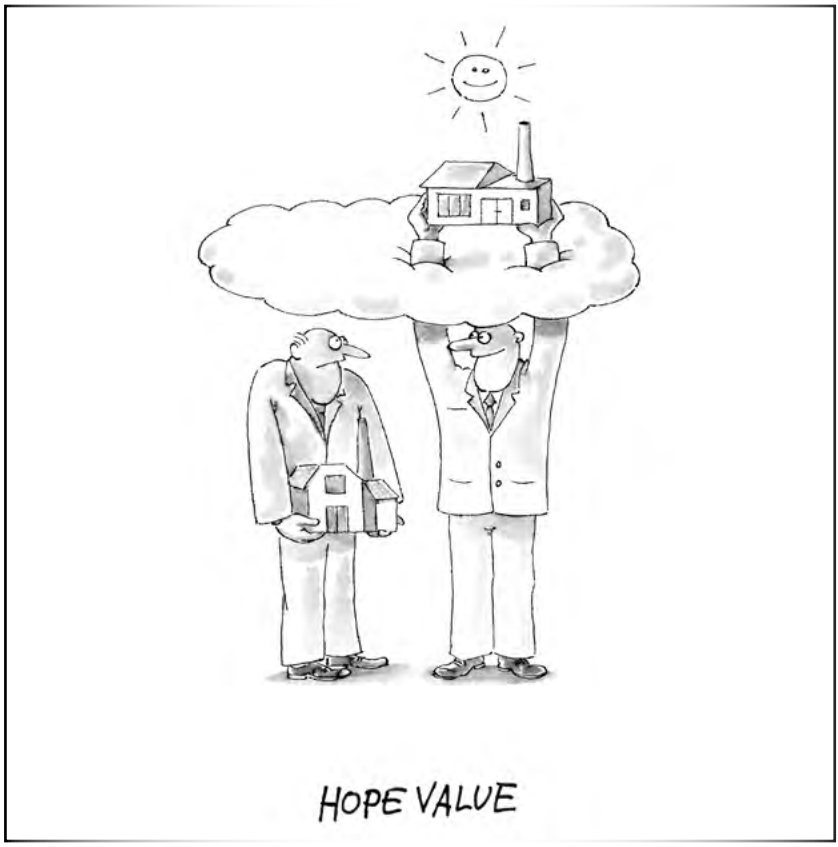


Holding Costs • **Koszty utrzymania zapasów** • The various associated expenses that are a result of carrying inventory where "inventory" could be physical stocks or a portfolio of investments. Such costs are calculated on a per unit per period basis and will typically be comprised of the following components:

Holding Costs: Components	
Cost	**Description**
Finance	• The opportunity cost of tying up capital without earning any return
Storage	• Premises costs to physically store inventory, including refrigeration, etc.
Protection	• The expenses of insurance, monitoring, security guards, etc.
Shrinkage	• Theft, evaporation, spoilage, physical deterioration or price drops, etc.
Opportunity	• Any forgone income from occupying space that could be rented

It is worth noting that holding costs are not the value of the inventory itself. This is an investment that will be converted to income when sold. In fact, holding costs are the ongoing expenses that are incurred from having such an investment. The total holding costs for a period will be found by multiplying the holding costs per unit times the average physical holdings per period (which, in turn, is the order quantity divided by two). In the *economic order quantity* formulation, holding costs and ordering costs are optimised to find the minimum total costs per year.

Hope Value (slang) • **Wartość optymistyczna** (slang) • Valuations of *assets* based on optimistic assumptions about market strength, the certainty of a *going concern*, *performance* trends, etc. The term will be used in a derogatory or mocking way as in: "those assets only have hope value".

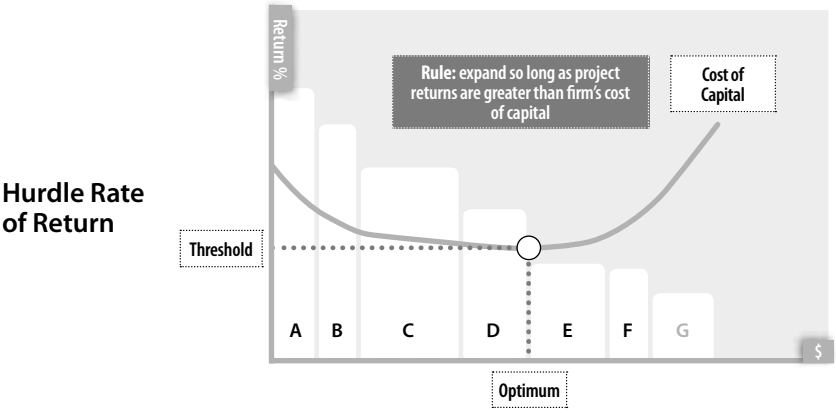


Hostile Take-over Bid • **Contested Bid** • **Oferta wrogiego przejęcia** • A bid for one company to buy the shares of another that is resisted by the manage-

ment of the target company being bought. Such resistance might be for the sake of bidding up the price of the bid (a beneficial tactic for the target's shareholders) or because incumbent management fears for its own personal interests (see *agency problem*). Resistance might be mounted by a publicity campaign to persuade shareholders that future prospects (perhaps after some appropriate restructuring) will be brighter if the target remains independent. Another form of resistance to a particular bid is to attract an alternative buyer as a so-called *white knight* (i.e. heroic helper). A less legitimate resistance tactic is the use of *poison pills* which try to ruin a company's attractiveness to bidders and which are ultimately contrary to shareholder interests. *Poison pills* are now either banned or discouraged in most progressive investor regimes. See also *corporate raider.*

(The) Hundred Group • **Grupa Stu** • An informal association of British *finance directors* ("FDs") from large publicly traded corporations listed on *London Stock Exchange*'s FTSE 100. Originally called the "Hundred Group of Chartered Accountants", membership has now widened to include more than 100 FDs from *the City*. As a voice of big business, the Hundred Group has exerted lobbying influence on matters affecting its interests such as stock exchange rules, accounting standards, adoption of the Euro, taxation and regulation. Such influence peddling is a natural outcome of the British political system where lobbying is conducted "behind the scenes" (versus registered lobbying in the USA). Its website is www.the100group.co.uk. See also *corporate diplomacy*.

Hurdle Rate • **Stopa progowa** • The minimum rate of internal rate of return (or, alternatively, discount rate used in *net present value* calculations) that projects must achieve in order for a *capital expenditure* to be undertaken. The hurdle rate is a discretionary amount set by *management*. It should be anchored to the enterprise's *cost of capital*. However, a shortage of funds or a desire to compensate for project risk may lead management to set the rate higher and thus undertake fewer projects by being more selective. Alternatively, low-risk projects or compliance expenditures may have a relatively lower hurdle rate to reflect their inherent attractions. The key logic in the use of a hurdle rate as investment criteria is that it is a healthy financial discipline that forces projects to be justified by strictly commercial considerations.



Hybrid Security/Capital Instruments • **Papiery wartościowe (instrumenty finansowe) hybrydowe** • A *security* or *debt* contract that combines the characteristics of both *debt* and *equity*. Some common examples of hybrids would be:

- *preferred shares* with mandatory redemption provisions,
- *convertible bonds*/notes (debt which can be exchanged for equity),
- *mezzanine debt* which may convert, depending on circumstances, to equity,
- debt security indexed to an equity security.

Hybrid securities are creative *financial engineering* tool designed to offer investors and issuers "the best of both worlds". For example, in the case of a convertible bond, an investor might want to capture a borrower's future upside but have the greater certainty of a debt instrument in the meantime. A *substance over form* accounting issue arises in accurately classifying the capital instruments. For example, preferred shares might purport to be "equity". But they may behave more like debt than equity. For example, they may have to be redeemed at some future date. Or the holder may be able to exercise an option or a put to get cash back. If *dividends* are mandatory they become similar to *interest* payments. Thus judgement may have to be exercised to classify hybrids correctly although *accounting standards* lay down guidelines on classification. Word roots: from the Latin "hybrida" = offspring; later evolved in 17th century and then popularised by Darwin in the 19th century.

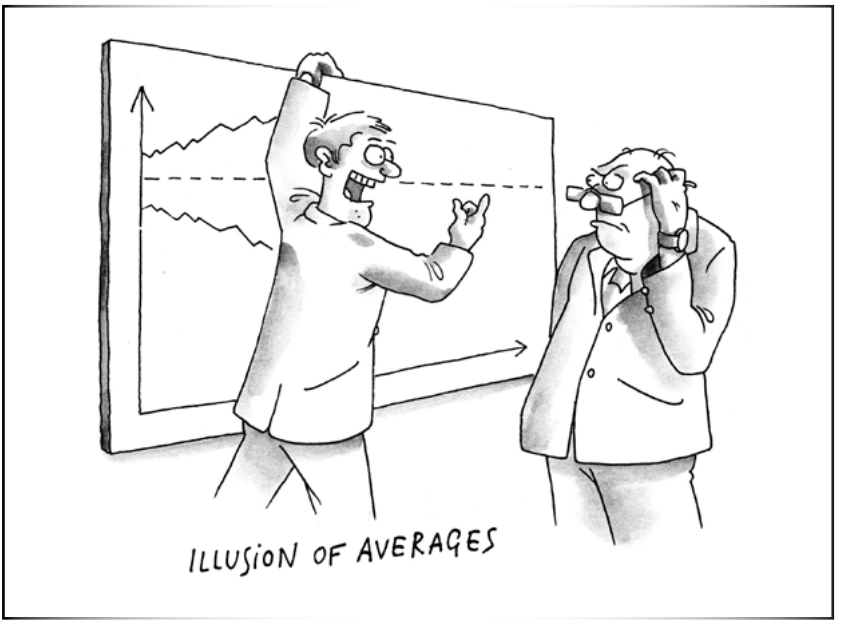
I

Illusion of Averages • **Iluzja średniej** • The misinformation that can result from looking at overall *averages* instead of the composition of individual parts. Individual performance is said to "hide behind the averages". For example, it may appear that customers are profitable on average. However, a deeper *customer profitability analysis* might reveal that some customers are very profitable while others are money-losers (see quote below). Another example is in using simplified overhead allocation rates which spread indirect costs evenly instead of more precise activity based costing that seeks to find specific cost drivers. The illusion of averages often arises with *fixed costs* that are "spread" amongst individual units depending on activity levels. To avoid the illusion, decision-makers should concentrate on variable costs (i.e. relevant costs), at least in the short run.

Mish Mash

Big units combined results so it was difficult for top management to figure out which ones were really making money. "Strong businesses were subsidising weak ones, but the numbers didn't jump out at you." says the CFO. "With the results **mashed together**, it was easy for managers to hide."

The Contender in "Fortune" (Europe), April 3, 2006, p. 36



Imperial Shareholders (vernacular) • **Akcjonariusze imperialistyczni** (żargon) • A dramatic description by a Wall Street lawyer of otherwise healthy *shareholder activism* movement that might have gone too far. Could an unproductive meddling result, in the words of the same fellow, in an unwieldy "management-by-referendum"? ("The Economist", *Owner Drivers*, June 2, 2007, p.13) Another concern might be that special interest groups can push their own particular agendas which are contrary to the interests of the majority of shareholders. In particular, three groups of shareholder activists do indeed often seem to give incumbent management a hard time:

- "Wolfish" *hedge funds* with an excessively short-term perspective,
- "Do-good" social activists with an anti-business bent such as a green agenda,
- "Assertive" *corporate governance* interests who distrust and second-guess management.

The notion of "imperial" suggests the excessive and unchecked power of a monarch. The analogy is perhaps not very apt given the real fear is based on "too much" well-meaning democracy gumming up the system with overzealous accountability. Shareholders presumably want a good management team and an independent board of directors to get on with running the business. But they also want to collectively understand, endorse and monitor the actions of their agents (see *agency problem*). This takes more democracy, not less.



In (and Out) of the Money • **W cenie (i poza ceną)** • The description of the state when an option has *intrinsic value* because its strike price (or option exercise price) is favourable compared to the market price. For example, if I have an option to buy a share at $15 and it is trading at $12, my option is said to be "out of the money" (i.e. I would not exercise it since I could always buy the shares cheaper in the market). But if the market price goes to, say, $18, my option is now "in the money". It would now be worth it to exercise the option in order to buy shares cheaply. Alternatively, I could sell the option since it will have intrinsic value as well as time value.

Let's spend it!

We're **in the money**, come on, my honey, Let's spend it, lend it, send it rolling along!

Depression-era ditty

Income Bond • **Obligacja przychodowa** • A *long-term* debt instrument in which the payment of regular *interest* is a function of annual profitability. In the event that the enterprise has a bad year, lenders agree that interest payments on the bond will not be payable. Principal, however, is to be fully repaid, usually as

a bullet at maturity. Income bonds, which are based on the logic of "pay what you can afford", are sometimes used in *restructuring*.

Income Trust • Fundusz dochodowy • An investment fund that holds assets which are primarily income producing (as opposed to building value by market value appreciation or reinvestment in new projects). Common income trust assets are in commercial real estate and natural resources. To set up a trust, operating enterprises will sell a "stand-alone" group of assets to a trust. Thereafter, the assets are administered (for a fee) by the enterprise that previously owned them. Once in place, such assets usually generate steady cash flow without the need for large reinvestment beyond some modest maintenance expenditures. Absent any reinvestment opportunities, most tax regimes require that the trust's free cash flow be distributed to investors. This offers them the attraction of constant and reliable cash flows. Depending upon the tax regime, this can also be done on a tax efficient basis by waiving any taxation of the trust itself thereby avoiding double taxation. Income trusts, which are akin to *securitization*, are complex examples of *financial engineering*. See also *real estate investment trust*.

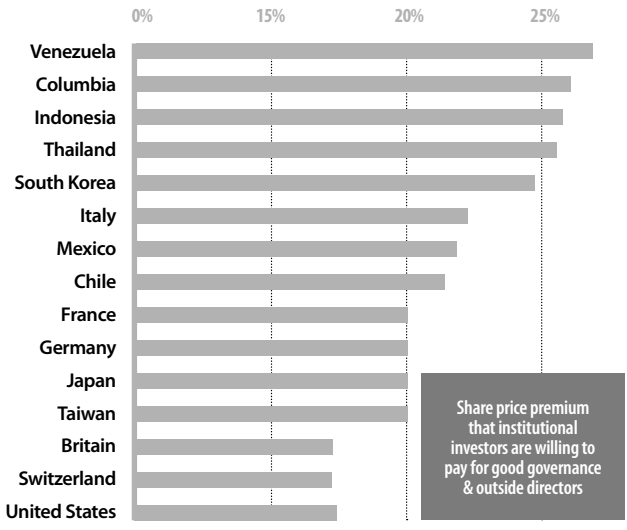
Indefeasible Rights of Use • Nienaruszalne prawo do użytkowania • A long-term lease of a portion (say, a bandwidth) of the capacity of a long distance fibre-optic cable. Subject to maintaining lease payments, the leasee virtually owns dedicated transmission capacity. Any capital expenditures incurred upon entering into indefeasible rights of use should be amortised over the life of the contract.

Indemnifications, Underwriter • Indemnizacja • Controversial arrangements whereby *underwriters* of securities are compensated by issuers in the event that they are sued by investors for negligent *due diligence*. The role of underwriting banks is normally to add the imprimatur of an expert – thorough and impartial scrutiny. This should especially be the case in the *prospectuses* for *initial public offerings* where the capital markets are unfamiliar with the company. However, the investment bankers may argue that they are relying on representations from the issuer and deserve to be protected if the companies hoodwink them. While this may be indeed a risk, they presumably earn their (often rich) fees by coping with such hazards. See also *shareholder litigation*.

Independent/Outside Directors • Niezależni (niezatrudnieni przez spółkę) członkowie rady nadzorczej • Members of a company's *board of directors* who have no commercial relations with the company nor, ideally, even personal relations with its *management*. They should, however, own some shares

in the company so that they are in the same boat as the shareholders they represent. Absent any partialities, such directors are better placed to represent the interests of *shareholders*, especially in those instances where there is not a complete mutuality of interests with management (e.g. in setting compensation and assessing performance). Traditionally, an outside director was somebody with a public high-profile whose stature would be sufficient not to be compromised by commercial interests. It tended to be more an honorary than executive function. They were usually recruited from the ranks of retired executives who were often card carrying members of an Old Boy Network. Board meetings were no more than an opportunity to smooze over a good lunch. Remuneration was modest, but so were the responsibilities as a member of a rubber-stamping body. Lacking information and many seats at the table, outside directors felt like pampered guests. It would be rude to challenge the host. However, with the growing emphasis on better *corporate governance*, outside directors are becoming more important and assertive. They are increasing in numbers (in the USA, almost 80% of boards in 2000 were independent outsiders). More importantly, they are expected to have real teeth and vigorously promote *shareholder rights*, if needed by openly questioning executive management's judgment and track record. With greater responsibilities, independent/outside directors need to be paid more and have greater financial stakes in the companies they oversee. Contrast to *supervisory board*.

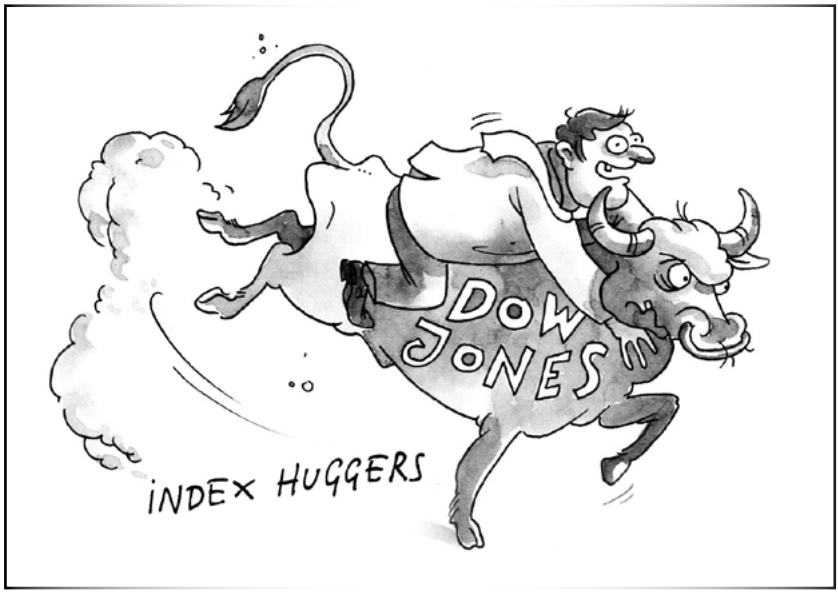
Independent Directors



Source: "McKinsey Quarterly", 2000 Number 4/"The Economist"

Index Fund • **Fundusz indeksowy** • A portfolio of various equity stocks designed to reflect a benchmark *stock market index*. Index funds are "passively" managed: instead of having expensive *fund manager*s to make discretionary, and possibly capricious, investment decisions, they automatically track the composition of a chosen index calculated by an index provider. Since the *efficient market hypothesis* and random walk says that it's hard to beat the market, this can result in better net returns for investors since fund administration costs can be reduced. See also *mutual fund*.

Index Huggers (slang) • **Naśladowcy indeksów** (slang) • Asset and portfolio managers that buy into broadly diversified portfolios that have the same composition as a stock market *index fund* (e.g. the S&P 500). This is done instead of trying to pick "winners" or avoid "losers". (See *alpha investors*). The term tends to have a derogatory connotation for somebody who lacks the boldness of conviction. On the other hand, the *efficient market hypothesis* suggests that this in not a bad strategy, especially if there are transaction and *asset management* savings as a result.

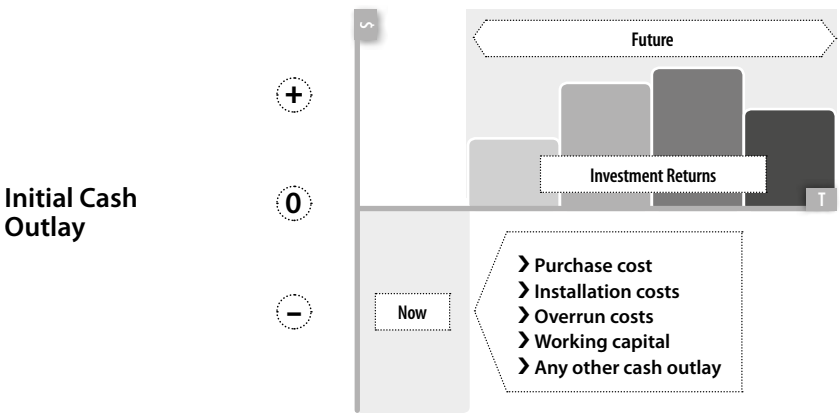


Index Provider • **Firmy prowadzące indeksy** • Companies that calculate and provide indices that are widely used as the benchmark to measure the performance of international equity portfolios. They are also used as the basis of passive investment products such as *index funds* and *exchange-traded funds* (ETFs). The most popular indices would be:

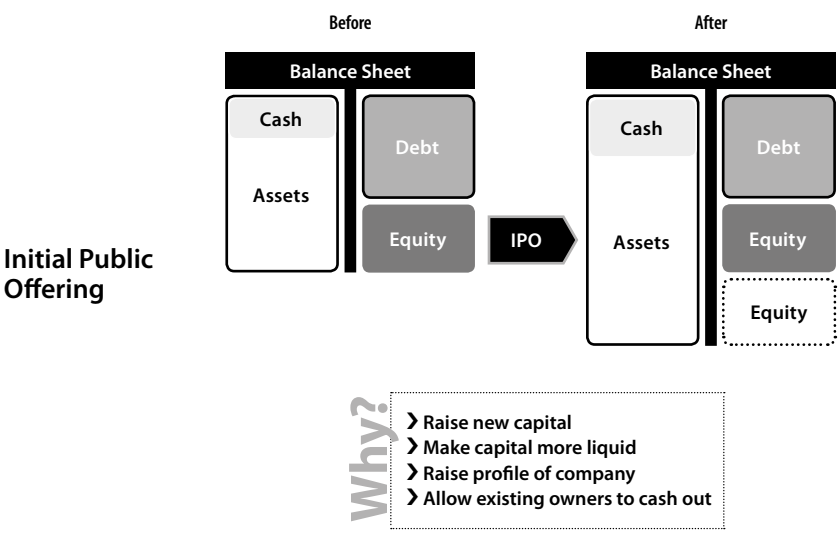
- *MSCI*,
- FTSE International,
- Standard & Poor's,
- Dow Jones.

The weighting is typically according to *free float* to reflect the number of shares that investors can buy as opposed to stock market capitalization which often includes tightly held shareholdings. (Under an old system, the prices of some shares were pushed up because investors could not buy enough of them to reach the required index weight). Calculating free float indices is not always easy: distinguishing between strategic holdings and free-floating shares can be a matter of judgment, especially if owner disclosure is limited. See also *index huggers.*

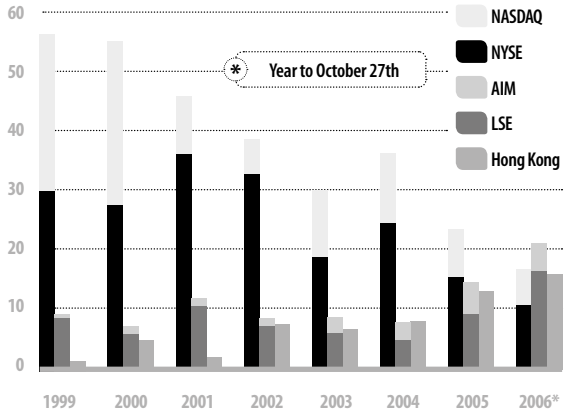
Initial Cash Outlay (Capital Expenditures) • Nakład początkowy (inwestycje) • The upfront cost of investing in a new project or equipment. It will be the "negative" figure in the *net present value* calculation which is offset by the "positive" present value of future cash flows. Initial cash outlays exclude any non-relevant costs (such as the *sunk costs* of feasibility studies done in advance of the project) but includes working capital investment. The "initial" aspect reminds us that there may be future outlays (e.g. maintenance or reinvestment) later on. Two key issues arise with initial cash outlays. First is the risk of an overrun leading to a reduced NPV and the necessity for more financing resources than were originally anticipated. Second is the need to pay for the outlay. Since outlays may often be relatively large, a financing requirement beyond the company's internal cash generation may often be triggered.



Initial Public Offer • IPO • Pierwotna (pierwsza) oferta publiczna • Floating shares in the capital markets for the first time. In exchange for an injection of cash, the company issues new treasury shares. An IPO – also referred to as "going public" – is like a financial coming of age. Not only is the company bigger by virtue of deploying more capital but, perhaps even more importantly, it comes out of the shadows of private ownership into the limelight of the public stage. This, in turn, will have process impacts such as transparency (in order to comply with stock exchange listing rules), more pressure on management to deliver shareholder value creation (since poor performance will result in lower share prices) and enhanced credibility amongst staff, customers and the public. Despite such advantages, an IPO is a challenging transaction. The issuer will be an unknown quantity to prospective investors. They will need to be convinced of an attractive *story*. Both issuer and investor will be uncertain about the value of the company until shares have actually been traded. Deep discounts and dilution might be necessary. Regulators and exchanges will also insist on plenty of due diligence and prospectus. All this adds up to high issuance costs that are best justified by growth prospects and or the desire of existing owners to *cash out*. See also *Alternative Investment Market.*

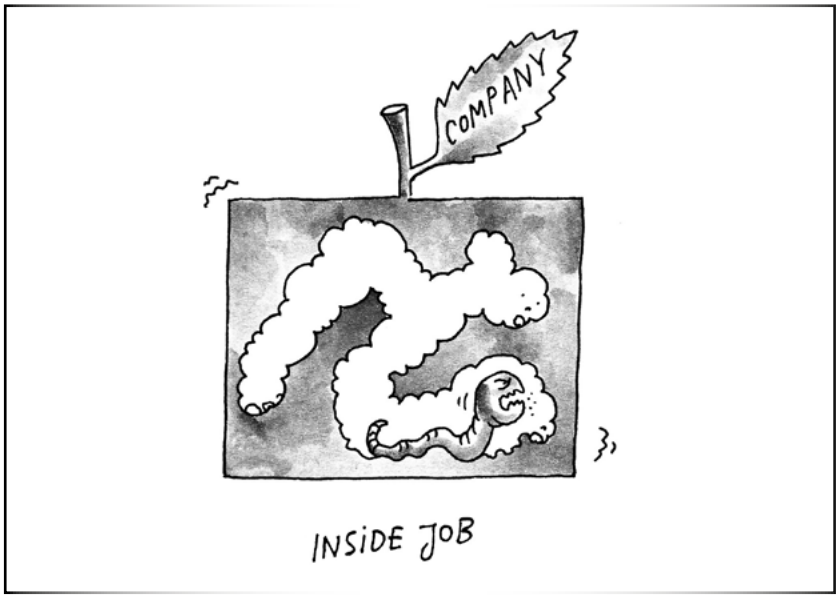


Initial Public Offering
% share of worldwide IPO proceeds



Source: Thomson Financial & "The Economist", 23.11.2006

Inside Job (vernacular) • **Nielegalne działania wewnątrz spółki** • **Krecia robota** (żargon) • Any fraud perpetrated by those inside the business, especially if they are in positions of trust such as *management*. Compare to *insider information*.



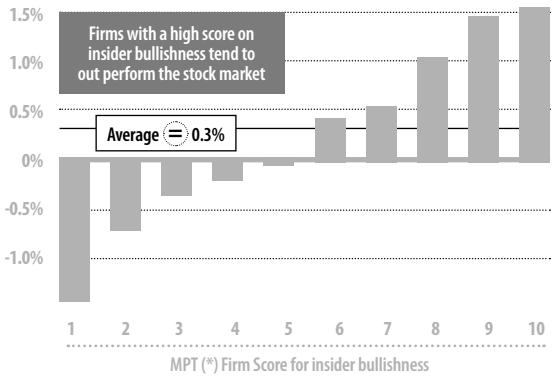
Who Else?

But given the extraordinary security at the exchange, speculation was that the theft was an **inside job**, perhaps involving dealers seeking to defraud insurers.

'Inside Job' Feared In $3 Million Theft Of Gems in Antwerp
"International Herald Tribune", December 17, 1994

Insider Information/Trading • Wykorzystanie informacji niejawnych • Knowledge possessed by management and directors of material events affecting a business' future prospects. This could be exploited to earn money on a company's traded shares. (If insiders simply had confidence in the business, they could buy shares without insider information). The asymmetric information problem suggests that such knowledge is trapped inside privately owned businesses. However, in the case of publicly traded shares, the *efficient market hypothesis* in its strong form suggests that stock market prices will tend to reflect insider information. Under well-regulated stock exchanges, it is illegal for management and directors to use insider information in their own personal investing since it would be an unfair advantage over outsiders.

Insider Trading
Average Monthly Return, 2001–2002



Source: "Fortune" (Europe), 9.12.2002, p. 51/Market Profile Theorems (*)

One Reason Why Capitalism Does Not Work Perfectly

Those in control of the policies of a business are almost inevitably in a better position to foresee its future earnings than are outsiders and it is difficult to prevent their taking advantage of this position to the detriment of their efficiency as managers of productive operations. Matters become still worse when the managers of productive property begin to manipulate their industrial and financial policies with a view to producing changes in capital values of which they inevitably know in advance of outsiders and of which they take advantage with corresponding ease. Instances of such action with enormous gains reaped by **insiders** are familiar to all who know anything of modern corporation history. It is hard to see how they can be prevented without a strengthening of the moral code of business and a strict application of criminal law.

Frank Knight *The Ethics of Competition*, 1926

Insolvency • **Niewypłacalność** • **Bankructwo** • The financial state of being unable to meet obligations as they come due for payment. Thus insolvency means being both illiquid and unable to borrow from anybody. Defined this way, insolvency is time-sensitive. A company may have positive net worth yet be in default because it lacks the time to liquidate assets to pay off creditors. Under bankruptcy laws, insolvency is a more precisely defined term since it constitutes an act of bankruptcy that, in turn, triggers creditor rights. See also *solvency ratios*.



Installed Base (vernacular) • **Stała baza** (żargon) • Any investment in operational assets that will continue to generate cash flow well into the future subject only to maintenance-type capital expenditures. A classic example would be a mobile phone network with a franchise of long term subscribers.

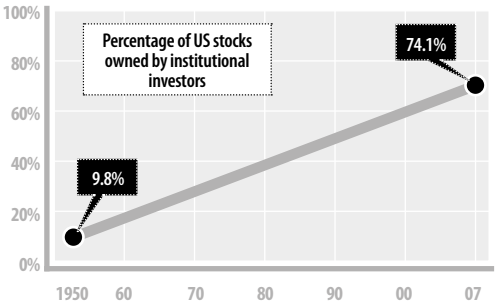
Fresh Start

The reason God was able to create the world in seven days is because there was no **installed base**.

Why growth can be achieved in clean slate emerging markets
quoted in "Fortune" (Europe), November 12, 2007, p. 34

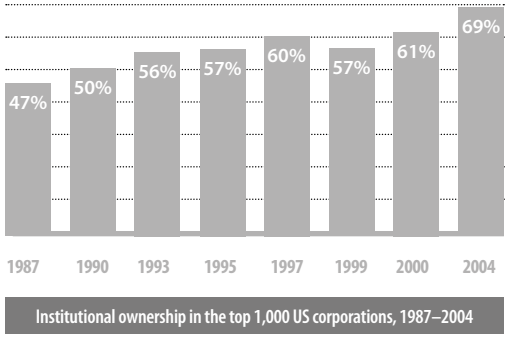
Institutional Investor • **Inwestor instytucjonalny** • A financial institution that invests in the equity ownership of an enterprise without influencing operational *management* beyond the normal *corporate governance* activities to monitor financial *performance*. Institutional investors are typically *insurance* companies, *pension* funds, *mutual funds*, merchant banks and *private equity funds*. Valuing diversification and market liquidity, they tend to take a smaller ownership stake of say 10% to 25% and seek profits by *capital gains*. In not having control, they tend to be passive investors who simply sell their shares if prospects become unattractive. In the meantime, they will often actively assert their *shareholder rights*. Their investments are usually carried at cost or by the equity method. Contrast with *strategic investor* that is more willing/able to exercise a degree of control and intervention. Institutional investors play an important role in *corporate governance*. As professional investors, they are better informed and savvy about financial matters. They can thus be expected to play a more proactive role in overseeing management performance.

Institutional Investors



Source: US Federal Reserve/"Time", 17.09.2007, p. 41

Institutional Investors
Average institutional holdings (percentage)



Source: Global Corporate Governance Research Center/Conference Board

Insurance • **Ubezpieczenie** • A financial product that shifts specified risks to other parties for a fee known as a premium. Insurance is an important *risk management* tool for businesses and individuals. Insurance is provided by insurance companies that are expert at gauging actuarial risks. A basic distinction is between life insurance covering the lives of individuals and property insurance covering the value of assets against natural hazards and accidental loss. The later type of business can be the most volatile due to inherent cycles in the insurance market and the occurrence of unexpectedly large natural disasters. Most insurance companies are managed as financial intermediaries whereby premium income is reinvested in long term investments in order to earn investment income pending an obligation to pay out on a "claim". Because of their investment activities, insurance companies will often have cyclical earnings from capital market volatility. Word roots of insurance: from the Old French "enseurance" = guarantee, protect from loss; evolved in English to "ensure" or "assure" as to give confidence; evolved to idea of financial compensation in 17th century. See also *reinsurance*.

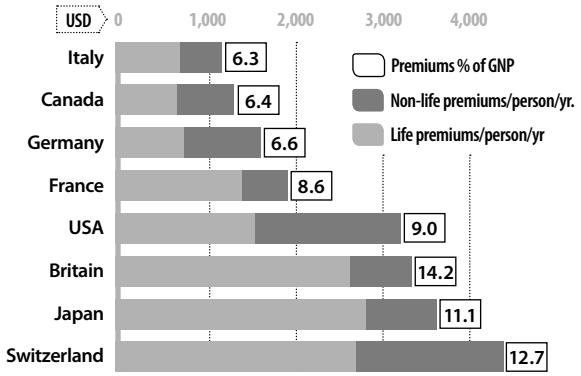
Insurance
US Property & Casualty Insurer's Return on Equity



Sources: "The Economist", 17.05.2008, p. 85, Insurance Information Institute

Insurance Cover (vernacular) • **Suma ubezpieczenia** • **Ochrona ubezpieczeniowa** (żargon) • The amount of protection provided by an insurance policy. Cover is short-form for "coverage" and is used in the sense that the insurance company would blanket any losses. Thus an insured might say that "I'm covered against a fire loss for up to $100,000". Because of the ever-present possibility of *moral hazard*, most insurance pays out a "claim" at *deprival value* (i.e. sufficient compensation to keep the insured whole but not profit from a loss).

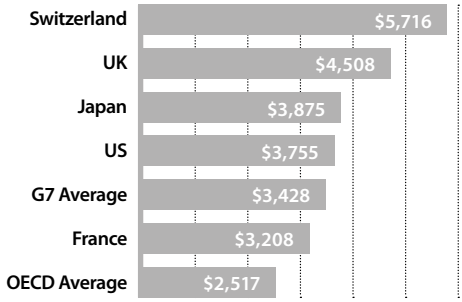
Insurance Cover
G-7 + Switzerland in 2001



Source: "The Economist", 21.12.2002, p. 144 & Swiss Re

Insurance Premium • **Składka ubezpieczeniowa** • The fee paid to an insurance company in return for protection against future loss in accordance with the terms of the contract or "policy". To the insurance company the premium represents "underwriting revenue" out of which it must pay claims, premiums paid to reinsurance companies for offloading risks and its operating costs. The "loss ratio" represents how much of the premium revenue gets eaten up by such costs. Most insurance companies target a long run loss ratio of, say, 90% although the typical cycles of the insurance industry often result in underwriting being a net loss for the insurer. The other source of income for an insurance company is investment income on the pool of premium proceeds which have not yet been paid out in claims. This source of income can often be as lucrative as the underwriting business.

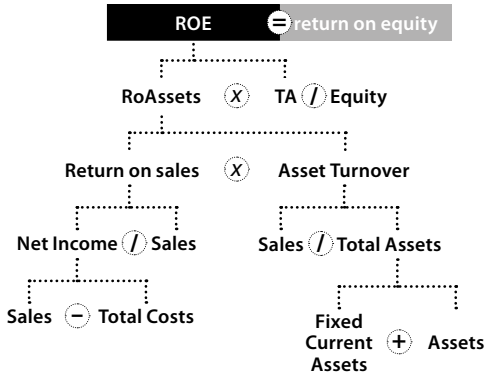
Insurance Premiums
$/capital, 2004



Source: "Financial Times" – *The Cautious Swiss*, 16.11.2005, p. 14

Integrated Analysis • Analiza zintegrowana • A subset of *financial ratio* analysis that tries to relate the separate financial ratio categories (e.g. covering activity, liquidity, solvency, profitability) based on an understanding of industry characteristics and internal relationships. See *Du Pont formula*.

Integrated Analysis

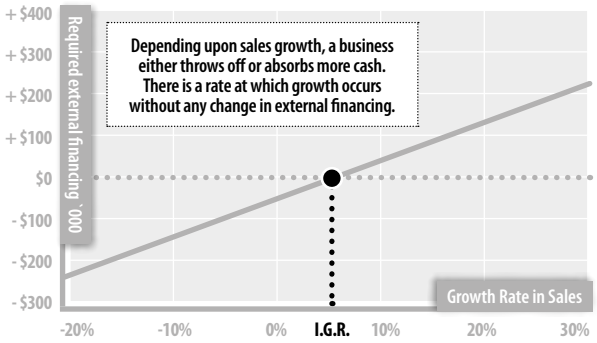


Internal Growth Rate • IGR • Wewnętrzna stopa wzrostu • The maximum annual growth rate in sales that a company can achieve without resorting to external financing (either debt or equity). Thus the new investments in working capital or fixed assets required to support a higher level of sales will be financed entirely by a firm's own earnings. As a consequence, a firm's leverage will be reduced at the internal growth rate since the total amount of equity is growing but not total debt.

Internal Growth Rate						
$\frac{\text{Retained earnings}}{\text{Assets}}$	=	$\frac{\text{Retained earnings}}{\text{Net income}}$	x	$\frac{\text{Net income}}{\text{Equity}}$	x	$\frac{\text{Equity}}{\text{Assets}}$
	=	*Plough-back ratio*	x	*ROE*	x	$\frac{\text{Equity}}{\text{Assets}}$

Thus a firm can achieve a higher growth rate without raising external capital if it: i) reinvests more of its earnings; ii) increases the profitability of its earnings and iii) reduces its debt financing relative to equity.

Internal Growth Rate



Internal Rate of Return • IRR • Wewnętrzna stopa zwrotu • A financial calculation which indicates an investment project's cash flow generation in terms of its ability to recoup an investment at a certain *interest* rate or "discount rate". Hence if the IRR of a capital project is 25%, it could break even (i.e. just payback the initial outlay with an interest burden of 25%). If the actual cost of capital is less, there will be a surplus which favours the decision to undertake the project. In terms of its sister concept, *net present value*, the IRR is the discount rate which will cause the project's NPV to be 0 (i.e. the present value of cash outflows [-] will just equal the present value of inflows [+]. See table p. 109).

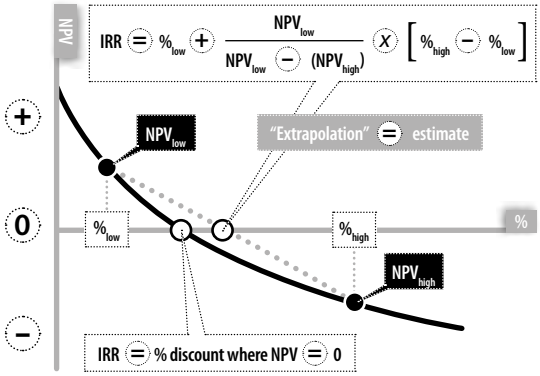
The IRR can also be described as the maximum *cost of capital* which can be applied to finance a project without causing harm to the shareholders. IRR has some conceptual flaws (e.g. it assumes that cash flow is reinvested at the IRR; it does not work if cash flow is reversed and it is misleading in the case of mutually exclusive projects). However, it is popular in practice because of its intuitive meaning for business people used to thinking in terms of a *yield*. It is a superior technique to its poor cousins, *payback* and accounting rate of return.

Internal Rate of Return

$$I_0 = \sum_{t=1}^{N} \frac{C.F.^t}{(1+\mathbf{r})^t}$$

Where:	Component	Comments
I_o	Investment	◆ Outlay to produce cash flows ◆ Allows *tax shield* on income taxes
t	Period	◆ Match cash flow to discount periods
n	Number of periods	◆ Cover horizon of project returns
C.F.	Net cash flow	◆ Incremental cash flow only ◆ Include salvage, working capital flows ◆ Adjust for income taxes ◆ Adjust for inflation
r	**IRR**	◆ Figure is a residual to solve equation ◆ Rule: if IRR cost of capital, invest

Internal Rate of Return



Internal Rate of Return Method

Surveyed usage in practice

	USA	CANADA	JAPAN	AUSTRALIA	BRITAIN
IRR	52%	62%	4%	37%	39%

While NPV is considered to be the best criteria for capital expenditure decisions, IRR is more popular for its convenience

Source: Ch Horngren et al. *Cost Accounting*, 2003

International Association of Financial Executives Institute • IAFEI • Międzynarodowe Stowarzyszenie Dyrektorów Finansowych • An international umbrella organisation of financial professionals that has morphed into the CFA Institute (see *chartered financial analyst*). The CFA Institute is an international, non-profit organization of more than 70,000 investment practitioners and educators in over 100 countries.

International Centre for the Settlement of Investment Disputes • ICSID • Międzynarodowe Centrum Rozwiązywania Sporów Inwestycyjnych • A global arbitration court sponsored by the World Bank that seeks to resolve disputes between commercial parties.

International Finance • Finanse międzynarodowe • The matching of savers and investors on a global basis across national borders. Essentially this means channelling the capital of developed markets with saving surpluses into developing or *emerging markets* with high shortfalls in savings and attractive investment opportunities reflected in rich yields. While cross border transaction volumes are huge and most national markets have become more open to the free flow of capital, there is no such thing, at least so far, as a single global *capital market*. Most countries invest what they save. Persistent and large trade imbalances, financed by long term capital, are relatively rare (exchange rates tend to drop reversing the deficit). A notable exception to this is the case of China which carries substantial ($1 trillion+ in 2007) foreign currency surpluses as part of its controversial trade policy to stay competitive (for the sake of internal employment objectives) in foreign trade. The perverse result is that emerging market China is financing the deficits of richer, more developed economies, especially the USA. Capital markets are global in the sense of quickly exploiting international arbitraging opportunities.

International Financial Crisis • Międzynarodowy kryzys finansowy • A financial panic that is experienced in more than one the world's financial centres – say New York, London, Frankfurt or Tokyo or emerging markets. The events are not just a coincidence. Rather, one snowballs into another. To rate as a true "crisis", the problem should threaten the real economy. A stock market crash would count for less as compared to a run on banks. Globalization has tended to make the world behave as one interconnected market although financial markets have long been integrated (see p. 111). The *Credit Crisis of 2007–2009*, which has spread with varying degrees throughout the world's economies is our latest example of the "one world" in finance.

Galloping Apocalypse

What eventual drove Marx back to economic studies was the apparent arrival of the long-awaited **international financial cataclysm** in the autumn of 1857. Beginning with a bank collapse in New York, the crisis spread like a galloping apocalypse. Marx was infected by the melodramatic spirit of the moment. Throughout the winter of 1857/1858 he sat in his study until about 4 a.m. every night, collating his economic papers `so that I at least get the outlines clear before the deluge.' The flood never came but Marx continued to build his ark, convinced it would be needed sooner or later.

Francis Wheen *Marx's Das Kapital*, 2006, p. 27

International Organisation of Securities Commissions • IOSCO • Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych • An international body of *securities* trading *regulators* from over 65 countries formed in 1987. IOSCO is trying to set common, worldwide standards and co-ordinate global supervisory activity. To the extent that it can do so, globalisation of *capital markets* will be promoted. IOSCO works closely with the *International Accounting Standards Committee* to create internationally accepted *accounting standards*. Both the IOSCO and the IAS have to compete for respect and authority with their equivalents, the *SEC* and the *FASB*, operating in the USA where the world's largest capital market tends to have a dominant influence.

International Valuation Standards • IVS • Międzynarodowe Standardy Wyceny • Guidelines on asset *valuation principles* provided by the International Valuation Standards Committee, a group of 50 national valuation societies formed in 1981 to promote improved and harmonised valuation procedures worldwide. IVS are broadly consistent with valuation principles used by *International Accounting Standards*, although IAS does not necessarily accept IVS as authoritative.

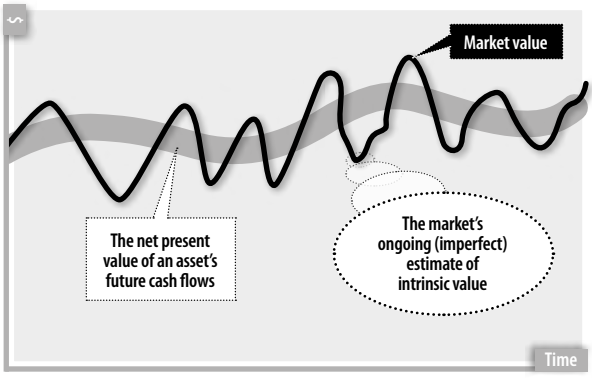
Intraday Trading • Obroty dzienne • Buying and selling shares within the close of a business day. See *day traders* and *churning*.

Intrinsic (Option) Value • Wartość wewnętrzna (rzeczywista) opcji • The value of an *in-the-money* option as measured by the market price of the

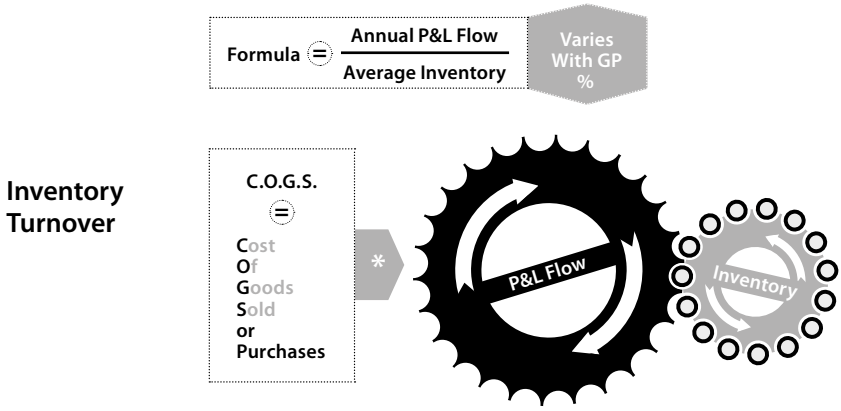
item that the option can buy or sell (depending on whether it is a call option or put option) less/plus the option's strike or exercise price. If the option is out-of-the-money (i.e. there is no incentive to exercise it), it has no intrinsic value. See also *time value (of an option)*.

Intrinsic Value • Economic Value • Wartość wewnętrzna • Wartość ekonomiczna • The underlying, long term value of an asset based upon a rational, unbiased estimation of the fundamental characteristics of its *relevant cash flow*. It could also be described as "underlying value" or "theoretical long run market value". Traded markets strive to reflect intrinsic value (see *Efficient Market Hypothesis*). However, because of such "noise" factors as market sentiment, speculation, inefficiency or irrationality, markets may depart from an intrinsic value in the short run. In addition, since intrinsic value is based on uncertain forecasts, it is inherently tentative as estimates of the future are continuously updated with new information. Thus we could describe intrinsic value as what the market price would be if a market was functioning properly and all relevant information was out in the open. Through the use of *fundamental analysis*, investors look for differences between intrinsic vale and market value in order to find bargains. Or, in the absence of a traded market, a calculation of intrinsic value is the reference point for most valuation purposes. In the case of options, intrinsic value has a more precise meaning. It is the value of an *in-the-money* option as measured by the market price of the item that the option can buy or sell (depending on whether it is a call option or put option) less/plus the option's strike or exercise price. If the option is out-of-the-money (i.e. there is no incentive to exercise it), it has no intrinsic value. The other component of an option's value is its *time value (of an option)*. Contrast with *fair value*.

Intrinsic Value



Inventory Turnover • Szybkość obrotu zapasów • The relationship between an inventory balance at any one time and the cost of goods sold that flow through that account. The smaller the outstanding inventory compared to annual COGS, the higher the turnover and, by inference, the faster inventory is coming and going. All things being equal, high turnover is desired: financing costs are reduced and the risk of obsolete stock is lower. That said, inventory turnover is very much dependent on the nature of the product and market. Some goods (i.e. luxury items) have inherently slow turnover but enjoy high profit margins. Compare to *receivables turnover* and *payables turnover* and see also *just-in-time (JIT) inventory management.*



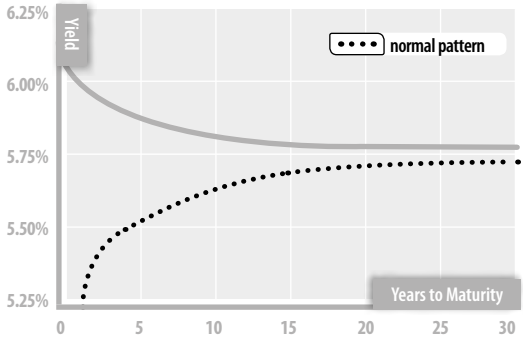
Inverted Yield Curve • Odwrócona krzywa dochodowości • An abnormal *term structure of interest rates* in the money market when short-term (say up to 2 years) interest rates are higher than long-term (say, 10 years+) interest rates. This is in contrast to the typical *yield curve* pattern where long-term rates are usually higher to reflect higher inherent risks over longer time horizons. Since yield curves are positive for good reasons (e.g. liquidity preference and risk compensation), inversion must be explained by one of the following main explanations:

- Expectations – If interest rates are expected to fall, short rates might be higher as investors stay in the shorter end of the market (not wanting to lock in low long term rates);
- Government Monetary Policy – Monetary policy might intervene in the money markets to accomplish some policy objectives. A common motive is to cool down an overheated economy by increasing short term rates;

- Market Segmentation Theory – Major investors are confined to a particular segment of the money market. Such players will not switch even in the face of forecasted changes in interest rates. Long term investors such as pension funds will stay long and bid up the value of such investments which will in turn, drive down their yields below short term rates.

Based on the monetary policy above, an inverted yield curve is often seen as heralding a business cycle's recession. Interest rates, through central bank monetary policy, will increase to slow down a hot economy. However, once the economy cools down in the longer term, rates will drop. The significance of the inverted curve as a harbinger of a recession is debated. Alan Greenspan called it a "misconception" ("International Herald Tribune", November 10, 2006, p. 14). That said, there is a discernable historical pattern of inverted yield curves occurring before recessions.

Inverted Yield Curve



Investment • **Inwestycja** • Any commitment of *capital* to a productive activity. Thus, all the *assets* of an enterprise can be considered "investments" in a general sense. A more precise meaning is the setting aside of resources with the intention of generating long term *income* (earned as interest or as *dividends*) and/or *capital gains* in the future. Depending on the market *liquidity* for investments, they can often be sold to other investors. Investments contrast with resources tied up in short term trading as *working capital* or resources committed to productive capacity, known as *fixed assets*. The accounting treatment of most investments is to carry them as a long term asset at cost. In the case of investments in equity shares with voting rights, the rules of *business combinations* apply. Financial investments (usually ownership of less than 20%) are valued at cost; investments with a *minority interest* (20–50%) require the *equity method* and controlling investments (over 50% ownership) are consolidated.

Investment Grade • **Klasa inwestycyjna** • A credit rating indicating *creditworthiness* of sufficient strength to qualify *bonds* for conservative and *prudent* investors, typically *institutional investors* such as *pension fund*s and *insurance* companies. The most common threshold is "Baa3" (Moody's), "BBB-" (Standard & Poor's) and "BBB-" (Fitch). Only debt with a rating of at least these ratings qualifies. In most countries, capital market regulators will specify that regulated financial institutions should only hold investment grade debt in their portfolios. Should a debt instrument be downgraded to "non-investment grade" status, its price will often fall dramatically as institutions unload their holdings into the market.

Welcome to the Club

[With its first time **investment grade** status] Brazil entered the club of the most respected countries, considered serious and with solid economies.

Brazilan Finance Minister Guido Mantega
quoted in the "International Herald Tribune", May 2, 2008, p. 15

Investment Portfolio • **Portfel inwestycyjny** • Any blend of assets intended to earn a yield that will accumulate and create wealth over time. The term is fairly broad and can capture many variations. An investment portfolio might contain financial assets, real estate or antiques. It might be money put aside in pension fund or speculative dabbling in the market by a day trader. At the very least, it has to have two key attributes. First, there is at least the hope that wealth will grow with time. Second, it is diversified. This can be by asset class – equities, bonds, money market, etc. – or within asset classes – shares in Company A, B, C, etc. In its most common usage, "investment portfolio" connotes traded financial assets held in patient, long term holding as opposed to short-term trading.

Investment Portfolio
USA real returns average %

Decade	Equities	Bonds	Cash
1940s	3.6	6.4	1.6
1950s	7.5	–3.1	–5.1
1960s	13.8	–0.4	–0.2
1970s	5.3	–1.5	1.3
1980s	7.9	8.8	3.9
1990s	14.1	7.1	1.9

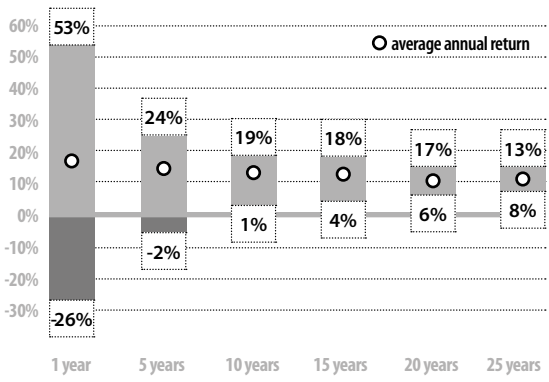
Source: "The Economist", 05.05.2001

Investment Returns • **Zwrot na inwestycji** • The yields that are earned over time in various investment vehicles. Yields are measured by both the receipt of income (e.g. dividends or interest) and periodic increases in investment value compared to an original amount of invested capital. In any single period, investment return will vary with market conditions and the performance of covenant behind the instrument. Over time, a regression to the mean will usually be apparent with returns showing distinctive patterns. The most pronounced pattern is that higher average returns are correlated with higher levels of the volatility of returns. Since investors value risky investments less than safe ones, their yields will be higher. Alternatively put, to induce investors to hold risky investments, a risk premium must be added to what could be earned on less risky investments.

Investment Returns, 1926–1997 (USA)

Investment	Return	Risk (*)
Small-cap Equity	12.7%	33.9%
Common Stocks	11.0%	20.3%
Long-term Bonds	5.7%	8.7%
US Treasury Bills	3.8%	3.2%
Inflation	3.1%	-
(*) Standard deviation of annual returns vs. average		
Source: Ibbotson Associates, 1997 Yearbook quoted from *A Random Walk Down Wall Street*, p. 353		

Investment Returns: Range
USA Common Stocks
1950–1997



Source: B. Malkiel *A Random Walk Down Wall Street*, 1999, p. 355

Reality Check

We had a tremendous amount of **return** expectation inflation. Somehow, we are optimistic by nature. It's like buying a lottery ticket – we just buy them. There has to be a certain realism as to what your investment portfolio can do for you, and it cannot produce double digit returns on a sustainable basis. So return expectations have to be more realistic.

"Fortune" interview (December 21, 2009) with Mohamed El-Erian, an "investor rock star" who is CEO of Pimco, the world's largest bond investor

Investment Round (vernacular) ► Funding Round.

Investment Sins (lay wisdom) • **Grzechy inwestora** (mądrość laika) • The common mistakes that most amateur investors make when trying to build their personal wealth in the *stock market*. Traditionally, individuals stayed away from the stock market. They either left their money with professional *fund managers* or put it in a bank savings account for a modest but reliable yield. With the rise of retail trading, *widespread share ownership,* often through *mutual funds,* is becoming increasingly common. Carefully selected well-diversified portfolios offer proven returns in the long run. However, in the short term, investors are often exposed to emotional travails (people being particularly sensitive when it comes to their hard-earned savings). Perhaps the classic mistake was to get "burned" by a one-time loss and then staying away from the market for good. We offer a version of some investing pitfalls (each of which your author has fallen prey to), care of his own investment advisor:

Seven Deadly Investing Sins	
Sin	**Description**
Impatience	◆ Not letting compounding work its wonders
Pride	◆ Sticking to bad picks vs. accepting loss and moving on
Sloth	◆ Lack of effort in investing decisions; investing on *tips*
Avarice	◆ Chasing after unrealistic returns; taking excessive risk
Procrastination	◆ Indecisiveness in committing savings
Fear	◆ Excessive aversion to normal volatility; selling at the bottom
Discipline	◆ Inability to regularly put aside (say, 10%) income as savings
Source: Adapted from "Return on Investment" (September 2001) by TD Securities Evergreen (Canada) plus author's own formulations.	



Investment Tax Credit • **Inwestycyjna ulga podatkowa** • A corporate taxation scheme that allows income taxes payable to be reduced based on a company investing in certain "worthy" activities (say, experimental research, energy conservation, environmental restoration, etc.) designated by the tax authorities. Investment tax credits are a form of fiscal policy designed to steer an economy in a certain direction. As intended by the government, the tax saving is a relevant cash flow that should be incorporated into capital expenditure budgets.

Investor Based Finance • **Inwestycyjna analiza klienta** • An approach to *shareholder relations* which uses principles of customer analysis to "market" a company's shares, especially to institutional investors. Large, publicly traded companies may try to identify shareholder groups such as:

- large shareholders that can suddenly become inactive,
- past shareholders that seem to be buying back in,
- smaller shareholders poised to increase holdings,
- potential shareholders in other similar companies.

The investment patterns of such groups can then analysed in order to better predict, and even influence, share price behaviour. Investor based finance is largely founded on the realisation that a relatively small group of influential investors typically accounts for much, if not most, of a company's share price movement.

Investor Day • Dzień inwestora • An *investor relations* initiative whereby a company promotes investor awareness by holding s conference for *securities analysts* and investors.



Investor Protection Laws • Prawna ochrona inwestorów • The various laws on the statute books specifically designed to protect the *property rights* of small investors in *equity* shares. Such laws are necessary because the "little guy" often cannot get fair treatment if *management* or *institutional investors* choose to be highhanded. While their common law legal rights may exist on paper, the costs of invoking sanctions, versus the size of their investment stake, prohibits them being exercised. The best an abused investor can do is "vote with his feet" by selling. Examples of investor protection measures would include:

- minimum disclosure requirements for investment funds,
- protection against fraud, false information, insider trading and stock market manipulation,
- insurance covering bankruptcy or theft by agents, brokers and custodians.

Investor protection laws are not only necessary for the sake of fairness. By promoting trust and confidence, they also encourage capital formation via smaller households going into the stock-market. However, such laws cannot shield an investor from *market risk*. In this regard, caveat emptor (let the buyer be wary) applies.

Investor Readiness • Gotowość do inwestowania • The initial interest that an investor has in a business proposal formed after a quick appraisal of its feasibility. A screening process is at work to discriminate against "non-starters". Since *due diligence* is time-consuming and even expensive, not everything can be examined. Moreover, many ideas are either wacky or simply don't fit with an investing criteria. Investors such as business angels will therefore screen ideas relatively quickly. An appreciation of investor readiness is needed to create a *business plan* that tells a compelling and credible *story*.

Skimming

Few entrepreneurs realize that most business angels will decide whether or not to look at a business in depth after skimming a business plan for only a couple of minutes.

Special Report: Business Angels in
"The Economist", September 16, 2006, p. 83

Investor Relations ► Shareholder Relations.

IPO ► Initial Public Offer.

Irrelevance Proposition • Zasada braku zależności • The notion that investing and financing are completely separate and independent activities. At first glance, the idea seems rather perverse (in the words of "The Economist" newspaper (February 9, 2006) it is one of the "the most startling conclusions in economic thought"). Yet asset values are ultimately linked to the *net present value* of their associated future *cash flows*. It follows that it should not really matter how those cash flows are subsequently distributed between the lenders and equity owners who supply the capital to finance assets. Managers shouldn't fret over finance but simply get on with maximising project values on the asset side of the balance sheet. The roots of the irrelevance idea go back to the "black box" theoretical assumptions of production functions. It was then formally articulated as a proposition by the economists *Modigliani and Miller* who, how-

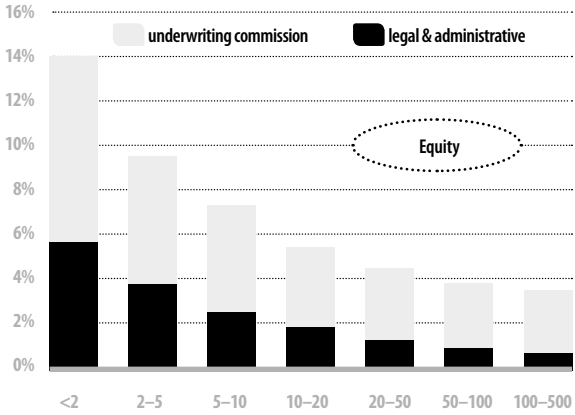
ever, confined it to particular circumstances that are acknowledged to seldom exist (see *deadweight cost*). That said, the proposition is a cornerstone of modern finance because it compels us to ask: "why should finance matter?" Answering this sheds light on what actually goes on in real world markets. The Irrelevance Proposition has several important implications:

- if we try hard enough (e.g. by clever *structuring*, thorough *due diligence*), just about all economically viable projects can be financed;
- mergers cannot change value of firm by repackaging its securities;
- as debt increases in capital structure, remaining equity becomes more risky;
- rational shareholders will demand higher return for their equity offsetting advantages of higher debt.

A combination of agency costs, imperfect markets and income tax distortions tends to temper the applicability of the above ideas. Luckily for those in the *finance function* (their raison d'etre being – finance does matter), it is an idea whose time has yet to come.

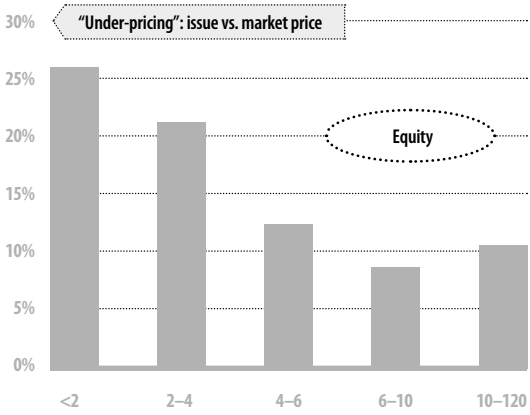
Issuance Costs • Flotation Costs • Koszty emisji • Koszty wprowadzenia spółki na giełdę • The one-time expense to raise new capital as a transactional cost (as opposed to the ongoing, recurring *cost of capital*). The amount will vary with the type of capital (equity vs. debt), the issuer and the transaction (e.g. *initial public offerings* being the most expensive). In the case of equity, out-of-pocket issuance costs are incurred to cover registration fees, prospectus, auditors, lawyers and investment banking services (advisory or under-writing). Additionally, underpricing of the issue (vs. subsequent market trading) results in an opportunity costs to existing shareholders. In the case of debt, issuance costs could include getting a *credit rating* and/or lender fees. Since issuance costs tend to be fixed, the percentage bite varies with the amount raised. Because equity is the most expensive, there tends to be minimum threshold below which it is uneconomic to raise more capital. This makes it harder for *small and medium enterprises* to capitalise themselves. As a rough guideline, issuance costs for equity might run between 5–10% of capital raised; for debt, 1–3%. The difference explains one reason why leverage is used in capital structure. See also *dividend policy.*

Issuance Costs: Out-of-Pocket
Size of issue in $ millions



Source: A. Damodaran, *Corporate Finance*, p. 523

Issuance Costs: Under-Pricing
Size of issue in $ millions



Source: A. Damodaran, *Corporate Finance*, p. 524

Issuance costs are the primary reason why the *marginal cost of capital* tends to increase when a firm tries to grow faster than its sustainable growth rate. Tapping the capital markets is costly. The impact of the issuance costs can be incorporated into a cost of new, externally raised common equity as follows:

$R_{CE\text{-}external}$	=	$\frac{Div_1}{MV_{CS} - I}$	+	g_{div}

$R_{CE\text{-}external}$ = cost of externally raised equity
MV_{CS} = current market price of common shares
Div_1 = dividend next period
I = issue cost per share
g_{div} = predicted growth rate in dividends

Alternatively, the issuance costs can be added to the initial outlay in the investment project's budget as a relevant cash out flow to the project.

Issuance, Shares • Emisja akcji • To increase the number of outstanding shares held by investors. The issuance can occur in several ways:

- *rights* issuance of new shares to existing shareholders,
- *primary offering* to new shareholders, either public or private,
- *initial public offering* in the case of a first time issuance to the public,
- *conversion* of hybrid securities into new shares in exchange for extinguishing the instrument,
- exercise of share *options* to purchase shares at a preset exercise price.

A key aspect of issuing new shares is that share ownership may be diluted with a consequent impact on share price. See also *flotation*.

J

Jackets (trading floor) • **Marynarki** (parkiet) • A reference to the practice of traders in a *trading pit* to wear distinctive and often colourful jackets in order to help identify and find each other in a crowded, chaotic and often noisy working environment. Traders and their brokerage firms are often referred to as "jackets".



Jaw Bone (slang) • **Praca żuchwą** (slang) • An informal phrase for doing a lot of persuasive talking (i.e. working the jaw bone) instead of taking concrete action. When central bankers try to use morale suasion they are jaw boning. In the financial markets, where expectations, confidence and the *feel good factor*

are psychological states that can move markets, jaw-boning has a [limited] place.

All Talk, No Action

Japanese leaders are again trying to **jaw bone** down the value of the yen, sending the currency lower against the dollar and the euro, in the latest reminder of how important currency levels are to the health of the world's second largest economy.

Currency chief urges 'monetary reflation' to tackle price slide
in "The Wall Street Journal" (Europe), December 3, 2002, p. M1

Jobber • **Stockjobber** (antiquated) • A trader who specialises in a particular stock and who is prepared to be a *market maker* for the stock. In this way, the stock's trading activity will have more liquidity and price stability since there is a constant and reliable source of demand for the shares. The jobber will do this partly as a service to issuers of the stock but primarily to make money through *proprietary trading*. Traditionally, jobbers had to be separate from stock brokers (i.e. those trading as agents on behalf of investors) for fear of a conflict of interest with a jobber who was acting as a principal. Jobbers existed on the *London Stock Exchange* prior to the *Big Bang* reforms. While they once had a legitimate role to play, they became an anachronism in an efficient market. For an account of the sequence and implications of their demise, see *The Death of Gentlemanly Capitalism* by Philip Auger (Penguin 2000).

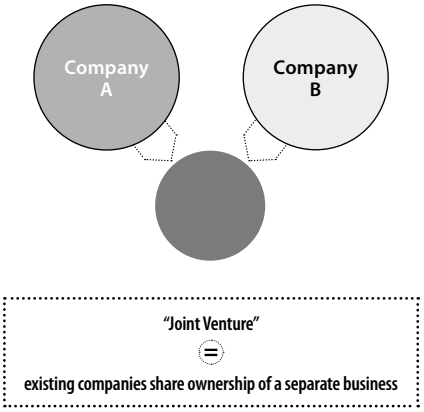
Joint Venture • **JV** • An enterprise that is co-owned by a number of parties usually to undertake a specific project. The word "venture" tends to connote a high degree of risk and a separate existence from the sponsor's everyday affairs. The earliest JVs were likely trading expeditions where a syndicate of "adventures" came together temporarily to send a caravan or a ship out to trade in far off lands. If and when the trading expedition returned, profits would be distributed and the JV disbanded. JVs are more complicated and more difficult to manage than going it alone. Moreover, while risks are shared, rewards are also diluted. Thus the motivation to create a JV will typically fall into one of the following:

- Confine interactions to a certain specified transaction, time period or investment.
- Share and isolate the risks of a particular investment too big to be shouldered by one investor.

- Bring complimentary resources from individual partners into play. For example, a foreign investor might enter a market in concert with a domestic partner; natural resource property owners and exploration companies might join forces to explore and extract the resources or complementary proprietary technology might be brought together (e.g. the Sony-Ericsson JV).

Interests in the JV will usually be accounted for either by proportional consolidation (for 50%+ interest) or the equity method (for 20–50%). On rare occasions, JV will be accounted for at cost. There is usually limited *recourse* to the owners for the JV's obligations. Joint ventures are a common vehicle in *project financing*.

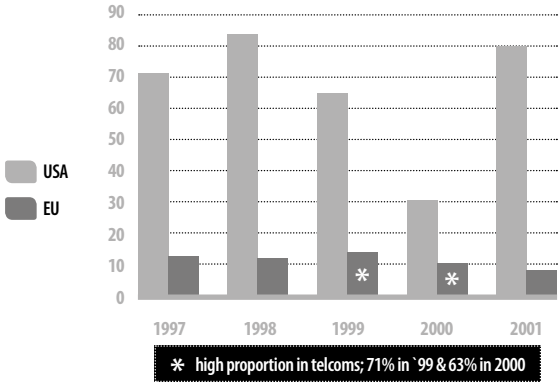
Joint Venture



Junk Bonds (vernacular) • **Obligacje śmieciowe** (żargon) • Bonds that merit a *credit rating* that is less than *investment grade* (i.e. below Moody's "BAA" or Standard & Poor's "BBB"). A less negative connotation comes from calling them *high-yield bonds*. Their higher-than-normal chance of default (say, 5–15% of such bonds might be expected to default) gives them an unabashedly *speculative* nature. Hence they may also be referred to as "non-investment grade" bonds or "speculative grade" bonds. Compared to Europe and Asia, the USA has the most active market for junk bonds. This allows America's capital market to be all the more robust and better able to accept risk. Apart from the depth of the market, one reason for US predominance is their bankruptcy laws that are more conducive to asserting creditor's rights in the event that bonds do default. Junk bonds have two risks: interest rate and default on principal. Who would invest in them? Risk tolerant investors, such as private *pension funds*, are prepared to accept junk bond risks if sufficiently

compensated both by yields (e.g. with *risk premiums* of, say, 3–5% over conventional bonds) and trading opportunities for *capital gains*. Traditionally, junk bonds were *fallen angels – blue chip* companies with lost credit ratings that had fallen on hard times. The *financial innovation* of junk bonds, which was largely attributable to a Mr. *Michael Milken*, was their first-time issuance as substandard risks. Prior to junk bonds, weak borrowers without a good rating were denied access to *capital markets.* They could at best resort to bank credit. However, for many, borrowing was difficult or impossible. Their historical *performance* record, the bankers' innate conservatism or modest bank interest rates (most lenders reach a point where credit standards cannot be compromised by higher interest) combined to work against them. Yet these borrowers deserved credit if it could be properly priced. Junk bonds emphasised that substandard debt could be a tradable asset whose value rested more on future performance. The trading of junk bonds in turn allowed *mark-to-market* valuation and filled a gap in the spectrum of available *risk-reward trade offs*. The speculative opportunities offered by junk bonds attracted large pools of capital and seemed to be a harbinger of *finance capitalism.* In 1998, their annual issuance volume peaked at $150 billion per year. However, too much of a good thing led to excesses and the market went into a deep, but as it turned out temporary, retreat. Junk bonds have the enduring financial merit of channelling risk capital to worthy, if not strong, users – small new companies and old companies trying to fix problems – previously denied credit. For example, they can be useful in financing the spin-offs of divested assets in corporate restructuring. By supplementing bank loans, junk bonds are also part of the *securitization* and disintermediation process. Since junk bonds permit high *leverage*, they were popular in *hostile take-overs* or *management buyout.* This, in turn, stimulated new demands – and rich fees – for the advisory services of Wall Street *investment banks*. Finally, junk bonds had a deeper impact on the American economy by being a catalyst in much of America's *corporate restructuring* in 1980s. The resulting salutary effect on corporate performance lead to a sustained period of prosperity in the 1990s that was so intense that it has been called a *New Paradigm*. Contrast with distressed debt that is already in default.

Junk Bonds



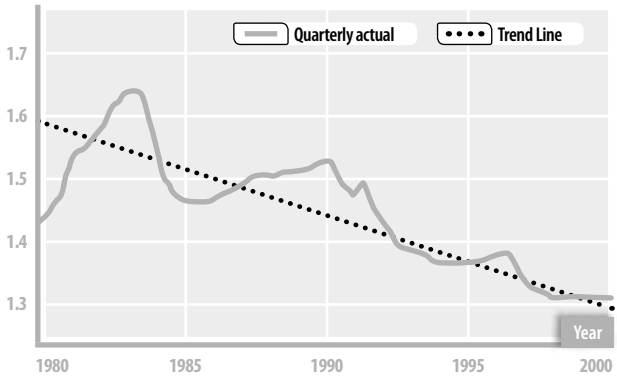
Source: Thomson Financial & Standard & Poors; "International Herald Tribune", 05.04.2002, p. 11



Just-In-Time (JIT) Inventory Management • Zarządzanie zapasami w systemie „dokładnie na czas" • Accelerating the delivery, processing and shipment of physical goods in order to reduce the resources being tied up in *inventory* to an absolute minimum. JIT utilizes *ERP*, *outsourcing*, *information technology* and electronic data interchange with suppliers to ensure a very modest "transaction motive" (i.e. need to have stock on hand to fill production scheduling gaps). Under JIT, inventory represents less of an *asset* than a measure

of waste and inefficiency. *Working capital* is correspondingly reduced, even to the extent of sometimes allowing *negative working capital*.

Just-in-Time Inventory
US Inventory/sales ratio



Source: The World Bank, "Global Development Finance", 2001

K

K • **k** • A letter used as a short form for various aspects of finance:

- a symbol for 1,000 (kilo) as in 10,000 = 10K;
- used in the dividend column of stock transaction tables of newspapers to indicate dividends that have been paid so far during the year on an issue of preferred stock with dividends in arrears: "pf 1.75k";
- the fifth letter of a *NASDAQ* stock symbol specifying the issue has no voting rights;
- capital (in economics).

Keogh Plan (USA) • **Program emerytalny Keogh** (USA) • A tax-incentivized retirement plan for self-employed individuals who do not incorporate their business. If certain qualifications are met the taxpayer may receive a tax deduction for contributions made to a *pension fund*.

Kerb Markets (UK) ► Curb Markets (USA).

Kickback (vernacular) • **Łapówka** (żargon) • A form of *fraud* where a purchaser, or its agent, receives a hidden payment (perhaps disguised as an "advisory fee") from the supplier to induce the sale, often at a price or on terms which are uncompetitive to an arm's length transaction. The potential for abuse is one reason why the *purchasing function* must be carefully managed. See also *agency problem*.

Kicker (vernacular) • **Kopniak** • **Premia** (żargon) • Any extra feature or benefit added to a commercial deal to enhance its appeal as an investment. The idea

of a physical jolt comes from its power to impress as in "I get a kick out of reading this compendium".

Know the Meaning of Money (phrase) • **Znać wartość pieniądza** (powiedzenie) • A stock turn of phrase typically applied to someone who has worked hard for a living and treats money with respect by spending it wisely. The phrase might also refer to someone with financial or investment acumen who is good at spotting opportunities and making money. Going beyond the superficial to the deeper meaning of the idea of money raises many moral, spiritual, philosophical and psychological issues (e.g. "Love of money is the root of all evil.").

An Island of Order in a Sea of Chaos

The important thing is to make **money**, Tom thought as he took the train into New York on the following Monday. The important thing is to create an island of order in a sea of chaos – somebody bright had said that, somebody whose name he had forgotten, but whose writings he had studied in college. And an island of order must be made of money, for one doesn't bring up children in an orderly way without money, one doesn't even have one's meals in an orderly way, or dress in an orderly way, or think in an orderly way without money. Money is the root of all order, he told himself, and the only trouble with it is, it's so damned hard to get, especially when one has a job which consists of sitting behind a desk all day doing absolutely nothing.

Sloan Wilson *The Man in the Grey Flannel Suit*, (Chapter 24), 1955

L

L • L • A NASDAQ stock symbol specifying that it is a miscellaneous situation such as a depositary receipt, stub, additional warrant, or unit. NASDAQ-listed securities have four or five characters. If a fifth letter appears, it identifies the issue as other than a single issue of common stock or capital stock.

Laddering (slang) • **Laddering** (slang) • A sleazy (and illegal) practice of doling out shares to investors who agree to purchase additional shares in an *initial public offering* at inflated prices. In this way, the market price is artificially pumped up. Any losses incurred are made up by an allotment of free shares. It is also referred to as spinning.



Laddering Investments • **Spółka inwestycyjna z dostępem do funduszu** • A long-term investment vehicle that allows access to the fund on a regular basis, either to reinvest elsewhere or liquidate the position.

Lake Woebegon Effect (USA slang) • **Syndrom Lake Woebegon** (slang amerykański) • A gullible world where everybody is better than average. It is named after a mythical place where nothing goes wrong as in "woe be gone". The effect sometimes manifests itself in the claims of superior competitive *financial performance* by promoters and the financially ambitious. See also *alpha investor*.

A World of Hurt

Private equity owes much of its reputation amongst investors to a variation on the **Lake Woebegon effect**: read the funds' prospectuses, and you might think this is a world where everyone is above average. The truth is, if you could have purchased an index of all private equity funds, you'd be living in a world of hurt.

Private Money, "Fortune" (Europe), March 5, 2007, p. 33

Law of Big Numbers (vernacular) • **Prawo wielkich liczb** (żargon) • The tendency for constant annual increases in size to become increasingly more difficult to achieve as companies grow bigger. Thus, growth tends to level off to what the economy is doing overall. The Law of Big Numbers is a rather inevitable outcome of the growth process itself. Obviously, you cannot keep growing faster than the rest of the marketplace forever. Economists recognised this as the law of diminishing returns.

Achievable Stretch

"Eight percent may not sound like much," he says, "but it means we have to grow the size of a company like Nike every year." A statement like that one, delivered by someone else, might have a feeling of helplessness about it – an admission that with $163 billion in revenue, the company is bumping up against the **law of big numbers**. But when Mr. Immelt says it, it is clear that he views it as an achievable goal. And that's because he has a tremendous belief in the power of large industrial conglomerates – or at least his.

Thoughts on the CEO of General Electric Company,
quoted in "The New York Times", June 9, 2007

LBO ▶ Leveraged Buyout.

Lead (Underwriting) Manager • **Bank wiodący** • An investment bank in an underwriting syndicate that accepts the largest portion of financing commitment and thereby takes a leadership role relative to other banks. The expression of confidence in turn acts as a signal to help recruit other syndicate members ("If Goldman Sachs likes it, we do as well"). The lead manager will initiate most of the negotiation with the issuer and in return will pocket a higher portion of underwriting fees for such hard work. Earning the mandate to be lead manager is sought after for its prestige as well as its profit.

Lease Financing • **Finansowanie poprzez leasing** • To use someone else's asset in exchange for payment. A lease is a contract in which the owner of an asset (the "lessor") conveys its operating or possession rights, but not legal ownership, to a user (the "lessee") who either returns the asset or buys it at the end of the lease period. Leases come in two basic forms:

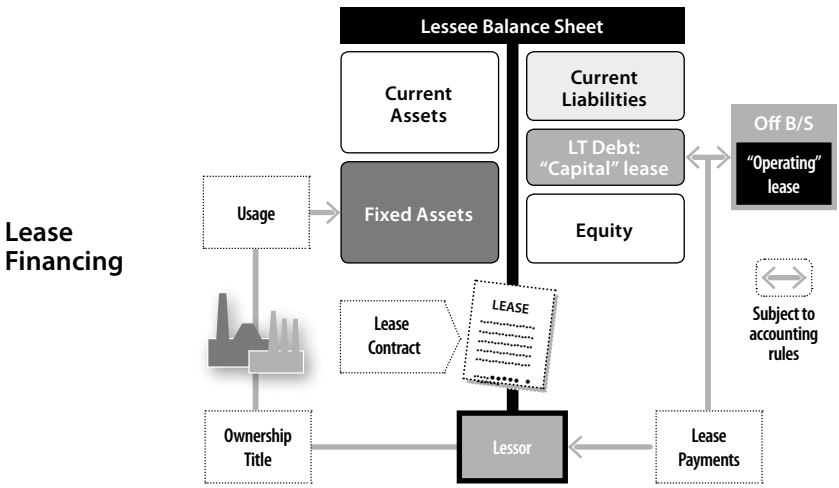
1. **operating lease** for the short term use of an asset which has a substantial *residual value* at the end of the lease and which will likely be leased again. An operating lease is equivalent to a rental agreement. For accounting purposes, operating leases are treated as contingent, off balance obligations of lessees whose payments are operating expenses;
2. **capital/finance lease** for the long term use of an asset whose residual value is minimal at the end of the lease. A financial lease is equivalent to asset financing. For accounting purposes, the lease contract, along with the asset, is capitalised on the *balance sheet* of the lessee. In credit analysis, banks will often view financial leases, recognizing their substance rather than their superficial form, as term loans with the same credit risk issues.

Leasing an asset can be a preferred alternative to buying for various reasons:

- when asset usage needs are temporary, buying a permanent asset is unattractive,
- lessee's desire to avoid equipment obsolescence from ownership,
- lessee's inability to afford or finance the outright purchase of an asset,
- tax advantages if the lessor can use the tax shelter of the asset more than a lessee,
- reduced *credit risk*, and more generous terms compared to borrowing, because a lessor retains legal ownership and can presumably repossess.

See also *sale and lease-back transaction*.

Word roots: from the Latin "laxare" = to make loose; then Old French "lais" = letting have; evolved into English association with property by the 16th century.

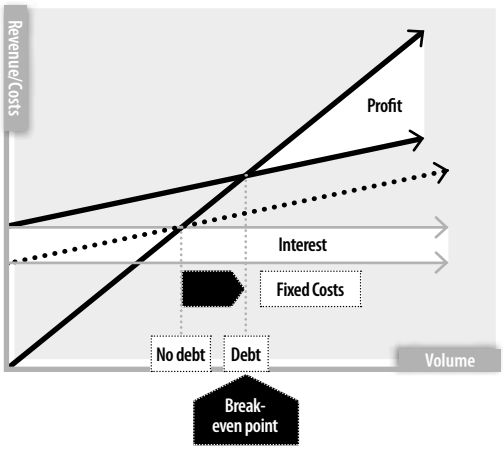


Lease Residual Value • **Wartość rezydualna w leasingu** • The amount that the lessee must pay to take legal ownership of title at the end of a lease. For *capital leases* in the USA, this is usually a token $1. For *operating leases*, it is usually the *residual value*, as determined by *market value* or a formula that deducts a specified amount of *depreciation* from the original cost. The difference between residual value and lease residual value is that the latter is according to contractual terms. It may not necessarily reflect economic value so much as commercial dealings.

Leverage • **Dźwignia** • The amount of fixed costs used to run a business. Leverage has two components: *operating leverage* and *financial leverage*. Both impose fixed costs on the enterprise that must be covered by contributions from *revenue* net of variable costs. Absent leverage, the firm will make a *profit* at any volume so long as its variable costs are less than revenue. With leverage, minimum or "breakeven" sales level must be achieved. Leverage enhances shareholder returns but makes net earnings more sensitive to revenue fluctuations and exposes the firm to losses if sales are below breakeven. Leverage thus creates *risk* and must be carefully used. In this regard, operating leverage tends to be a function of the technology used in the production process and is less discretionary if firms want to be efficient. The degree of financial leverage, however, tends to be more of a discretionary choice. Most firms employ some debt

in their capital structure. When they have unusual amounts of debt, the term "leverage" – such as "the firm employed leverage to produce its shareholder returns" – can also connote excessive and imprudent reliance on debt financing. See *leverage effect* and *risk-reward trade-off*.

Leverage



New Year's Resolutions

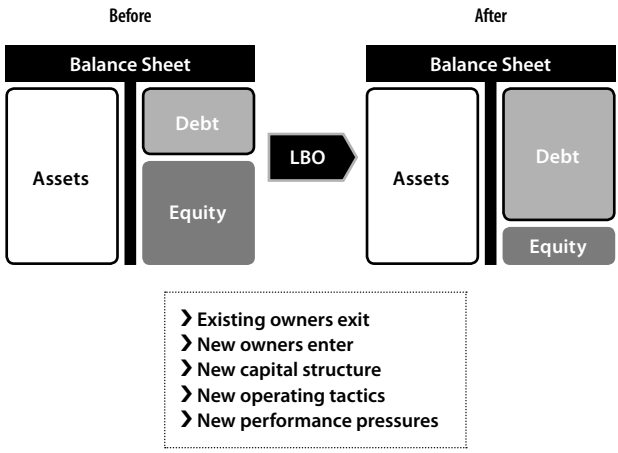
[For 2010], I would like to see the word "**leverage**" retired. It has attained the status formerly occupied by Quality and Excellence, and thoroughly annoys me by its ubiquity and flatulence. It started out a few decades ago among the losers who invented the concept of buying things with a little bit of cash and a lot of debt.

Excerpted from, *While You Were Away* by Stanley Bing in "Fortune", December 21, 2009, p. 80

Leveraged Buyout • LBO • Wykup lewarowany • Achieving an ownership change by the purchase of shares from a company's existing shareholders by having the new owners leveraging the company's balance sheet to finance the take-over. The assets of the company being bought are pledged as security for a loan whose proceeds are in turn used to buy out the existing shareholders. The simultaneously executed transaction itself is rather complex and is accomplished through a *merger* process with a *special purpose vehicle*. Subsequent to the buyout, most of the company's cash flow must be then dedicated to debt

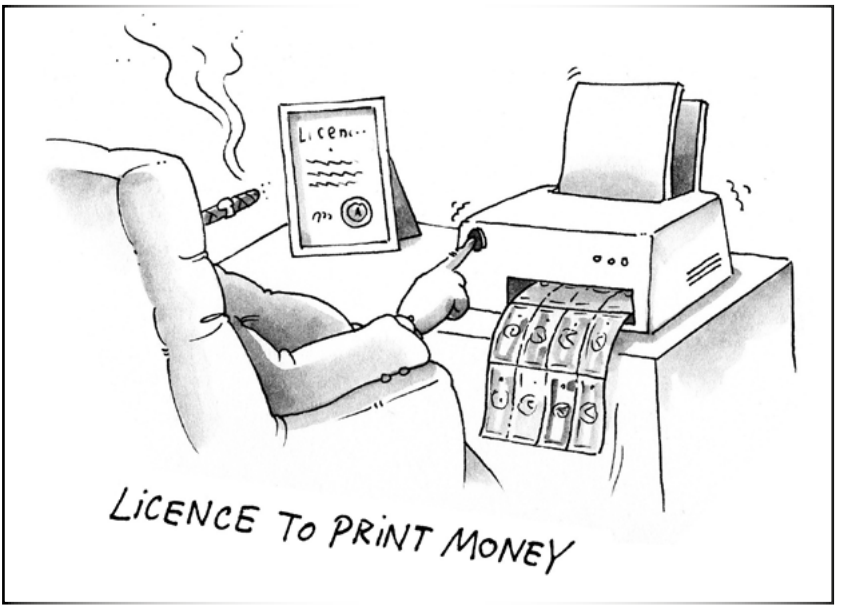
servicing (hence there must be a reliable source of cash flow). While the resulting debt load is often onerous, it is typically quickly relieved by a corporate restructuring or sale of assets that may even be planned in advance. Thus the use of debt becomes a catalyst for deeper transformational change under new ownership. Leveraged buyouts are resorted to whenever buyers do not have sufficient financial resources on their own and/or when harvesting opportunities present themselves.

Leveraged Buyout



Liabilities • **Debt** • **Zobowiązania** • An accounting classification of amounts owing as of a certain balance sheet date. See *Compendium of Accounting in Polish & English*.

Licence to Print Money (saying) • **Licencja na drukowanie pieniędzy** (powiedzenie) • Any lucrative commercial opportunity or *business model* that allows you to earn rich *profits* without attracting competitors. This may arise because of innovation, economic rent, monopoly power or just plain good luck. Alas, the only such licence that is actually held in the long run is owned by the central bank.



Licences (Commercial) • **Koncesja (handlowa)** • **Licencja** • The legal right of one party (the "licencee") to carry on an activity and use a name that is owned or controlled by another third party (the "licencer"). Such a right will be usually conditional upon the licencee meeting a certain minimum performance standard and/or possessing certain qualifications. As *consideration*, the licencee will usually pay a user fee. Licensing accomplishes a number of goals:

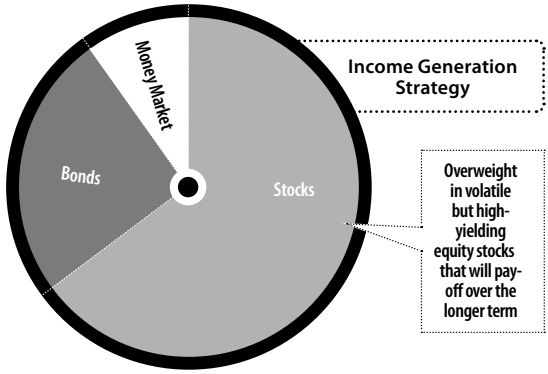
- the buying public can recognise who is authorized to carry out an activity or use a brand name;
- licencees can gain access to know-how, product supply and membership in a *franchise* network;
- licencers can expand at a faster pace since licencees usually bear a share of investment and risk; as well, licencers can penetrate into markets which they might not bother to enter.

In some instances, a licence can represent an *intangible asset* value to the extent that it allows an enterprise to generate higher earnings.

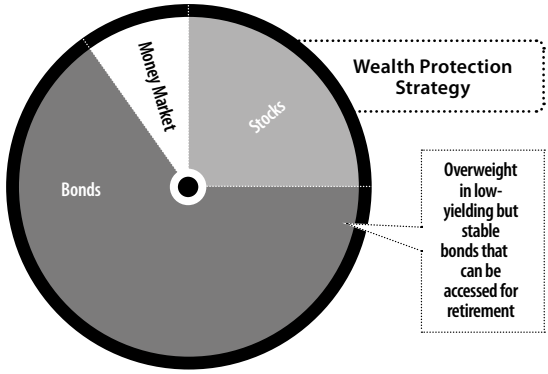
Life Cycle Investing • **Strategia inwestycyjna na całe życie (o malejącym ryzyku)** • An investment strategy for individuals that is initially overweighted in equities and then gradually shifts to bonds as the saver approaches retirement. In their youth most people can afford to incur more risk since they have

wage earnings to live off. This allows them to earn better long run yields from "buy and hold" equity investments. This capacity to incur risk diminishes as retirement is approached. People should therefore gradually shift out of equities into investments such as bonds that better preserve existing wealth. Life cycle investing tries to take advantage of the better long run returns of equity shares whose risk tends to diminish the longer the holding period. It is also closely linked with the *dollar-cost averaging* idea since it is founded on a disciplined program of early, steady and sustained investing over the course of a lifetime.

Life Cycle Investing: Start



Life Cycle Investing: Finish



Common Sense

Investment strategy must be keyed to a **life cycle**. It is simple common sense to say that a thirty-four-year-old and a sixty-four-year-year-old saving for retirement may prudently use different financial instruments to accomplish their goals. [Youth] can use wages to cover any losses from increased risk. [Later on], we do not have the luxury of relying on salary income and cannot afford to lose money that will be needed in the near future.

A Random Walk Down Wall Street, p. 351

Limit Order • **Zlecenie z limitem** • A client's instruction to a stock market broker to execute a transaction at a specified price or better, typically within some specified time limit. This allows opportunistic behaviour based upon having a *target price*. It contrasts to an order at market which buys or sells at whatever price the broker can get in the market.

Line Their Pockets (slang) • **Wymościć kieszenie** (slang) • To greedily enrich yourself with so much money that not only are your pocket's full of lucre but they become covered – as if it were a "lining" – with money.

Under Attack

Pollsters, researchers, even many corporate chiefs themselves say that business is under attack by a majority of the public, which believes that executives are bent on destroying the environment, cooking the books and **lining their own pockets**.

"International Herald Tribune", December 9, 2005, p. 13

Liquidate (vernacular) • **Upłynnić** (żargon) • Turn assets into cash (see *liquidity* (*corporate*)) by selling them at whatever the market will pay, typically as part of a sense of concern about the future value of the assets or because of a desperate need for cash in order to operate. The phrase is associated with a sense of widespread panic whereby investors sell regardless of losses incurred or future opportunities forfeited. See also *safe haven assets*.

Good for You

Liquidate labor, liquidate stocks, liquidate the farmers, liquidate real estate. People will work harder, live more moral lives.

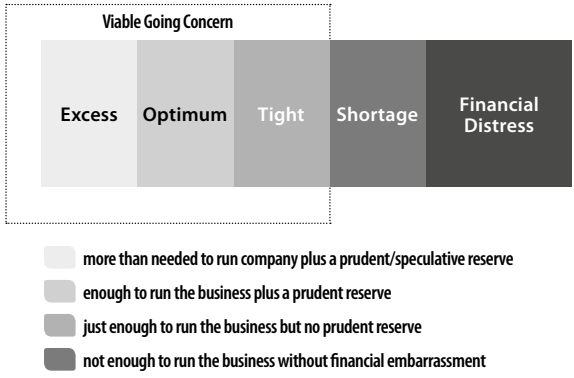
Words of advice from Paul Mellon, US Treasury Secretary
on the eve of the Great Depression, 1929–1942

Liquidity (Corporate) • **Płynność przedsiębiorstwa** • The cash resources immediately on hand or easily accessible to satisfy debt and payment obligations as they come due. Since holding idle cash is a relatively unproductive activity compared to investing in earning assets, it is prompted by a combination of the following motives:

- operational = to meet normal day-to-day payment of the going concern,
- prudential = safeguarding against unexpected demands for payment,
- opportunistic = preparedness for an attractive acquisition.

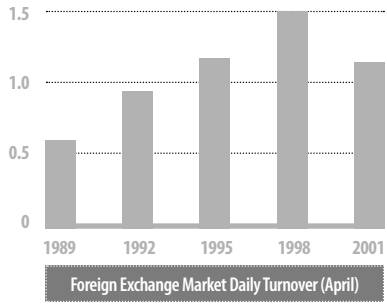
The adequacy of liquidity must be judged in the context of both cash balances and future ongoing demands for cash. For instance, a company may have modest cash balances, but manages because cash receipts are reliably constant; or debt repayments may be sufficiently deferred that cash is not immediately needed. Slow paying customers, *fixed asset* purchases and debt repayments consume liquidity; generous *trade credit*, asset sales and bankers supply liquidity. Similar to *leverage*, liquidity involves business judgment (see *financial management*). In general, no profitable enterprise should ever suffer liquidity problems unless it is growing too quickly (overtrading). That said, many a viable, profitable company has gone bankrupt because of liquidity risk.

Liquidity States (Corporate)



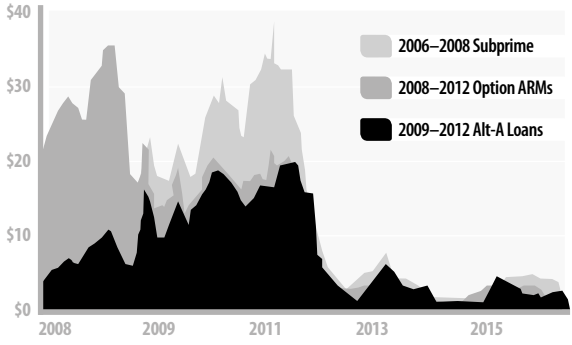
Liquidity Black Hole (dramatisation) • **Czarna dziura płynności** (przesadnie) • The notion of a market condition where investors cannot sell assets without incurring a deep price discount in order to induce other investors to buy. Liquidity black holes (a parallel to the astronomical phenomenon of a star of such gravitation pull that it absorbs light) can occur when there is insufficient diversity of opinion in a market. The less market participants disagree, the less liquidity there will be. Reduced diversity occurs because of technology, including commonly shared risk management systems, reducing the disparity of information and encouraging herd behaviour. As a result, even liquid markets, such as *treasury bills* or foreign exchange, can experience when players try to unload quickly. (Reference: *Survey of International Finance*, "The Economist" May 18, 2002, p. 10).

Liquidity Black Holes
$ trillions



Source: Bank for International Settlements/"The Economist", 18.05.2002

Liquidity Black Holes
Mortgage „Resets"
in billions



Source: www.marketoracle.co.uk/Article5223.html

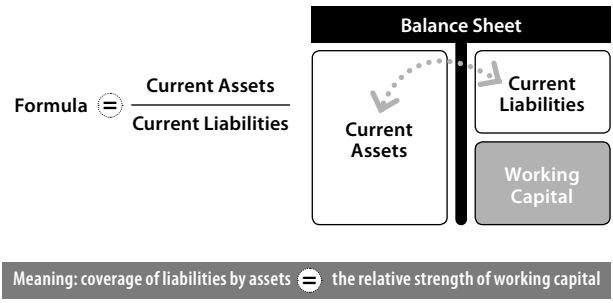
Liquidity Ratios • **Wskaźniki płynności** • A subset of *financial ratios* which focuses on an enterprise's ability to have access to cash or at least convert current *assets* into cash. The more common ratios include:

Liquidity Ratios	
Ratio	**Formula**
Current Ratio	$\frac{\text{Current assets}}{\textit{Current liabilities}}$
Quick Ratio or "Acid Test" Ratio	$\frac{\text{Cash + liquid securities + receivables}}{\text{Current liabilities}}$
Cash Ratio	$\frac{\text{Cash + liquid securities}}{\text{Current liabilities}}$
Cash Flow from Operations Ratio	$\frac{\text{Net cash flow from operations}}{\text{Current liabilities}}$
Defensive Interval	$\frac{\text{Cash + securities + receivables}}{\text{Cash outlays/day}}$
Working Capital Turnover	$\frac{\text{Sales}}{\text{Working Capital}}$

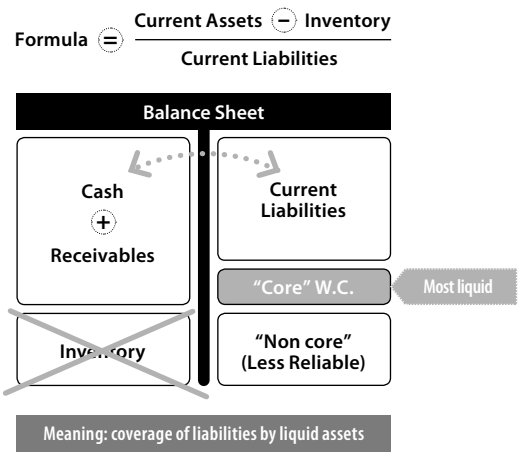
Ratios are usually compared over time (trend analysis) or to *benchmarks* such as industry peers. In interpreting liquidity ratios, attention must be given to the following:

1. Strong enterprises with good *profitability* and prudent *leverage* can usually access sources of *credit* and will tend to carry less liquidity;
2. Liquidity in itself generates little profits; rather it is cost of business; *cash management* will attempt to optimize cash balances and the funds "tied up" in current assets;
3. Cash and working capital balances can be susceptible to wide fluctuations due to seasonality or large transactions (such as *capital expenditures*); ratios may suddenly change.

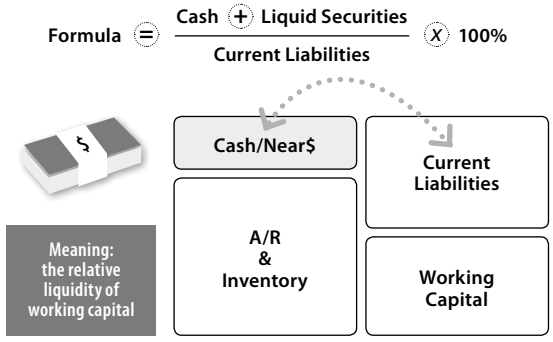
Liquidity: Current Ratio



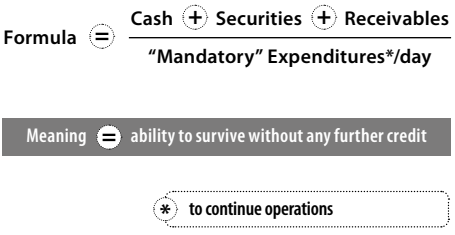
Liquidity: Quick Ratio
Also known as: „Acid Test"



Liquidity: Cash Ratio



Liquidity: Defensive Interval



Liquid Yield Option Note • LYON • Obligacje LYON • A zero coupon bond that is callable (by issuer), putable (by investor), and convertible. LYONs are synthetic products that are financially engineered by Merrill Lynch. A LYON

typically assures the holder a positive return. This return is maintained until the opportunity to put the security back to the issuer at a premium over the issue price no longer exists.

Listed Security • **Notowany papier wartościowy** • A security (typically equity *shares*) whose price is quoted on a *stock exchange*. To qualify for such a privilege, certain requirements are imposed by regulators. These will vary with each exchange but in general will consist of:

- share transferability,
- minimum *market capitalisation,*
- minimum *nominal share capital,*
- minimum *profitability,*
- minimum number of *shareholders,*
- issuance of a suitable and approved *prospectus* on *flotation,*
- ongoing and regular *audited* financial statement disclosure.

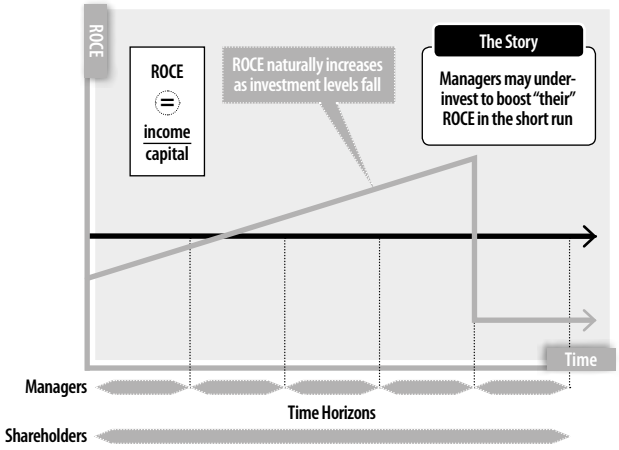
The net effect is that enterprises must be of a certain threshold size to tap the publicly traded *capital markets*. See *Securities and Exchange Commission (USA)*.

Living Dead (slang) • **Żywe trupy** (slang) • The *venture capitalist's* description of a disappointing investment (e.g. a start-up business) that has failed to meet performance targets but which nonetheless manages to survive. In the meantime, it is unclear what to do with it. While such a business may offer a living for staff, it ties up capital with high *opportunity cost*.



Living On/Off of Capital (vernacular) • **Żyć z kapitału** (żargon) • **Utrzymywać się z kapitału** • Business activities which diminish the original *capital* invested. An *operating deficit/loss* will do this by generating negative retained earnings. Or, *dividends* that are higher than profits will reduce capital. "Living on capital" may be either justified (e.g. in start-up situations) or unavoidable (e.g. in a temporary market downturn) but it is seldom permanently sustainable. Eventually the capital, or the patience of investors, will run out. Thus, "living on capital" is like "living on borrowed time". One of the important jobs of accounting is accurately measuring *profits* so that investors and managers can tell whether capital is in fact being preserved. Indeed, the capital maintenance concept is at the very heart of defining profit. In the case of *performance standards* of managers within a firm, living on capital may occur by underinvestment or even *disinvestment* over time. This is because return on invested capital tends to rise over time until large investments are needed to replenish or grow earnings. In the meantime, in an example of the absence of *goal congruence* arising from the *agency problem*, hired managers with relatively short time horizons compared to shareholders may be tempted to make themselves look good.

Living on Capital



Live Within Means

In judging by results, however, the investor is too apt to look at dividends paid, while the true test – if he can find it – is not what is paid but what is earned. Some companies pay-for a time-more than they earn, while others earn more than they pay; in short, instead of **living on their capital** they live within their means.

J.D. Walker & Watson, *Investor's and Shareholder's Guide*, 1894

Lloyd's of London • Lloyd's of London • An insurance market in London, England named after the 18th century owner of a coffee house where the market participants first began to congregate. Today, it is one of the largest sources of *insurance* and reinsurance underwriting with a particular aptitude in insuring specialised risks (e.g. you can insure a ballerina's legs). Lloyd's has a rich history. In the past, the market was composed of individual wealthy investors (so-called "names") who were prepared to pledge their personal assets in support of syndicates that jointly underwrote insurance risks. In the face substantial payouts for claims, most participants these days are large, incorporated entities. It is not to be confused with Lloyds TSB Bank, a British *clearer* with no connection to the insurance entity.

Load-to-Load (Payment Terms) • Płatność przy następnej dostawie • Open credit terms of payment arrangement whereby a receiving buyer pays for the last delivery when the next one is received. In this way the seller's exposure is limited to at most two outstanding invoices (owing and to be owed) while the buyer receives more credit to continue to feed cash cycle. Contrast with *cash on delivery.*

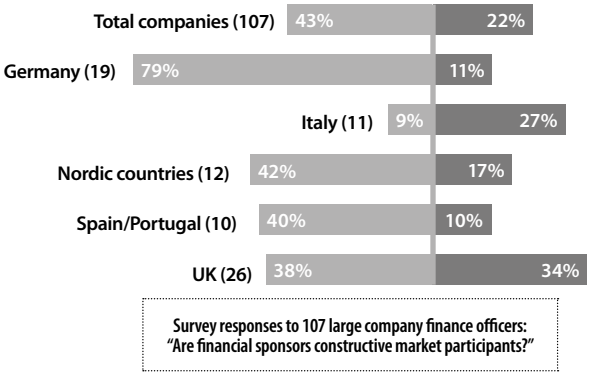
Lock Up Period • Czasowe wyłączenie zbywalności akcji • An interval during which an investment may not be sold. Such a restriction applies to specific investors and is imposed to avoid disrupting an orderly market price. For example, in the case of an *initial public offering*, employees of the issuer holding shares may not sell since it could be a signal to the market of bearish expectations by insiders. Lock up periods generally last less than a year. Another less common type of lock up occurs when a fund's assets are temporarily frozen. This might occur if fund assets are to be revalued.

Locked-on Costs • Koszty pewne • Costs that have not yet been incurred but, based on previous decisions, will have to be born in the future. Also could be

described as "committed costs". Locked-in costs are considered a relevant cost for decision-making purposes.

Locusts (slang) • **Szarańcza kapitałowa** (slang) • A famous derogatory and vivid description of US and UK *hedge funds* in Germany rendered in 2005 by Mr Franz Muntefering, a Social Democrat, who became Germany's deputy chancellor. Mr Muntefering was referring to the *activist* stance of foreign funds putting shareholder value-creation *performance* pressure on the incumbent managements of domestic German companies. The comment was not only xenophobic but misguided if we acknowledge the existence of the *agency problem* and the need for a healthy dose of pressure on management.

Locusts



Source: "The Wall Street Journal" (Europe), 16.05.2008, p. 25/Greenwich Associates



London Stock Exchange • LSE • Londyńska Giełda Papierów Wartościowych • One of the world's largest *stock markets* by volume, only surpassed by the exchanges in New York and in Tokyo. Founded in 1773, the LSE is notable for its international trading as well as British shares. See also *Alternative Investment Market*.

Long Position • Pozycja długa • A state of being an owner, or a net buyer, in an *asset*, financial instrument or contract in the *futures* market. If you are "long" on an investment, you expect it to rise in value. See also *position risk* and contrast with *short position*.

Longs (vernacular) • **Papiery długoterminowe** (żargon) • Debt with a relatively long *term-to-maturity*. In the UK, longs refer to government securities with a maturity of over 15 years. In the USA, anything over 10 years can be called a long bond although "the long bond" refers to the 30-year *treasury bond*.

LSE ► London Stock Exchange.

LYON ► Liquid Yield Option Note.

M

M • **M** • A *NASDAQ* stock symbol specifying that it is the company's fourth class of preferred shares. Note: NASDAQ-listed securities have four or five characters. If a fifth letter appears, it identifies the issue as other than a single issue of common stock or capital stock.

m • **m** • A short form used in some financial newspaper tables to indicate one of the following:

1. a bond that has matured and is no longer drawing interest,
2. an annual *dividend* rate that is reduced on the last declaration date.

M & A • **Fuzje i przejęcia** • Stands for "*mergers & acquisitions*". See separate entries for *acquisitions* and *mergers* as well as *acquisitions (corporate), accounting for* and *mergers accounting* in the *Compendium of Accounting in Polish & English*.

Macro Fund • **Fundusz makro** • A speculative investment fund that leverages bets on worldwide macroeconomic events by investing in currencies and stock indexes. The strategy was invented and successfully employed by the *billionaire*, George Soros.

Spoken

I don't have to just trade in stocks or bonds – if I've got five or six weapons at my disposal… I'll **go where the action is**.

Ascribed to investment guru George Soros
in the "Fortune" (Europe), October 27, 2003, p. 41



Main Street versus Wall Street (USA vernacular) • **Main Street kontra Wall Street** (amerykański żargon) • A stock phrase to express the different perspectives and values of people in the American society. The many who work in the economy's mainstream are contrasted with the relatively few who are concentrated in the financial world. The phrase has several connotations. One delineates socioeconomic values between the sophisticated, powerful, global Big Apple and the down-to-earth hometown values of heartland America. Another suggests that, collectively, all the Main Streets constitute America's real economy where things are manufactured, services are provided, money is consumed and saved and businesses invest. So we might say: "What happens on Wall Street is only important if it affects Main Street". This is in contrast to a surreal and perhaps superficial world of finance that deals in "so many pieces of paper". Yet another connotation is that there is an inherent conflict between the two (see *finance capitalism*). The roots of the divide are universal but particularly American. The country's democratic, egalitarian values were historically

suspicious of the power of elite money interests (see *cross of gold* in the *Compendium of Banking Terms in Polish & English*). The divide should not be exaggerated. *Wide-spread share ownership* means that both streets are in the same city.

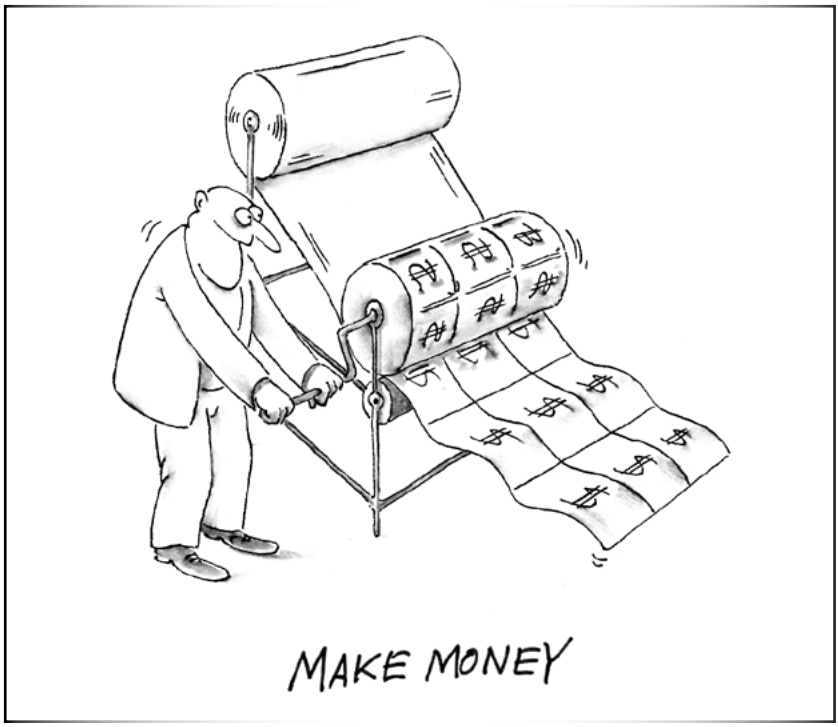
What Can They Do for You?

When most people think about investing, they think about **Wall Street**. It embodies globally recognized, brand name investment firms that represent the mystique of rags-to-riches stories and paper fortunes won and lost. These big investment firms have deep pockets and impressive resources: big advertising budgets, big buildings and big marketing departments… [In contrast] while you won't see them featured on *CNN* or sponsoring a major golf tournament, a wide variety of investment advisors can be found on "**Main Street**" in cities and towns all across the country. Many of these folks learned the trade on Wall Street, grew disenchanted and left. They rented an office, put up a sign and built their businesses with little or no help… At the end of the day, the decision about whom to trust with your financial well-being should be based on what the advisor can do for you, not the name or location of the firm on the advisor's business card.

Choosing An Advisor: Wall Street vs Main Street
by Jim McWhinney posted on the Investopedia Website

Make a Killing on the Market (slang) • **Zbić kasę na rynku** (slang) • To make a lot of money by playing the stock market. The roots of the phrase come from the 19th slang for 'large profit'. The connotation is that it is a one-time bit of luck versus the exercise any financial genius.

Make Money • **Zarabiać** • A businessperson's informal description of earning a *profit*. To be precise, the phrase should be "make net worth" since this is what *profitability*, and true *financial performance*, is all about. It is possible for an enterprise to generate surplus cash without being profitable (e.g. a company in decline tends to liquidate its assets). Thus, a business-person can be mislead by the state of the bank account. An important role of *accounting* is to distinguish between liquidity and profitability.



Make-or-Buy Decision • **Decyzja „kupić czy produkować”** • The decision whether to produce a good or service internally ("do it yourself") or go outside to buy it externally. The decision criteria when the price outside is cheaper, is usually (but not always) clear: buy outside (unless there are non-price considerations such as quality or reliability of supply). If things can be done cheaper inside, the enterprise should do them all. However, what if there is a production bottleneck or scarce resource? Which things to buy and which should we make? The answers lies in ranking which activities give the greatest value per unit of scarce resource or limiting factor where value is the difference between purchase price and the variable costs (i.e. ignoring fixed costs which are *sunk*) to make it. The business should then concentrate on doing those activities with the highest yields and buy outside for the rest.

D-I-Y		
Do-it-Yourself Advantage	=	$\frac{\text{(Buy-in price – variable costs to make)}}{\text{Number of units of scarce resources}}$

The make-or-buy decision is the analysis behind *outsourcing*.

Management Guru (vernacular) • **Guru zarządzania** (żargon) • Any publicly recognised thinker on the art of *management*. They usually try to come up with formulations or insights that will claim to enhance enterprise *performance*. While they are often from academia (see *MBA*), they gain their status based on their ideas being embraced by the business community.

Spell Check

The reason reporters call these people **gurus** is that they're not sure how to spell 'charlatan.'

Peter Drucker (1909–2005) quoted in "Fortune", November 28, 2005



Management Information Circular • **Komunikat spółki** • Any formal, written communication to the *shareholders* of a company by its *management* in order to describe a major transaction (merger, restructuring, reorganisation, etc.) requiring shareholder approval, typically at an *annual general meeting*.

Management/Managers (Business) • **Zarządzanie przedsiębiorstwem** •

The myriad of human activities required to successfully run a business and compete in a marketplace. In a nutshell, business management is about "getting done what needs to be done and doing it on time and profitably". Management is very much results oriented. It is practical and uses commercial common sense to make decisions and take actions. It should be contrasted with procedural activities with little room for discretion. This is "administration" and not to be confused with business management. While many definitions and concepts of business management are abound, most will include the ability to do the following:

- visioning a strategy which will be competitive in the marketplace;
- setting concrete objectives & measuring actual progress towards them;
- organizing (e.g. creating production, sales, finance functions);
- negotiating, planning, *budgeting* and co-ordinating functions;
- anticipating *risks* and *hedging* against downsides;
- controlling variances from plan by making quick, well considered and rational decisions;
- exercising leadership and team work in order to motivate employees;
- reinventing the business to fit new challenges or opportunities.

It is difficult to judge how competent management is without reference to *financial performance*, the ultimate "bottom line" measure of success. Hence, we have the intimate connection between accounting and management. All enterprises have to be managed. One advantage of *small and medium enterprises* is that managers are often also owners. The complexity of larger enterprises necessitates hiring outside management. This confronts *shareholder* owners with the *agency problem*: the two parties may lack a complete mutuality of interests. Hired management may be inclined to guard the business and preserve their jobs whereas shareholders, who can diversify amongst a portfolio, may like to see more risk taking and higher profits.

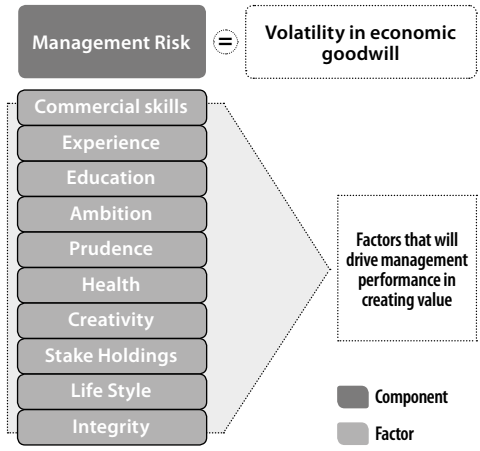
Courageous Decisions

Management means, in the last analysis, the substitution of thought for brawn and muscle, of knowledge for folkways and superstition, and of co-operation for force. It means the substitution of responsibility for obedience to rank, and of authority of performance for authority of rank. Whenever you see a successful business, someone once made a courageous decision.

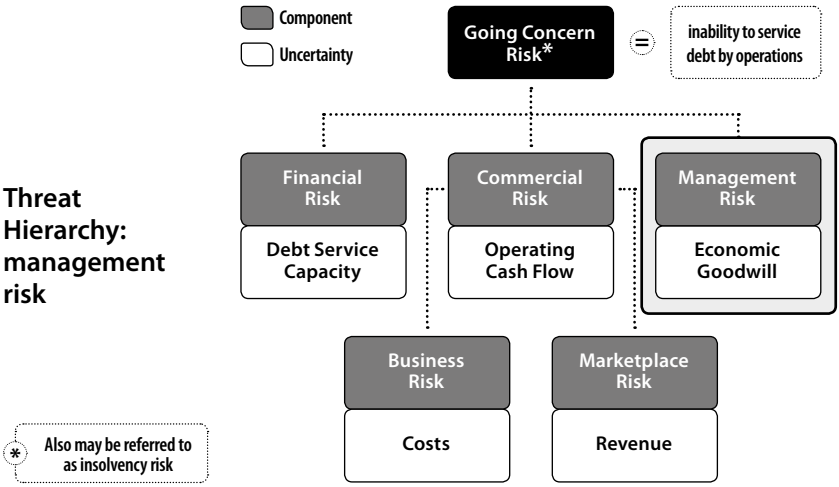
Peter Drucker (1909–2005), American management guru

Management Risk (Enterprise) • **Ryzyko zarządzania przedsiębiorstwem** • The risks to an enterprise's viability that emanate from the skills and capacity of its *management*. Management that is superior to industry peers will tend to generate *economic goodwill*; management that is inferior to the rest of the industry will tend to result in value destruction or "negative goodwill". Management risk is driven by the many factors (e.g. innate skills, experience, education) that can affect human performance. Management risk is a component in going concern risk; see also *commercial risk* and *financial risk*.

Management Risk



Threat Hierarchy: management risk

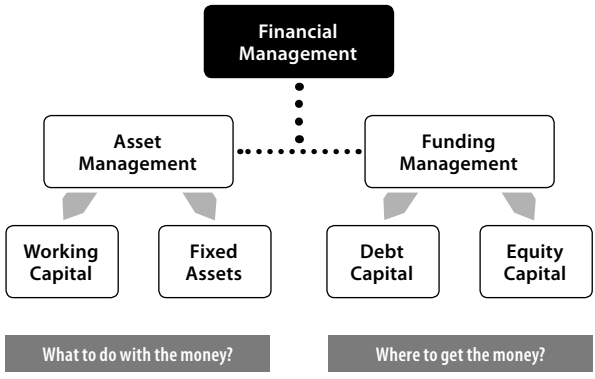


Managerial Capitalism (vernacular) • **Kapitalizm zarządczy** (żargon) • A free enterprise system that operates with relatively weak *shareholder rights* and that lacks robust *corporate governance* to look out for their interests. The power vacuum is filled by the managers of large corporations who have little accountability to outsiders. While the post WWII period seemed to fit this description, globalisation and competitive pressures have served to put more authority back into the hands of shareholders.

> **Anonymous**
>
> For the three decades following World War II – in what has been called the era of **managerial capitalism** – the typical CEO was an "organisation man" who worked his way up the ranks and was no better known to the general public than his secretary or his dentist.
>
> *The Curse of the Superstar CEO*
> in the "Harvard Business Review", September 2002, p. 62

Managing the Balance Sheet (vernacular) • **Zarządzanie bilansem** (żargon) • A reference to the finance function decisions that mostly revolve around *balance sheet* relationships. In particular, it would refer to a matching process between assets and liabilities, maintaining an optimum *capital structure* that minimises *the weighted average cost of capital* and having healthy working capital relationships find an optimum trade off between risk (re: *liquidity*) and reward (re: profits). The balance sheet focus is differs from that of sales people who tend to focus on revenues and production people who tend to focus on costs.

Managing the Balance Sheet

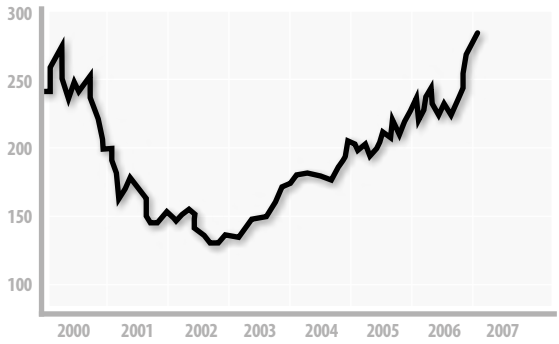


Mandatory Offer • **Wezwanie obowiązkowe** • A stock market regulation that requires a *take-over* offer be made to all shareholders of a target company once a certain ownership threshold (say, 20–30% equally effective control) has been crossed by an acquirer. Such provisions (which apply in most markets) are designed to protect the rights of minority shareholders who might be disadvantaged if there is a change in control. It is also in the interests of transparency: everybody can respond to a take-over, not just larger, better informed investors. Mandatory offers prevent taking over a company surreptitiously by gradually and quietly mopping shares in the *free float*.

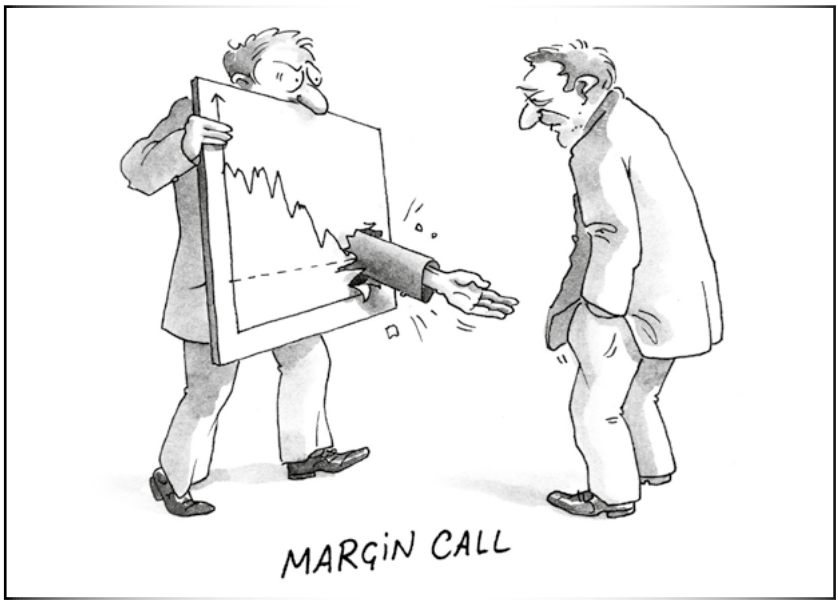
Margin Account • **Konto zabezpieczające marżę** • An account at a stock market broker's in which traded shares are held as collateral security for the broker's loan to an investor who uses the proceeds to buy the shares. Because the broker has physical possession of the shares and can easily liquidate them in the market to repay the loan, the lender's *credit risk* is generally considered minimal in the case of liquid, actively traded shares (illiquid shares in a thin market are another matter). The term 'margin' refers to the minimum amount that must be held in the account versus the loan. Thus a 50% margin stipulates that the loan can be no more than half the market value of the shares or offer security coverage of 200%. While assets are often leveraged, margin accounts are often considered speculative. For example, their widespread use in the 1920s was thought to be partly responsible for the Great Crash of 1929. Regulators often stipulate minimum margin requirements based on prudential and public policy considerations. See also *margin call*.

Margin Call • **Wezwanie do uzupełnienia depozytu** • A requirement for a borrower to "top-up" security (i.e. restore coverage) in a margin account in the event that share prices fall below a minimum stipulated margin. While the borrower-investor has the option of pledging more security, the typical response (since the borrower is, by definition, short of resources) is to sell some of the margined shares to restore coverage. If necessary, the whole loan may have to be repaid. The borrower has a very tight time frame to fix the problem after which the broker is authorised to proceed with a sell and repay transaction. Margin calls are an uncomfortable spot to be in. Borrowers are forced to sell shares because of their financial position as opposed to having the option of holding until share prices rise.

Margin Call
US margin debt,
$ billions



Source: NYSE

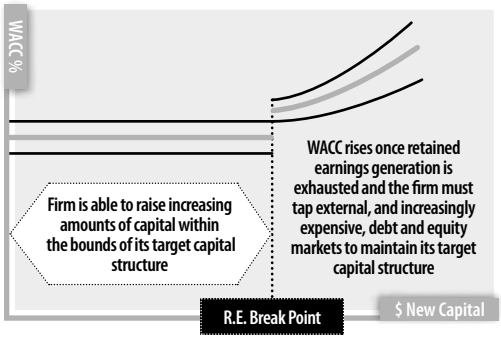


Marginal Cost of Capital • MCC • Marginalny (krańcowy) koszt kapitału • The cost to a firm of the last amount of capital raised for its investment activities. The marginal cost of capital will vary with each different capital component (e.g. debt and equity sources). Even the cost of the pool of capital components, measured by the *weighted average cost of capital*, will vary at the margin. The forces at work to cause these changes are both external market forces and internal choices by the firm:

Factors Effecting MCC	
Factor	**Description**
External	
Interest Rates	• Changes in market rates of interest will effect not only debt but equity since equity investors compare to risk free yields
Income Tax Rates	• Tax shield on interest changes with tax rates; capital gains taxes also effect cost of equity capital via impact on investors
Discretionary	
Capital Structure	• Debt component in capital structure is cheaper by virtue of tax shield; this is offset by higher risks, and consequently required yields, for equity; optimal balance exists which minimises WACC
Dividend Policy	• The higher the dividend payout ratio, the sooner the retained earnings break point will be reached forcing the firm to tap external equity markets & incur flotation costs
Investment Policy	• New projects with a materially different level of risk than existing investments will influence cost of capital via capital markets requiring different risk premiums

The marginal cost of capital at first tends to decrease, as the firm finds an optimal *capital structure* and then increase, as capital markets impose higher costs (flotation costs and risk premiums) to supply more capital. This is both because most firms are subject to diminishing margin returns and the demand curve for securities is downward sloping. Since new, externally sourced equity is particularly expensive due to floatation costs, a threshold occurs at a "retained earnings break point" where the firm's speed of retained earnings generation cannot keep up its share in the optimal capital structure.

Marginal Cost of Capital



Sources: "The Economist", 20.05.2004/US Department of Education

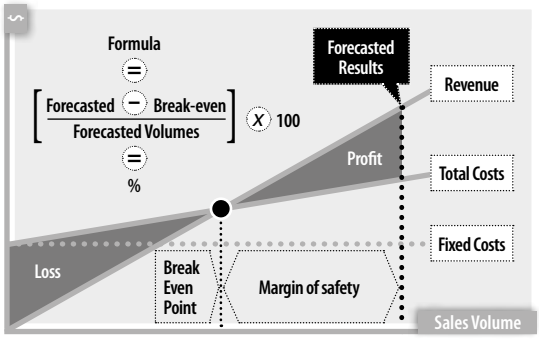
Getting the Right Mix

Most companies use a combination of debt and equity, and finding the best mix is a deep field of study in which economists have won Nobel Prizes… While the optimal mix of debt and equity – that is the mix that will produce the lowest total **cost of capital** – will vary by company, it will almost always include a sizable chunk of debt. [Since] the very essence of corporate performance is earning a return on capital that exceeds the cost of capital, [the right leverage is key.]

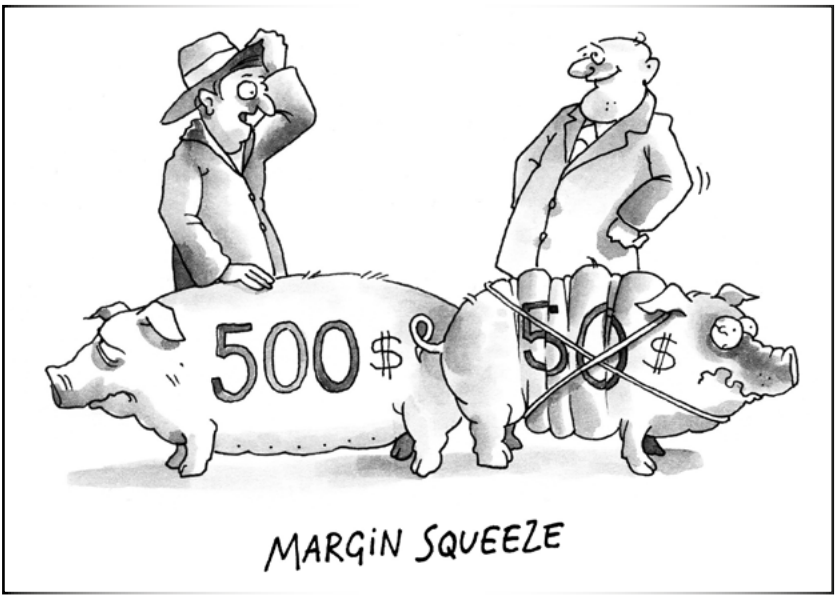
Crushed by… Savings in "Fortune" (Europe), March 6, 2006, p. 30

Margin of Safety • **Margines bezpieczeństwa** • A subsidiary use of *cost-volume-profit* analysis that tells managers how much sales volume can fall before the business starts to lose money. Forecasted volumes are then compared to break-even volumes and the amount, relative to forecasted sales, defines a "cushion." The comfort derived from the cushion depends on the *volatility* of sales. A margin of safety is useful information in gauging *commercial risk*.

Margin of Safety



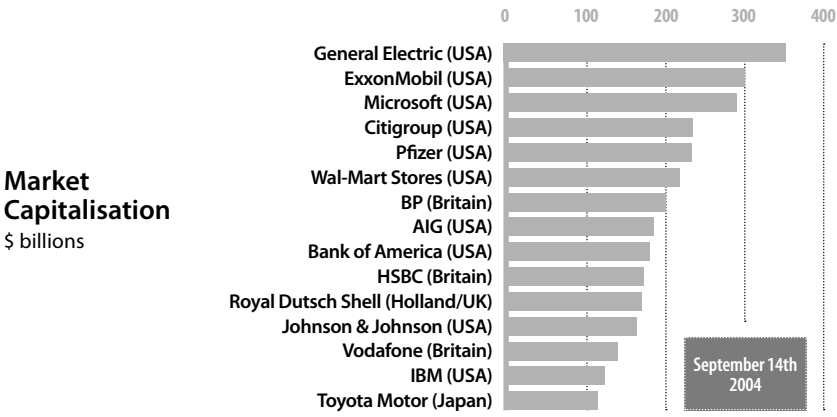
Margin Squeeze (vernacular) • **Minimalizacja marży, „duszenie" marży** (żargon) • A reduction in profit margins that often occurs in competitive markets. Typically it comes from pressure to reduce prices whenever new entrants begin to take market share. Other sources can be from cost increases that cannot be passed along to buyers. Finally, margins can fall simply be virtue of trying to sell more in markets with a high elasticity of demand (i.e. price must fall in order to increase quantities sold).



Market Abuse • **Nadużycia na rynku kapitałowym** • Attempts to rig or mislead the *capital markets* by purposely disseminating misinformation. For example, if a false rumour could be spread regarding a company's situation, the perpetrator could gain by selling shares *short*. Market abuse is illegal in most countries but can be difficult to prove. A guilty party would have to both mislead the market and gain by it. The laws usually exempt honest errors of judgement by *securities analyst* or financial journalists who are acting in good faith. The intent, rather than the effect on the market, is key. For legitimate market participants, a concern for *reputation risk* is the best incentive for accurate and reliable information.

Market Capitalisation • **Market Cap** • **Kapitalizacja rynkowa** • The value of an enterprise's equity as seen through the eyes of the stock market. The amount is simply the share price multiplied by the total number of shares issued and outstanding (contrast with *free float*: a subset of market capitalisation equal to the volume of actively traded shares times the market price). The value of the share price, in turn, will be the market's expectation of the present value of its future dividends and, behind this, its earning power. This future orientation is not the same as the historical *book value* of a firm's *net worth* in its *financial statements* which are retrospectively oriented. The differences can be quite distinct (e.g. in 2004, General Electric had a NBV of approximately $110 billion versus a market capitalisation of $360 billion). From the perspective of *financial*

reality, stock market capitalisation is the better measure of a firm's size and success.



Source: Thomson Datastream; "The Economist", 18.09, 2004, p. 115

Market Capitalisation Rate • Stopa kapitalizacji rynkowej • The expected return on a security. In the short run, the return is a function of both next year's expected dividend and any capital gain (which is, in turn, a function of expected future dividend changes). In the long run, there is also an approximation to dividend yield plus growth in earnings per share. Because of capital market *arbitrage*, all securities in an equivalent risk class will be priced to offer the same market capitalisation rate. See also the *earnings-price ratio*.

Formula =	$\frac{\text{Dividend}_1 + \text{Capital Gain } (P_1 - P_0)}{\text{Market Price of Share } (P_0)}$	x 100%

Market Comparables • Analiza porównawcza w ramach klasy • Judging performance and valuation of an investment by looking at other similar alternatives. Thus, we might look at Toyota's financial performance by comparing it to, say, Ford's or GM's or, even better, a composite of the rest of the automotive sector. Alternatively, one *mutual fund* might be *benchmarked* against another (see *Morningstar*). The logic underlying the use of comparables is that an investor always has a choice in the market based on selecting an investment with similar risk-reward characteristics.

Market Correction • **Korekta** • A distinct reversal of the prevailing trend in price movement for a traded security. While this could mean a price jumping up or down, it is typically associated with a sudden price drop. The positive connotation (i.e. to "fix" a problem) comes from an overheated stock market returning to more realistic levels. According to the *efficient market hypothesis*, market corrections should be rare since share prices already reflect all the information relevant to prices.

Market Impact Cost • **Koszt wpływu na rynek** • Large buy or sell transactions that move the market thereby imposing a price on the trading party. For example, if a large financial institution was to buy a large amount of a foreign currency on a thinly traded market, the currency's price would rise due to an altered balance between demand and supply. The buyer would have to pay more – the market impact cost – compared to the previous equilibrium price. While breaking the purchase up into smaller sized transactions might help, there would be higher *transaction costs*.

Market Maker • **Makler-specjalista** • An institutional investor who is prepared to buy and hold certain *securities* at the prevailing market price without regard to short-term trends. The consistent maintenance of such demand will impart *liquidity*, support a higher market price and reduce price *volatility*. Market making will be done by brokers and *investment banks* as an adjunct to their *underwriting* activities. Market makers need to have sufficient capital to sustain buying, particularly in adverse markets conditions when most players shun the investment, and a fundamental, long-term *confidence* in the security.

Market Manipulation • **Manipulowanie rynkiem** • **Spekulowanie na rynku** • Trying to artificially move or deceive a market in shares in order to make a gain. Manipulation can be information based (e.g. spreading false rumours) or trading based (e.g. *cornering* the market). Market manipulation is illegal and/or unethical in most regulated *stock markets*. Like other abuses such as *insider trading*, it undermines the general investing public's confidence in financial markets.



Market Portfolio • **Portfel rynkowy (portfel)** • A hypothetical portfolio of all risky assets (domestic and international, stocks, bonds, options, commodities, real estate, etc.) that are weighted based on their asset values. Such a portfolio is completely diversified. All risk unique to individual assets has been eliminated with only *systematic risk* affecting the portfolio. The idea of a market portfolio plays an important role in *modern portfolio theory*. See *Capital Market Line* and *Capital Asset Pricing Model.*

Market Price • **Cena rynkowa** • The observed price in an actively traded market where goods or services are exchanged for money. In perfectly efficient markets, market price would equal *intrinsic value* (also known as *economic value*). For a trader in liquid securities or foreign exchange, the market is always right and the *mark-to-market* adjustments to positions define trading results. However, because of market inefficiencies, market price is not necessarily synonymous with deeper, underlying and more enduring value (see quote p. 166). Prices may be subject to "noise" volatility and market imperfections (monopoly power, lack of information, demand-supply imbalances, etc.). An example of such a gap is the *stock market* where investors at any one time may have differing perceptions of intrinsic value compared to market price. These, in turn, prompt buy or sell decisions. The accounting concept of fair value (see *Compendium of Accounting in Polish & English*) seeks a reasonable proxy value for market price in the absence of an actively traded market with observable prices. See also *efficient market hypothesis*.

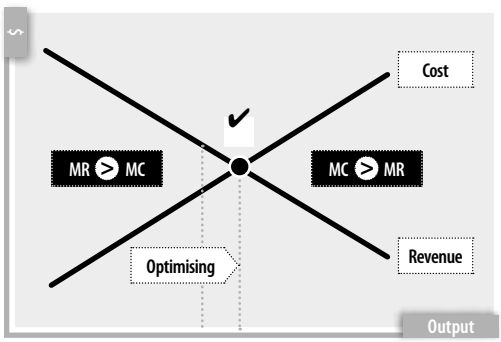
Price versus Value

LORD DARLINGTON. What cynics you fellows are!
CECIL GRAHAM. What is a cynic?
LORD DARLINGTON. A man who knows the price of everything and the value of nothing.
CECIL GRAHAM. And a sentimentalist, my dear Darlington, is a man who sees an absurd value in everything, and doesn't know the **market price** of any single thing.

Oscar Wilde *Lady Windermere's Fan*, 1892

Market Reality (vernacular) • **Rzeczywistość rynkowa** (żargon) • The constraints and opportunities presented by a competitive free market. Most markets are driven by two forces: supply and demand. On the supply side, market reality means competitors and substitutes for your product or services; on the demand side, market reality means consumers have wants and needs which must be satisfied. While these are perhaps obvious, they may not be readily apparent. For example, competitors may be innovating behind the scenes or social and technological trends may be gradually but inexorably altering buyer preferences. Businesses may overlook market reality either from complacency, ambition or naivety. Since *profitability* is the ultimate test of success in the market, *accounting* plays an important role in measuring whether market reality is understood.

Market Reality

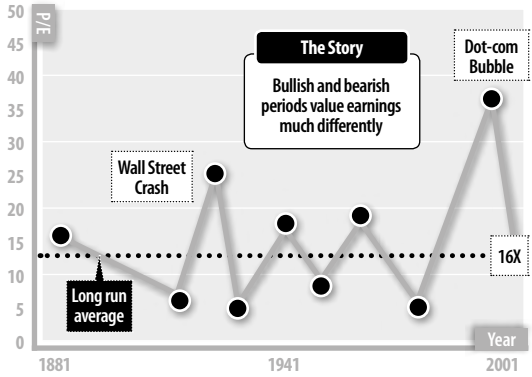


Market Risk • **Ryzyko rynkowe** • The possibility that a traded asset's *market value* will fall below either its original purchase price or its *carrying value*.

Market risk manifests itself when an investor is out of synch with the greater wisdom, credibility and economic power of a market. The loss can be either *realised* upon a buy or sell market *transaction* or, if the asset is subject to *mark--to-market* accounting, when the market price goes against the holder (in a long *position*, a fall in market price; in a short position, a rise in market price). Market risk is inherent in any trading activity and is the flip side of *speculative* opportunities for gain. Market risk increases with the *volatility* of the market.

Market Sentiment • **Nastrój rynku** • The general mood in the stock market characterized as *bullish* (optimistic) or *bearish* (pessimistic). While some of the mood swings can be attributed to changing fundamentals over the course of the *business cycle*, a portion of market sentiment comes from herd instinct as psychological states tend to be contagious. The connotation of sentiment with "emotional" infers that the markets are not entirely cool-headedly rational. See *behavioural finance*.

Market Sentiment
Simplified version:
S&P 500 in USA



Source: *Undercover Economist*, p. 148/Robert Shiller, Yale University

Wisdom from Sir John Templeton

Bull **markets** are born in despair, grow amid scepticism, mature in optimism, and die amid euphoria.

Attribution from "Newsweek", July 20, 2009, p. 22

Market Timing • **Strategia „Market timing"** • Quickly trading in and out of mutual funds in an attempt to make a fast profit. In the case of international funds, there may be price discrepancies due to time-zone differences. It is not illegal per se, but most funds discourage it. However, unethical funds may make exceptions for "select" investors or their own employees. Because speculative investors flip their position quickly, a cost is born by long-term investors. It has been estimated (reference: "Fortune" (Europe), November 23, 2003, p. 93) that market timing costs long term investors in the USA $5 billion a year. See also *churning*.

Market-to-Book (Value) Ratio • **Wskaźnik wartości rynkowej do księgowej** • A comparison between the valuation of a company by the stock market and its value (based on net book value) according to its historical cost financial statements. In general, a ratio higher than 1.0 – a company trading at a "premium to book" – would indicate that its future earning power is worth more than the cost of its investments. This could be due to *economic goodwill* or valuable assets (e.g. brand names) that have been written off or never recognised by historical cost accounting. A ratio lower than 1.0 – a company trading at a "discount to book" – could indicate poor management of assets or break-up potential. Since financial reporting is not meant to be a valuation exercise, we should not expect too close parity especially if the entity has been in business for a long time. That said, a market-to-book ratio that is too far off from 1.0 could reflect either accounting or investor expectations that are out of synch with *financial reality*.

Market-to-Book (Value) Ratio	
Formula =	$\frac{\text{Stock price}}{\text{Book Value per share}}$

The all-too-common gap between stock market capitalisation and book value also suggests the eroded relevancy of historical cost accounting. On the faith of the *efficient market hypothesis*, the stock market is "right" and the accountants are probably "wrong". This has led to a movement for the *reform* of accounting standards that favours *fair value accounting*. See also *stock market ratios* and *Tobin's q*.

Market Value Added • **MVA** • **Rynkowa wartość dodana** • A measure of the surplus value recognised by the capital markets over and above the original capital invested in the firm. The formula for MVA is:

Formula	
MVA =	V – K
Where: MVA = market value added V = market value of the firm's equity and debt K = capital invested in the firm	

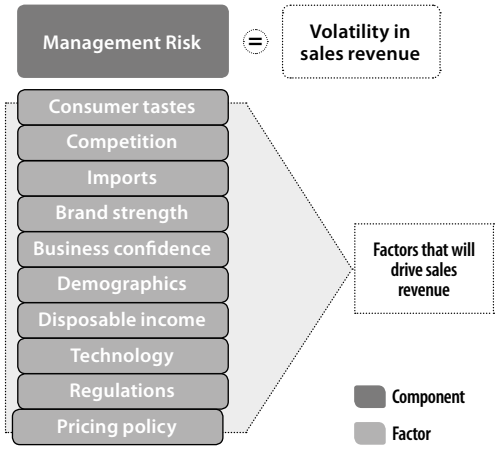
MVA is the present value of a series of *economic value added* values and is economically equivalent to the traditional NPV measure of worth for evaluating an after-tax cash flow profile of a project if the cost of capital is used for discounting. The metric was developed by the consultancy firm of Stern Stewart. See also *market-to-book ratio*.

Market Weight Ratings • **Rekomendacje giełdowe** • Simplified stock "recommendations" based on the idea that individual portfolios should generally track a stock market index. Thus a stock's proportion or "weight" should match its capitalisation in the market. Anything different suggests either a buy or sell action. Such ratings connote inferences or signals versus clear, unequivocal recommendations. They are perhaps done this way to temper accountability.

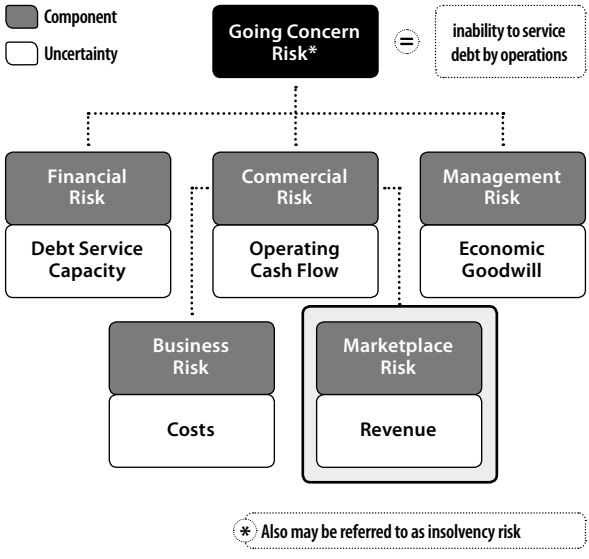
Ratings	
Characterisation	**Implied Action**
Under weight	"Sell"
Market weight	"Hold"
Over weight	"Buy"

Marketplace Risk • **Ryzyko sektorowe** • Risks that are common to all enterprises in a particular market sector. Examples include changes in demand from a *recession*, new competitor entry, import substitution, technology changes, shifts in consumer preferences and changes in regulations, etc. Marketplace risk manifests itself in fluctuations in an enterprise's *revenue* stream, although different businesses may have different sensitivity to market share pressures (consider: brands, customer loyalty, unique competitive advantages, etc.). See also *business risk*.

Marketplace Risk



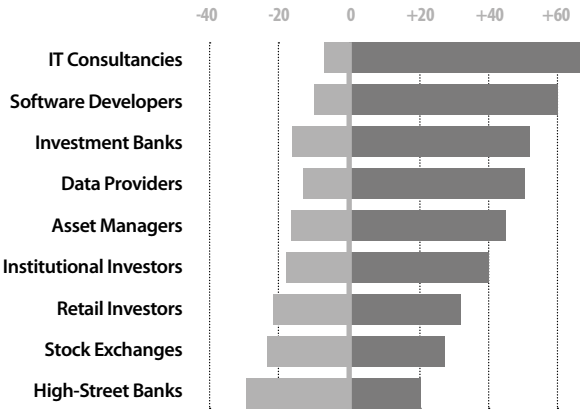
Threat Hierarchy: Marketplace Risk



Markets in Financial Instruments Directive (EU) • **MiFID** • **Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie rynków instrumentów finansowych** • A regulation by the European Union that will standardize stock exchange regulations across the EU beginning in 2007. The "Mifid" is the cornerstone of efforts to create a single market in financial services. Its aim is to let businesses operate across the EU under the authorization of their home regulator but under standardised rules that will strengthen safeguards for

investors. Due to changes in the way investment companies must trade securities, deal with customers, store data and manage internal controls, there will likely be increased compliance costs in IT and staff. In particular, proposed rules on delayed reporting of large block trades have proved contentious due to concerns by investment banks about exposure to *market risk* when they try to execute such trades.

MiFID
Winner/loser?:
% of respondents
in 2006 industry
survey



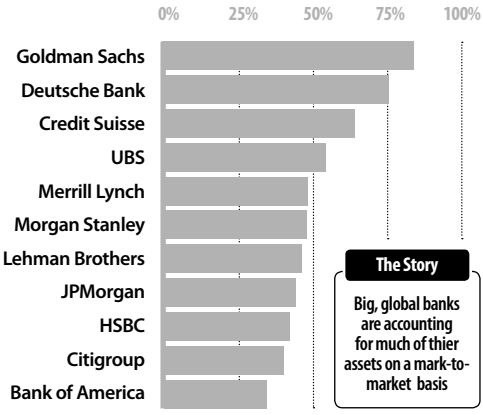
Source: KPMG/The Economist Intelligence Unit/"The Economist", 09.09.2006, p. 70

Mark-to-Market (vernacular) • **Aktualizacja wyceny do wartości rynkowej** (żargon) • To adjust the carrying values of actively traded assets to their market value at a reporting date. Any changes from the prior period's balance sheet flow through the income statement as unrealized gains or losses. Under international accounting standards, mark-to-market is a proscribed valuation method for traded securities. See *Compendium of Accounting in Polish & English*.

Mark-to-Market Accounting (& the Credit Crisis of 2007–2009) • **Księgowanie według wyceny rynkowej (i kryzys kredytowy 2007–2009)** • Under both US GAAP and IFRS, accounting rules require reporting entities to carry financial instruments at their fair value with any changes going either through the income statement directly or capital reserves if they qualify as hedges. "Fair value", in turn, is based on traded market value or, absent such information, comparable securities in recent sales. If such benchmarks do not exist, a NPV calculation can be used as a last resort (the so called *mark-to-model*). Fair value accounting is meant to be a more accurate and timely measure of the true status of investment performance because it reflects the consensus of (the supposedly efficient) markets. The problem arises when those markets

become frozen or deeply discounted as was the case in a *Credit Crisis of 2007–2009*. In the case of *toxic assets*, values often plummeted even if the underlying assets were performing reasonably well. That, in turn, has led prices to decline even more in a vicious cycle of self-perpetuating write-downs and tighter credit markets. Thus, market panic can push down the value of even AAA-rated instruments by, say, 35% even when the delinquency rates inside the asset backed securities would be, say, only 1%. Compounding this downward value spiral were those toxic assets that utilized *credit default swaps*. If doubts arose over the reliability of counterparty guarantees, asset-backed security values also suffered, again, regardless of performance of the underlying assets being guaranteed. In the case of banks, such excessively conservative valuations and understated income would not necessarily be a problem. However, the sheer volume of their toxic assets combined with their leverage and reliance on the market's confidence meant that banks were vulnerable to such "phantom" value destruction. When wholesale money markets withdrew deposits in a flight to quality, banks were faced with a genuine liquidity crisis. While some bankers have argued that fair value accounting is the culprit, accounting reformers reply that the accounts simply mirror reality. The resolution will be yet another needed reform in the post-credit crisis world.

Mark-to-market
% 2007



Source: Fitch Ratings/"The Economist", 20.09.2008, p. 91

Mark-to-Model • **Wycena na podstawie modelu** • The practice of valuing financial instruments by *financial models* which try to estimate an intrinsic value typically a *net present value* of probable cash flows. Accounting rules now insist that financial instruments be carried at their fair value. As changes are

mark-to-market, unrealized losses or gains are recognized immediately as income. Ideally, valuation can be based on traded market value. However, over-the-counter complex financial instruments typically do not have actively traded markets. This means that market related proxies – such as traded values in similar instruments or the values of underlying assets – are second best alternatives. However, during periods of market stress and illiquidity, even these indirect reference points may disappear. Banks and regulators then must resort to the hypothetical valuations generated by financial models. Mark-to-model has all sorts of measurement flaws and potential biases. But in the spirit of the economist Keynes' dictum that it's better to be "approximately right than precisely wrong", they must be used in lieu of even less satisfactory alternatives.

Marking to Myth

Many institutions that publicly report precise market values for their holdings or CDOs and CMOs are in truth reporting fiction. They are **marking-to-model** rather than marking to market. The recent melt-down in much of the debt market, moreover, has transformed this process into marking to myth.

Warren Buffett on marking to models in *Crisis Council* "Fortune" (Europe), September 3, 2007, p. 36

Massaging the Numbers (slang) • **Masowanie liczb** (slang) • A playing with assumptions in a *business plan* or forecast to achieve the desired results. This might be done to do scenario testing or sensitivity analysis ("if we change this assumption, what happens to our result?"). However, if taken to extremes, it can connote shady practice of financial manipulation.



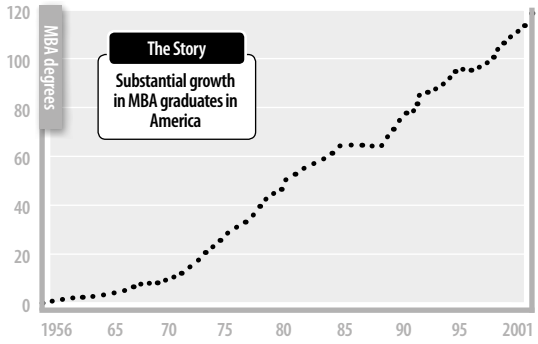
Master of Business Administration • **MBA** • An increasingly popular graduate business degree that is one of the entry tickets into the world of business. The curriculum of most MBA degrees is broad, typically covering economics, accounting, finance, production, marketing, human resources and strategy. This tends to make the MBA a "jack of all trades but master of none". The MBA degree started in the USA (at the University of Pennsylvania in 1881) and has since spread throughout the world. Today there are literally thousands of MBA programmes around the globe with a wide diversity of tuition, students, specialisations and, it must be said, quality. The latter can be an issue in the absence of uniform standards. In response, there are school accreditation bodies and periodic rankings by the business press (e.g.: "The Financial Times'" Global MBA rankings). The top ranked, and most expensive, business schools are predominantly in the USA. As useful as an MBA can be ("The Financial Times" cites typical average alumni salaries for top ranked schools of US $150,000/yr), it is worth noting what a MBA cannot assure. Just as it says, "administration" has nothing to do with such skills as creativity, leadership, emotional intelligence, team work, entrepreneurship or even *commercial common sense*. (See also *Association of Chartered Certified Accountants* in the *Compendium of Accounting in Polish & English*.

Bitter

Q: You wanted to rescind your **MBA**. Why?
A: I took this fabulous accounting course, taught by Stanford's esteemed MBA dean. Then, 30 years later, I was mesmerised watching him testify on C-SPAN as chairman of Enron's audit committee, saying, "I didn't know what was going on". I was furious.

Tom Peters, as interviewed in "Maclean's Magazine", December 1, 2003

Master of Business Administration
USA



Sources: "The Economist", 20.05.2004/US Department of Education

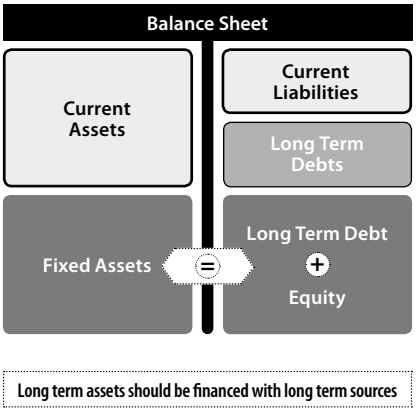
Matching Principle (Financial) • **Zasada dopasowania** • The convention of harmonising the characteristics of financing sources to the assets that are being financed. Since it is the *asset conversion* and/or *cash flow* from assets that must fulfil the obligations of financing sources (both liabilities and equity capital), it stands to reason that there should be a matching or equivalence between them. Ideally, financing sources should mirror the various attributes of the assets at work:

Matching		
Assets		**Financing Sources**
• Purpose • Liquidity • Maturity • Currency • Spontaneity	⇔	• Source • Fixed interest • Floating interest • Temporary • Maturity

We can find many examples of matching applied in finance:

Matching	
Level	**Example**
Transactional	◆ Bulge bank credit financing seasonal inventory ◆ Bank debt financing cash and *receivables* ◆ *Spontaneous trade credit* financing *inventory*
Portfolio	◆ *Floating* rate liabilities finance *floating* rate assets ◆ Long term funding for illiquid assets ◆ Foreign currency cash flows service foreign debt
Balance sheet	◆ Long term debt financing fixed assets ◆ High leverage applied against reliable cash flow ◆ Equity financing of intangibles and high risk assets
Bank	◆ Deposits on call fund short term loans ◆ Prudent asset risks financed by high leverage ◆ Capital matches probable potential for loss

Matching (Financial)



MATIF • **Marché à Terme International de France** • **Paryska giełda towarowa MATIF** • Marche a terme des instuments financiers. The financial *futures* exchange in France established in 1996 and owned by *Euronext*, a pan-European company that owns several exchanges.

MBA ► Master of Business Administration.

Megacaps (vernacular) • **Spółki o wysokiej kapitalizacji** (żargon) • Any big, publicly traded company with a large (say, $100+ billion) stock market *capitalization*. Such companies tend to be unexciting but stable. Typically, because

of their size, diversity, established track record and modest leverage, they are less volatile with a low *beta*. See also *blue chip stocks*.

Megacaps
Largest companies by stock market capitalisation on 31.03.2006

MNC	Domicile	$ Billions
ExxonMobil	USA	371
General Electric	USA	362
Microsoft	USA	281
Citigroup	USA	238
BP	UK	233
Bank of America	USA	211
Royal Dutch Shell	UK/Hol	211
Wal-Mart Stores	USA	196
Toyota Motor	Japan	196
Gazprom	Russia	196

Source: "Financial Times"/FT 500, 2006

Merger • Fuzja • The integration of two or more business entities together into one business. In effect, the identities of the combining businesses are subsumed into something distinctively new. Companies merge to get bigger quickly, capture *economies of scale* or achieve *synergies* (a less benign motive might be to increase their market power by reducing competition). A number of fundamental issues are raised in a merger:

Shall We Become One?	
Issue	**Concern**
Legal	◆ Compliance to antimonopoly laws ◆ Obtaining shareholder consent
Finance	◆ Relative valuation of shares ◆ Financing cash payments
Strategic	◆ Exploiting synergies ◆ Competitor response
Operational	◆ Integration of *information technology* systems ◆ Eliminating overlap and redundancies
Management	◆ Leadership of the combined entity ◆ Harmonizing management teams & cultures
Accounting	◆ Pooling of interest/uniting of interests ◆ Acquisition method

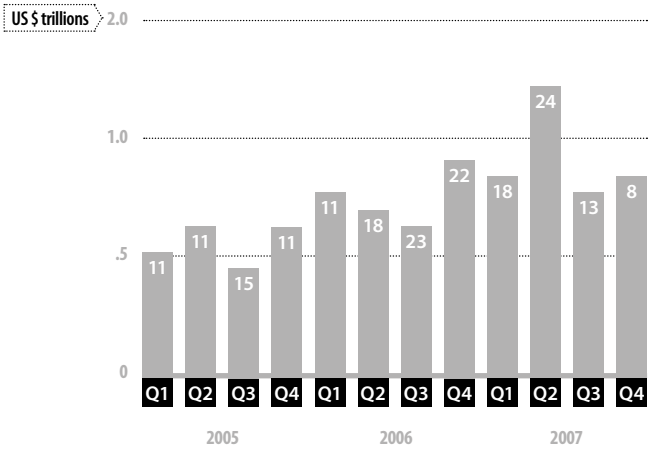
Mergers are a common strategic response to a world of increasing globalization and deregulation. While they may have merit, their track record of success in terms of providing *shareholder value* is far from assured. Note that gaining control of another company does not constitute a merger per se. Acquisition is a preliminary step to merger (which involves strategic, operational and managerial integration). Rather perversely, the convention in *corporate finance* is to speak of "mergers and acquisitions", as if they were in a different order. Despite this distinction, by requiring consolidation of controlled subsidiaries, accounting standards treat the subsidiary as if it merged with parent. See also *value creation/destruction*; contrast with *take-over*.

Merger Hazards

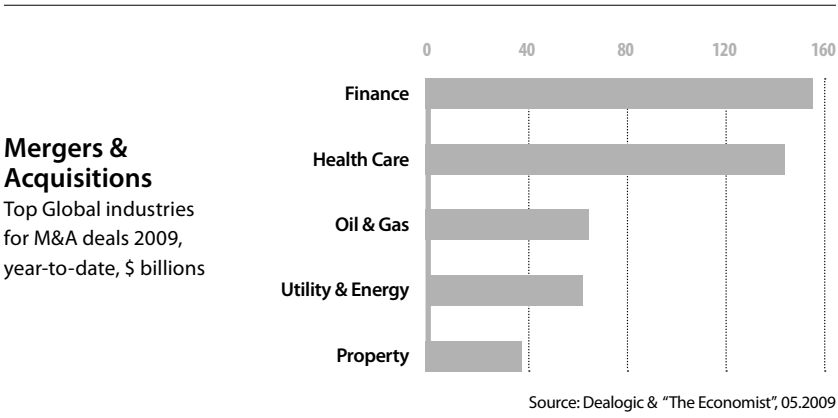
For someone with a reputation as master deal-maker, it is remarkable that those who have profited the most from [his] addiction to shopping have been his competitors as well as those who sold the banks to him… [His] trademark deals generally involved him paying too much for too little, and then ruining what he got by cutting costs aggressively in order to justify the ridiculous purchase price.

Deal-making Done, "The Economist", January 27, 2001

Mergers and Acquisitions
Global M&A deals, $ trillions



Source: *Dealogic & Whither the great wave?*, "The Economist", 05.2008



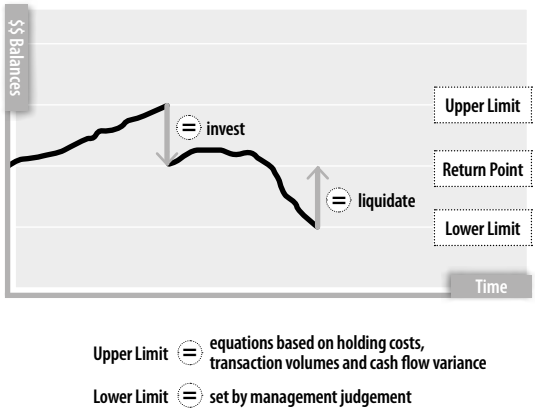
Middle Price • **Mid-Price** • **Cena średnia** • **Kurs średni** • A price half way between a higher buy price and a lower sell price on quoted financial securities. It is used in newspaper and website quotes in instances when there is no market clearing price.

MiFID ► Markets in Financial Instruments Directive.

Milken (vernacular) • **Milken** (żargon) • An American investment banker's unit-of-measure jargon for $500 million. Thus, it could be said that the transaction was "three Milkens" i.e. $1.5 billion. The amount was the reputed salary of Michael *Milken* at the height of his fortunes as a junk bond impresario.

Miller-Orr Model (Cash Holdings) • **Model Millera-Orra** • A *cash management* model that confines cash to fluctuate between a minimum floor (set by prudential management discretion) and a maximum ceiling (set by equations that factor in holding costs, transaction costs (see *Baumol model*) and the volatility of cash flows). The model is particularly useful when cash flows are uncertain.

Miller-Orr Model: Optimal Cash



Minority Shareholders • **Udziałowcy mniejszościowi** • The *shareholders* who collectively cannot exercise control over the affairs of their company. This is because their relatively small number of *shares* would be outvoted at an *annual general meeting*. By necessity, minority shareholders tend to be passive investors, going "along for the ride" based on their *confidence* in either *management* or the *corporate governance* exercised by majority shareholders. In the meantime, they enjoy the ownership right to share pro rata in all *dividends* paid by the company. As well, since shares are fungible, their ownership interests will be proportionally valued in the *stock market* (an exception being large *control blocks* of shares that might command a *control premium*). If minority shareholders object to something, the best they can do (assuming the market for their shares is *liquid*) is to "vote with their feet" by selling their shares. Because minority shareholders have little voice or negotiating power, they can be forgotten, or worse, vulnerable to abuse from majority shareholders. A common sensitivity is ensuring that they get equitable treatment (reference information and purchase offers) as larger, *institutional* or *strategic investors*. Protecting the rights of minority shareholders is therefore an important role for corporate laws and securities regulators. Fair treatment of minority shareholders is also a test of institutional infrastructure. While the "little guy" can be easily overlooked, retail investors collectively play a crucial role in most *capital markets*. A minority shareholding is carried by the owner at either historical cost (the cost method when 0–20% of total shares are owned) or cost plus a share of undistributed profits (the equity *method* when 20–50% of total shares are owned).

Modern Portfolio Theory • MPT • Teoria portfela papierów wartościowych • A key idea in finance that explains how rational investors will use *diversification* to optimize their portfolios and how risk should be compensated. It was developed in USA by Professor Harry Markowitz in 1952 who later won the Nobel Prize in 1990 for his efforts. While MPT in founded upon complex mathematical formulations, there are four key ideas can be summarized as follows:

1. **Diversification**: While a portfolio's return will be a weighted average of individual returns, the portfolio's volatility of returns will not be additive. Rather, because of the relative behaviour of individual yield dynamics (called co-variance) much of their volatility will tend to offset against one another. The collective volatility of a group of investments will thus be reduced. The degree of offsetting will depend upon the strength and direction of co-variances. Depending on how the security's underlying business reacts to the *business cycle*, the relationship between yields can be perfectly opposite (co-variance of –1), independent (co-variance of 0) or perfectly in synch (co-variance of +1). So long as a portfolio is composed of investments with co-variances less than +1, diversification will occur and reduce overall volatility. While perfectly opposite co-variances are rare, most securities from different sectors have co-variances less than +1. Thus, after about 20 independent investments are put together, most of a portfolio's risk will be eliminated except for a residual known as *systematic risk*.
2. **Systematic Risk**: The residual risk in a portfolio cannot be avoided since it affects every investment in the same way. Diversification will not eliminate such risk. Its ultimate source is the economic business cycle that is impacting all economic players in varying degrees. However, individual investments will have varying degrees of sensitivity (called *beta* under the Capital Asset Pricing Model or CAPM) to this systematic risk.
3. **Returns and Risk Premiums**: Individual investors cannot be compensated by the undiversified risk of specific shares because they are competing with other rational investors who are assumed to always be well diversified. The well-diversified investors are not bothered by the risk of an individual investment and do not require any compensation for such non-existent risk. In an efficient market, the only risk that will be compensated is the degree of systematic risk inherent in an investment. CAPM in turns quantifies this return as a risk free return (a return for pure saving) plus a risk premium equal to the market's compensation requirement for systematic risk adjusted by the security's particular degree of sensitivity to such systematic risk.

4. **Efficiency Frontier:** Different portfolios will diversify away risk to various degrees depending upon how the co-variances are at work within the different portfolio mixes. For any given portfolio yield there will be a particular portfolio mix that offers the lowest possible volatility and which is therefore the "best" mix (since no rational investor would accept uncompensated risk if it can be avoided by altering the mix). Each yield will have a minimum degree of associated risk. The combination of available rewards plus their lowest possible associated risks is a subset of the universe of all possible portfolios known an "efficiency frontier". On this efficiency frontier higher yields will only be achieved by higher risk but at least it is a minimum possible risk. A rational investor should only choose a portfolio where the efficiency frontier is based on either a desired return or a desired degree of risk.

MPT has profound implications for both companies and investors. For companies, it suggests that there is no justification for internal diversification because investors are already well diversified. Rather, managers should concentrate on creating the most value at whatever the company is the best at. For investors, it suggests that stock picking (finding superior performers) is less important than diversifying and holding for sufficiently long enough periods to allow volatility to be eliminated through an averaging process over time. As well, return expectations should be tempered by appreciating that a well-diversified portfolio's expected returns will be relatively certain in the long run and thus earn correspondingly modest returns (the long run risk premium for equities is 5–7%).

Modified Internal Rate of Return • MIRR • Zmodyfikowana wewnętrzna stopa zwrotu • A *capital budgeting* method that calculates a project's rate of return, similar to a bond's *yield* calculation. The decision criterion is that a MIRR greater than the firm's *cost of capital* merits investing. MIRR is a more complicated refinement of the *internal rate of return* calculation that is also used in capital budgeting decisions. The MIRR formula is as follows:

Modified Internal Rate of Return: Formula		
$\text{Cost} = \frac{\text{T.V.}}{(1 + \text{MIRR})^n} = \frac{\sum^{n}_{t=1} \text{C.I.F.}_t(1+k)^{n-t}}{(1 + \text{MIRR})^n}$		
Where:	**Component**	**Comments**
Cost	Cash outflows	• Present value of costs
MIRR	Modified IRR	• Solve so PV (costs) = PV (terminal value)
T.V.	Terminal Value	• Future value of cash inflows • Compound at firm's cost of capital
N	Number of periods	• cover horizon of project returns
t	Time period of cash	• investment occurs at t=0; inflows after
C.I.F.	Cash In Flows	• Incremental cash inflows from project • Compound into future terminal value (TV)
K	Compounding rate	• Firm's weighted average cost of capital

Essentially, MIRR is the rate of return that allows the *present value* of costs to equal the present value of a "terminal value", the sum of positive cash flows compounded (at the cost of capital) forward in time to the end of the project. This calculation can be seen by way of an illustration:

MIRR: Illustrated				
Year 0	**Year 1**	**Year 2**	**Year 3**	**Year 4**
– 1,000	+ 500	+ 400	+ 300	+ 100
NPV = 0	10%	10%	10%	330
				484
				665
+ 1,000	MIRR = 12.1%			T.V. = *1,579*

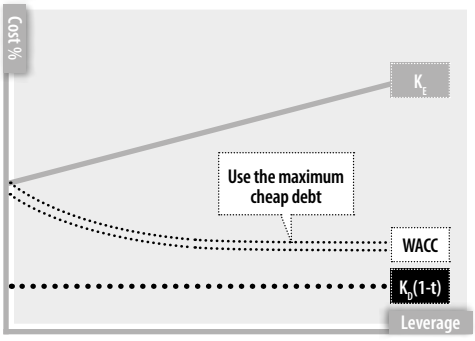
MIRR is superior to the regular internal rate of return calculation by virtue of giving a truer picture of the project's incremental returns (i.e. without assuming, as the IRR does, that cash flows are reinvested at the project's yield). It also solves the "multiple IRR" problem that can occur when cash flows alternate between positive and negative amounts, resulting in two different IRR results.

Modigliani-Miller Propositions • Twierdzenia Modiglianiego-Millera

• Two famous ideas by a team of Nobel-winning economists (Franco Modigliani (1918–2003) and Merton Miller (1923–2000)) that have had a profound impact on *corporate finance*. The First Proposition is that *capital structure* – the amount of debt or equity financing a firm – has no effect on its value (see

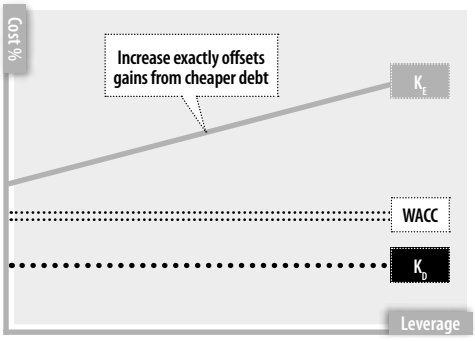
Irrelevance Proposition). In the same spirit of "it doesn't matter", the Second Proposition suggests that *dividend policy* does not have a bearing on the value of a firm. Because of their underlying assumptions, neither of these ideas entirely stands up to real world experience. Yet because they compel us to think whether finance should matter, they had better define the proper role of finance which might be expressed as "it's important but by no means dominant". See also *finance capitalism.*

M-M Proposition: Leverage
With taxes



Leverage reduces WACC and increases the value of the firm

M-M Proposition: Leverage
No taxes



Leverage has no effect on WACC or the value of the firm

Monetise (vernacular) • **Spieniężyć** • **Upłynnić** (żargon) • To convert a non-monetary asset or liability into a cash payment or to give what otherwise has no financial aspect equivalence in cash.

Priorities

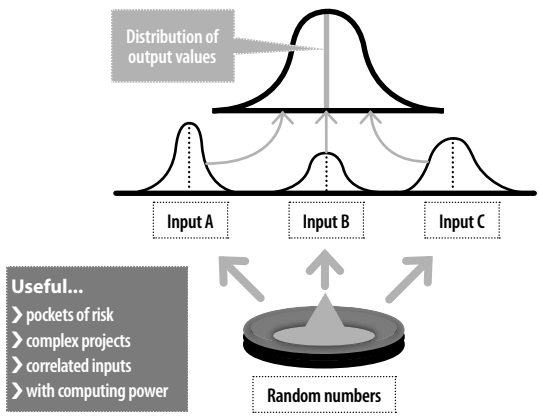
The three most important things a man has are, briefly, his private parts, his **money**, and his religious opinions.

Samuel Butler (1835–1902)

Mono-line Insurance Companies • Firmy ubezpieczeniowe „mono-line" • Specialised insurance companies that had traditionally provided low-risk guarantees to enhance the market appeal of municipal government bond issuers. Many were tempted to utilize their strong credit ratings to venture into guaranteeing complex structured finance products such as *collateralized debt obligations*. When the CDO market collapsed in the *Credit Crisis 2007–2009*, many mono-line firms had to be rescued or restructured.

Monte Carlo Simulation • Symulacja Monte Carlo • A *risk* measurement methodology that, through the use of random numbers simulating *volatility* in statistical models, creates probability distributions around expected values. For example, a capital expenditure project's *net present value (NPV)* may be dependent on such things as sales volume, selling prices, input prices and asset lives, all of which might have their own uncertainty or probability distributions. A Monte Carlo simulation can incorporate the uncertainties of the inputs and create a single probability distribution for the output or result. Monte Carlo simulation is complex but powerful. It is particularly useful when a NPV calculation must deal with cash flow variables which themselves influence each other (i.e. are correlated over time). It is used in capital budgeting, stress testing and value at risk.

Monte Carlo Simulation



Morningstar • **Morningstar** • A well-known provider of independent *securities research* and related investment services in the United States and in 15 other major international markets. The roots of the firm go back to the early 1980s (its name is taken from the last sentence in Walden, a book by Henry David Thoreau; "the sun is but a morning star") when the mutual fund industry was experiencing dramatic growth. Most individual amateur investors in the funds were hungry for easily accessible and cheap information on fund performance amongst a proliferation of choices. The firm developed a simple but useful rating system based on assigning 1–5 stars for performance and risk of a fund. Its Market Barometer is also widely followed. Following this initial success, it grew off other investment related services, many of which are available on its very robust web-site (www.morningstar.com). See also *rating agencies.*

Mortgage • **Hipoteka** • Noun: A loan backed by a security interest in real estate property. Verb: to give real estate as security for a loan as in "he mortgaged his home to secure bank". Roots of the word are from the Old French for *mort gaige,* meaning 'dead pledge' because the charge is extinguished either upon repayment of the debt or when the asset is sold (in order to clear the title). For more on mortgages, see the *Compendium of Banking Terms in Polish & English.*

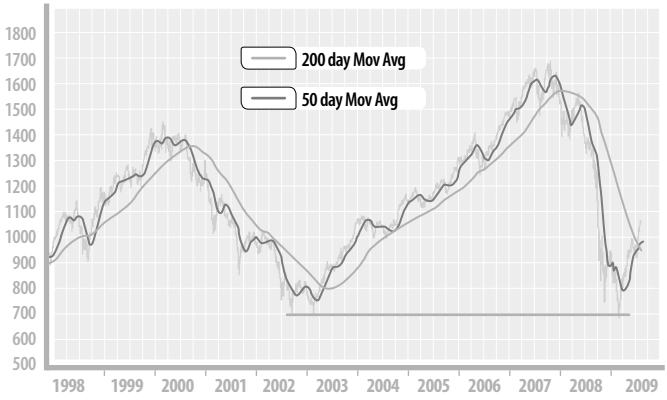
Mortgage-Backed Securities • **MBS** • **Walory zabezpieczone hipoteką** • A subset of a *collateralized debt obligation* that is backed by security on real estate property and traded in the market. Loans would be originated by brokers and commercial banks and then repackaged into tradable securities upon receiving a credit rating. The existence of tangible collateral would normally be expected to reduce their default risk. However, because of shoddy underwriting standards and nervous credit markets during the *sub-prime* crisis, MBS became synonymous with tainted securities. So much that in 2008 regulators and central banks were under pressure to play the role of "*buyers of last resort*" for MBS.

Mr Inside/Mr Outside (vernacular) • **Mr Inside/Mr Outside** (żargon) • A *venture capitalist's* description of the relative talents of entrepreneurial management team members. The inside person will have more technical, operating skills. The outside person will be the most convincing with customers and bankers.

Morgan Stanley Capital International • **MSCI** • **Indeks Morgan Stanley Capital International** • Morgan Stanley Capital International, an *index provider* partly owned by a large American investment bank. The MSCI indices have been calculated since 1970 and are generally recognized as leaders in the industry. The company's best known indices include MSCI "World" (stocks

from 23 developed countries including the USA), MSCI "EAFE" (stocks from 21 developed markets in Europe, Australasia & Far East, excluding the USA and Canada) and MSCI "EMFR" (Emerging Markets Free index that tracks stocks in 26 *emerging markets*). As well, MSCI calculates several industry sector indices (e.g. telcoms, banks). For American investors, the MSCI "EAFE" is likely the most popular index for foreign stocks.

MSCI Index
1998–2009



Multinational Corporation • MNC • Korporacja międzynarodowa •

An enterprise with operations and investments in more than one country (as opposed to a domestic concern which is exporting abroad). MNCs are typically large and successful (not as a cause but rather as an effect). In the face of the extra complexities, costs and risks from intimate dealings with foreigners, there are compelling advantages to investing overseas:

Why Go Abroad?	
Motive	**Example**
Market Size	◆ Domestic markets saturated ◆ *Brand names* can easily migrate
Market Access	◆ Bypass local barriers to entry ◆ Economies from transportation costs
Input Costs	◆ Access to cheap/rare raw materials ◆ Utilize cheap labour markets
Ownership	◆ Joint ownership (e.g. Shell) ◆ Access to larger capital pool
Risk	◆ Diversified *revenue* streams ◆ Markets are countercyclical

MNC are deemed to be efficient and positive forces for globalization as resources and technology tend to be redistributed around the world. However, they seem beyond the reach of government power (not necessarily a bad thing); they can seem to threaten national identities (a process called creating "McWorld" after the ubiquitous McDonald's hamburger chain) and have been accused of sacrificing human values for the sake of socially irresponsible *profitability*. Many criticisms of MNCs are disguised attacks on either the competitive free market or certain nationalities (especially the USA which has the most MNCs).

Multinational Corporation
Largest companies by sales (USD billions) in 2000

MNC	Domicile	Sales	Profit
ExxonMobil	USA	210	28
Wal-Mart Stores	USA	193	16
General Motors	USA	185	4
Ford	USA	180	3
DaimlerChrysler	Germany	150	7
Royal Dutch Shell	UK/Holland	149	13
BP	UK	148	12
General Electric	USA	129	13
Mitsubishi	Japan	127	1
Toyota Motor	Japan	121	4

Source: "Fortune", 23.07.2001

Multinational Corporation
Largest companies by Trans-nationality Index (*) 2003

MNC	Domicile	Index %
Vodafone	UK	85
BP	UK	82
Total	France	74
Nestle	Switz	74
Honda	Japan	72
Shell	UK/Holland	72
ExxonMobil	USA	66
Siemens	Germany	65
Chevron-Texaco	USA	59
Sony	Japan	56

Source: United Nations, World Investment Report/Salvatore, p. 24 * Foreign sales, assets and employment vs. total

Municipal Bond • **Obligacja komunalna** • A long-term bond debt instrument issued by a regional government or city authority whose proceeds are invested in local community infrastructure such as roads, schools, hospitals, etc. Future debt servicing comes from the tax base. In some tax regimes (e.g. the USA), such bonds pay tax-exempt interest in order to encourage their issuance. Municipal bonds are a junior version of a national government's *treasury bonds*: safe, low yield debt. As of 2007, the market in the USA was over $2 trillion in outstanding debt (reference: "International Herald Tribune", December 8, 2006, p. 16).

Mutual Fund (USA) • **Unit Trust** (UK) • **Fundusz powierniczy** • A holding vehicle for a *portfolio* of investments that is in turn held by smaller, individual retail investors. Mutual funds are *open-ended funds* in the sense that they expand and contract according to demand for their shares. Mutual funds pool the savings of small investors who can neither afford the research for stock selection nor diversify on their own. Their popularity as a retirement savings vehicle stems from a mix of motives: an eroded faith in public *pension funds*, high savings rates amongst an ageing population and, especially in the USA, a better informed retail public which looks for more favourable returns than traditional vehicles such as bank saving accounts or bonds. Financial institutions often use their *asset management* skills and distribution channels to generate fees from the mutual fund business.

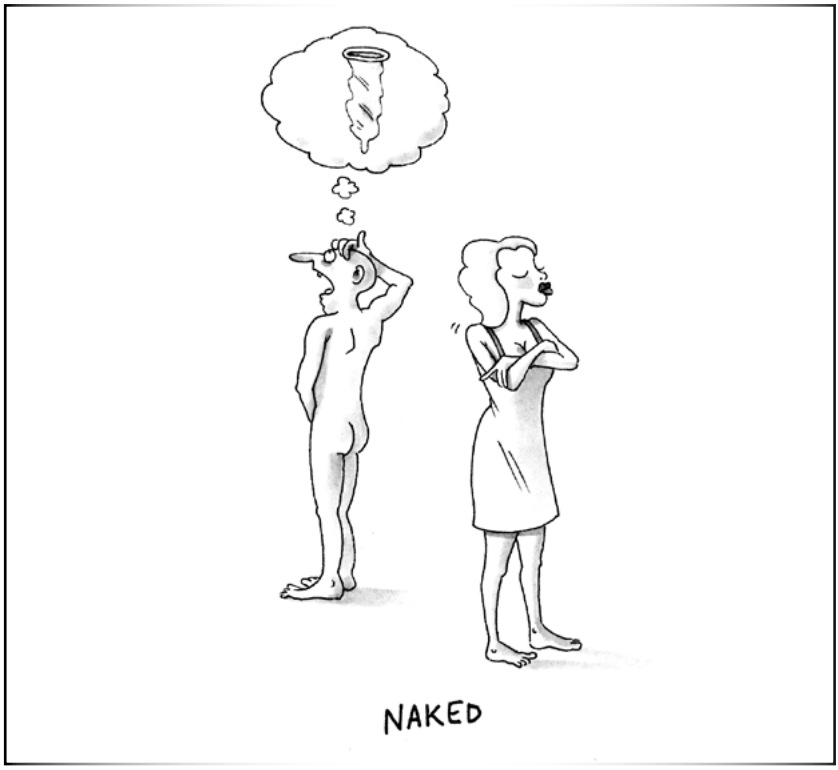
Mutually Exclusive Project (Problem) • **Projekty wzajemnie się wykluczające** • A *capital expenditure* situation where choosing one project means not being able to undertake another. Thus each project has an *opportunity cost* in terms of forfeiting the other. The *internal rate of return* decision rule will not help make the right choice (a high IRR project might be quite small in terms of NPV). Rather, we should simply choose the project with the highest *net present value*. Often the problem arises in a *capital rationing* situation.


PROJECT
A
$
PROJECT
B
MUTUALLY EXCLUSIVE
PROJECT

N

N • **N** • A symbol used to signify either: i) A *NASDAQ* stock that is the company's third class of *preferred shares* or ii) used in stock transaction tables in newspapers to indicate a new stock that has been listed within the past 52 weeks. The high and low prices are for a period of less than a year.

Naked (slang) • **Brak osłony** (slang) • In the absence of a *hedge, exposure* to *market risk* or *interest rate risk*. When one is naked, it's easy to catch a cold, be embarrassed or be sexy. You can choose your analogy. See also *speculation*.



Exposed

You only learn who has been swimming **naked** when the tide goes out – and what we are witnessing at some of our largest financial institutions is an ugly sight.

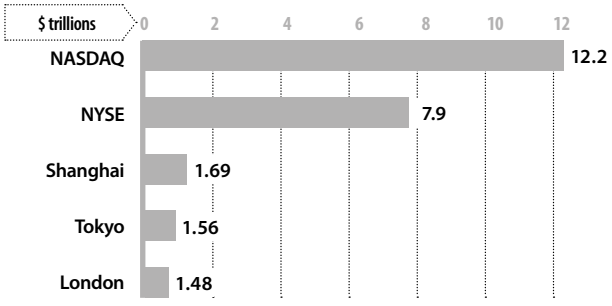
Warren Buffett, 2008 Annual Letter to Berkshire Hathaway Shareholders

Name (Lloyd's Insurance vernacular) • **Nazwisko** (istotny uczestnik branży ubezpieczeniowej) • An individual in the *Lloyd's of London* insurance market with sufficient personal wealth to qualify to be a member of an underwriting syndicate. Lloyd's was traditionally based on participation of such wealthy individuals but has since evolved into a corporate market as the risk exposures have grown beyond the capacity of most individuals to handle. The vernacular refers to the fact that each underwriter had a family name.

Narrow Market • **Płytki rynek** • A market with a relatively small source of supply. Such a market will be sensitive to levels of demand and exhibit more price volatility.

NASDAQ • **National Association of Securities Dealers Automated Quotation System** • A computer run trading system in the USA for *over-the-counter* securities. With over 3,000 listings, it trades more shares per day than any other U.S. market. NASDAQ tends to be associated with high-growth technology companies. A European variant is known as NASDAQ Europe (formerly EASDAQ).

NASDAQ
World's Largest Stock Markets by Monthly Turnover, May 2009



Source: *The World's Largest Stock Exchanges* on www.loansandcredit.com

Nationally Recognised Statistical Rating Organisation • NRSRO • Krajowa Autoryzowana Organizacja Ratingów Statystycznych • An official SEC designation for a *credit rating agency* that is qualified to meet specified standards of reliability. The NRSRO was designed to weed out fly-by-night agencies given the importance of their role in the capital markets. However, it restricts entry in the rating agency and is thus the subject of some criticism. In 2008, the eight organizations designated as NRSROs are:

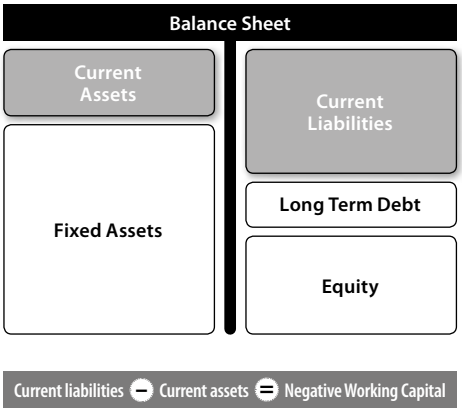
- Moody's Investor Service,
- Standard & Poor's,
- Fitch Ratings,
- M. Best Company,
- Dominion Bond Rating Service, Ltd,
- Japan Credit Rating Agency, Ltd,
- R&I, Inc.,
- Egan-Jones Ratings Company.

Natural Hedge • Economic Hedge • Hedging naturalny • A *hedge* that occurs in the spot market without the need to resort to *derivatives* or *futures*. For example, a company with *FX* revenue has a natural hedge with *debt* nominated in the same currency: foreign exchange gains or losses of the debt will be offset by corresponding gains or losses in the value of the FX cash flow stream.

Negative Working Capital • Ujemny kapitał obrotowy • An excess of *current liabilities* over *current assets*. If the *turnovers* on both liabilities and assets were the same, an enterprise would face a *liquidity* problem due to a cash flow mismatch (i.e. liabilities would be "absorbing" more cash than the assets "generated"). However, to the extent that current asset turnover can be accelerated – possibly by cash sales or *just-in-time inventory management*, the situation is sustainable for a *going concern*.

Negative working capital means that *short-term creditors* are effectively providing *long-term* financing, somewhat contrary to the *matching principle* in *corporate finance*. They may be doing this unwittingly or because the enterprise has a strong market position. Hypermarkets, for example, often have negative working capital because of their purchasing power. An enterprise with negative working capital might be better off by paying such creditors sooner but on more favourable price terms. Negative working capital may also arise in situations of *financial distress* when long term lenders declare a default and convert their loans to a short-term status.

Negative Working Capital



Nest Egg (vernacular) • **Jajko w gniazdku** (żargon) • Refers to a modest amount of money set aside by an individual for their future retirement. Typically the savings are put into some kind of investment that will, with time and care, eventually "hatch" into something worthwhile.

Big Chickens From Little Eggs

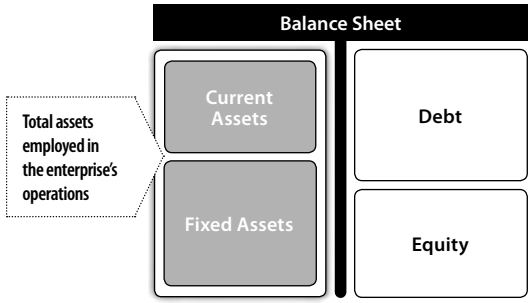
All of us have a daily, weekly, and monthly nut to crack to pay for food, water, electricity, travel, and alimony. Everything left over may be considered one's **"nest egg"** – a sum that, if properly utilised in the investment space, will grow and produce a chicken one may either braise, roast, or use to make more chickens.

Stanley Bing, "Fortune Europe", December 25, 2006, p. 132

Net Asset Value • **NAV** • **Wartość aktywów netto** • The market value of a *mutual fund* calculated at the close of each trading day. Traded securities are *marked-to-market*. The total portfolio amount is then divided by the total number of outstanding shares or units to quote a figure on a per unit basis.

Net Operating Assets • **Aktywa operacyjne netto** • The total capital employed in a business, consisting of *fixed assets* (net of *depreciation*) and *current assets*. Alternatively, equal to an enterprise's total *capital employed* from *equity*, *debt* and *current liabilities*.

Net Operating Assets



Net Present Value • NPV • Wartość bieżąca netto • The net value of any future streams, both positive and negative, of *cash flows* (be it investment project or financial instrument) adjusted, or "discounted", for the *time value of money*. Since capital is not free, funds received in the future are worth less than funds available today. NPV converts future cash flow to equivalent values in the present. Consistent with the wealth maximization motive in the *theory of the firm*, an investment project will be undertaken if NPV is positive.

Net Present Value

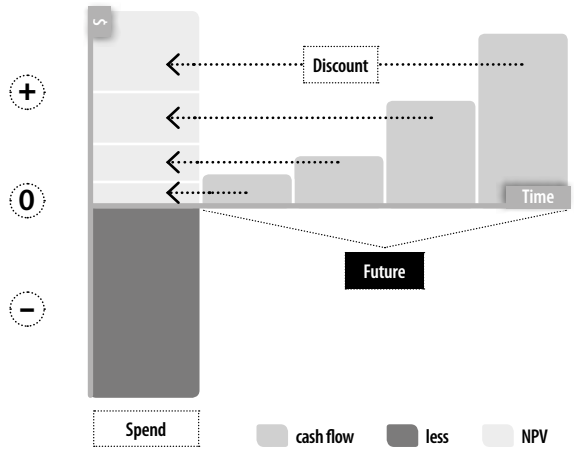
$$NPV = \sum_{t=1}^{n} \frac{C.F._t}{(1 + \mathbf{i})^t} - I$$

Where:	Component	Comments
NPV	Net Present Value	• Rule: invest if NPV > 0
t	Period	• match cash flow to discount
n	Number of periods	• cover horizon of project returns
C.F.	Net cash flow	• Incremental cash flow only • Include salvage, working capital flows • Adjust for income taxes • Adjust for inflation
i	Discount rate	• Equal to cost of capital • Adjust for risk • Adjust for inflation (unless cash flows are in real terms i.e. inflation adjusted)
I	Investment	• Outlay to produce cash flows • Tax shield on income taxes

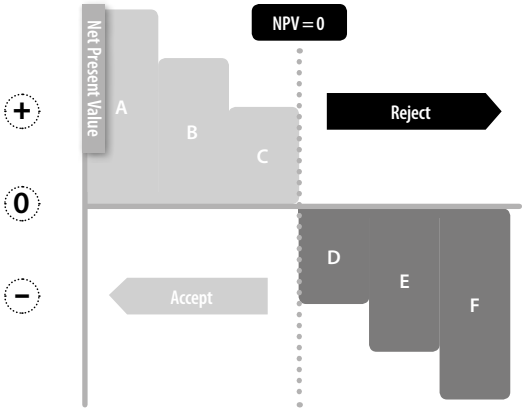
NPV, along with its sister concept *internal rate of return*, is the preferred methodology for capital *expenditure decisions* (in contrast to *payback* or *accounting*

rate of return). NPV is also used as an asset *valuation* tool in the absence of a market value.

Net Present Value



Net Present Value: Capex Decisions



Net Present Value Method

Surveyed usage in practice

	USA	CANADA	JAPAN	AUSTRALIA	BRITAIN
NPV	28%	41%	6%	45%	38%

While considered to be the best criteria for capital expenditure decisions, it is not universally employed in most countries

Source: Cl. Horngren et al. *Cost Accounting*, 2003

The calculation of NPV involves the modelling of all relevant cash flows for a project. This would include capturing such metrics as the *initial cash outlay* (e.g. the project capital expenditure) and *project future cash flows* (e.g. operating cash flows, opportunity costs, income taxes, inflation and working capital). The use of computer spreadsheets greatly facilitates what can become a complex calculation. A simplified example of a NPV spreadsheet could look like this:

Net Present Value Calculation: Example				
	Present	**Future Periods**		
Relevant Cash Flows	0	1	2	3
Capital Flows:				
Expenditure	–2,260,000			
Equipment Upgrade		–100,000	–100,000	
Scrap Recovery				500,000
Working Capital Investment/ Recovery	–375,000			375,000
Operating Flows:				
Cash Contribution From Output		1,500,000	1,500,000	1,500,000
Incremental Cost: Supervisor		–75,000	–75,000	–75,000
Incremental Cost: Maintenance		–25,000	–25,000	–25,000
Opportunity Cost: Forgone Rent		–25,000	–25,000	
ANNUAL CASH FLOWS	–2,635,000	1,275,000	1,275,000	2,275,000
PV of Future Cash Flows at 10%		3,568,628		
Net Present Value	**$933,628**			

Netting (Settlement and Clearing) • **Kompensowanie należności** • The *clearinghouse* practice of only transferring cash after all a period's payments have been recorded, many of which will offset each other thus reducing the amount and frequency of funds transfer.

Neuer Market • **Neuer Markt** • The German stock market segment for young, fast growing companies. It is a similar market to America's *NASDAQ*. Other equivalents are Nouveau Marché (France) and Japan's NASDAQ. The complete collapse of the high-tech sector in late 2001 led to the Neuer Market's closure in 2003.

Never Buy Bad Bonds in Good Times (stock broker adage) • **Nigdy nie kupuj złych obligacji w dobrych czasach** (powiedzenie maklera giełdowego) • A 'bad bond' is debt with a low or risky *credit rating* trading at a correspondingly low market value that could make it rather tempting in terms of *yield-to-maturity*. However, in good times *debt service capacity* is not fully tested to the extent it will be in bad times when business conditions are less forgiving. When the true vulnerability of a weak borrower becomes apparent, its debt can be *downgraded* and its market value will suffer a loss. Another aspect of the adage is investor psychology: in good times, we tend to be blinded by optimism. We are less sensitive the true risks in play. As *Bagehot* tells us: "People are the most credulous when they are happy". See also *bubble*.

Newco (legal vernacular) • **Nowe dołączone przedsiębiorstwo** (żargon prawniczy) • Lawyer's speak for any "newly incorporated company" that will be set up as part of a transaction.

New Venture Units • **Nowe projekty w przedsiębiorstwie** • Projects within large companies designed to develop start-up enterprises from within the firm. NVU try to capitalise on new ideas generated within a firm and fast track them to commercial fruition. Successful initiatives are either spun off at a profit or integrated into the company as new operations. In this way, NVU try to be catalysts for invigorating an entrepreneurial spirit within big, successful firms that are vulnerable to lethargy.

New York-based Commodity Exchanges • **Nowojorskie giełdy towarowe** • The New York Board of Trade (NYBOT) is a large *futures* market in commodities, mostly agricultural products such as sugar, coffee, and orange juice, etc. The New York Mercantile Exchange (the "Merc") is the world's biggest market in energy and precious metals. The Merc has two divisions: the NYMEX specialises in futures and options on energy, platinum and palladium while the COMEX trades in gold, silver and copper.

Noise Trading (vernacular) • **Sztuczny tłok** (żargon) • A description of superfluous trading by naïve or uninformed investors. Informed investors presumably base their decisions on calculations of *intrinsic value* (also known as fundamental value). In contrast, the uninformed tend to display *herd behaviour* and "chase a trend" – if they see that certain shares have made high returns in the past, they will jump in and buy despite value being already fully priced into share prices (reference *efficient market hypothesis*). In this way, the uninformed

investors create lots of "noise" in the market – they cause extra volatility and unsustainable prices that tend to distract from the true "sound" of a smoothly operating market. In the meantime, the smarter, better-disciplined investors appreciate what's going on and try to exploit such naivety by buying and exiting before an inevitable correction (see *profit taking* and *greater fool theory*). Noise trading helps to explain why stock markets are prone to periodic crashes that should not occur if markets were in fact perfectly efficient.

Nominal Percentage Bond Price • Stopa nominalna obligacji • The price of a *bond* expressed as a percentage of its face or nominal value (i.e. the contractual amount owing at maturity). Because of *yield arbitrage*, bond prices seldom equal their face value whenever market interest rates differ from the bond's coupon rate. The convention in bond markets is to quote prices not in monetary terms but rather in the nominal percentage.

Nominee • Pełnomocnik • Someone nominated to represent another party. For example, a *stock broker* might be a nominee holding shares in its name on behalf of a client. This may be done to hide the identity of the client but more commonly for practical convenience to facilitate faster trading of a security. See also *bearer instruments*.

Non-Competition Covenant • Non-compete Clause • Klauzula o zakazie konkurencji • A contractual agreement by one party not to compete against the other, usually confined to a designated market, a set period of time and a geographical area. While such anti-competitive collusion would normally be illegal, it is permitted in the case of acquisitions since a buyer of a business does not want the vendor to turn around and set up shop next door. For the vendor, the reward associated with the "non-compete" is compensation for the opportunity cost of forgoing future income. Non-compete clauses are also often embedded in the employment contracts of high-level executives. Should the individual leave, they cannot work for the competition.

Non-executive Director • Członek rady nadzorczej niezatrudniony w przedsiębiorstwie • A member of a *board of directors* (or *supervisory* board in a European country) who is not on the staff of the company. In this way, he/she is likely to be more independent of the influence of *management* whom the director is meant to be exercising *oversight*. This is important in the fight against *crony capitalism*. A disadvantage of non-executive directors is that they may be less well informed about the business or not be particularly committed to the company in the absence of being a significant *stakeholder* in it.

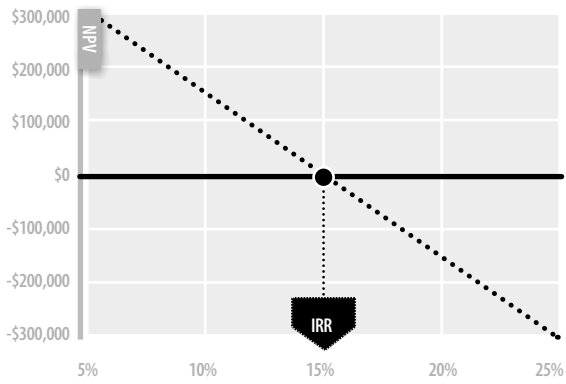
Non-executive directors have an important role to play in most best practice guidelines (e.g. the Combined Code in the UK) for *corporate governance*.

Notes (vernacular) • **Papiery dłużne** (żargon) • A reference to any debt obligation but most often in used to describe a government *treasury bill*. So we might say: "Yields [are] 2.5% for the two year note and 3.90% for the 10-year note" (reference "The Wall Street Journal" (Europe), May 19, 2008, p. 23). Word roots: short form for a *promissory note* (see *Compendium of Banking Terms in Polish & English*).

Notional Amount • **Kwota bazowa** • The amount specified in a *derivatives* contract. For example, a swap agreement could pay interest on the notional amount of $10 million; or, a futures contract could be for a notional amount of 100,000 barrels of oil. Notional is in contrast to the derivative's fair value which is a function of either market price for the derivative or the net present value of its forecasted cash flows. Typically, fair value is much less than the notional amount.

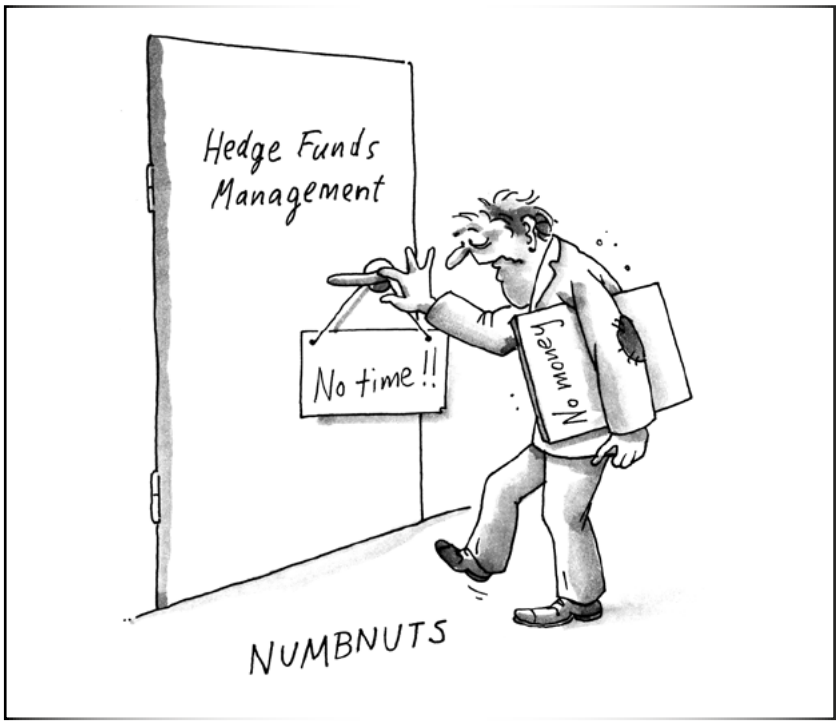
NPV ► Net Present Value.

NPV Profile • **Zależność NPV od stopy dyskonta** • A graphic presentation of the various combinations of a project's net present value with varying discount rates. As discount rates increase (reducing the value of future cash flows), the NPV will fall. The discount rate that takes the NPV to zero is its *internal rate of return*.



NPV Profile

Numbnuts (USA slang) • **Jelenie** (amerykański slang) • A *venture capitalist's* description of a company that does not merit any *due diligence* nor *oversight;* as in "no money; [therefore] no time". In street-level slang, 'numbnuts' refers to somebody who is incompetent, troublesome or a nuisance. Since venture capitalists are typically approached by many seekers of capital, they must be discriminating in their selection criteria in order to spot truly attractive potential opportunities. Attributable to Bob Zider in *How Venture Capital Works* in the "Harvard Business Review", November/December, 1998.



O

O • **O** • Fifth letter of a *NASDAQ* stock symbol specifying that it is the company's second class of preferred shares.

Odd Lot • **Niepełny pakiet** • A number of shares that is less than the norm or the minimum – typically the *round lot* of 100 shares – permitted by a stock exchange's trading rules. Odd lots are more costly to trade because of higher commissions. Because of the 100 share minimum, shares are often split so that they remain in a feasible price range (say $25–50 per share) for retail investors.

OFEX (UK) • **Rynek OFEX** (Wielka Brytania) • A facility allowing the trading in securities of unquoted companies, as in "off exchange". It is not regulated and is confined to transactions between stock exchange member firms.

Offering Circular • **Okólnik ofertowy** • The name given to a *prospectus* in Europe.



On Account Payments • **Płatność na poczet** • Payments to a *debt* that only partially extinguish the liability. In *trade credit*, this is normal for an ongoing relationship. Debtors will pay their oldest debts first, usually matched to invoice amounts.

On the Take (slang) • **Brać w łapę** (slang) • Any official in a business or government who is open to being *bribed*. Such people usually control something that someone else needs (e.g. a licence, waiver of a fine, purchase order) and are prepared to take *money under the table* in return for their co-operation. People are seldom bold enough to ask for money. Rather, they engage in behaviour (slow to act, excessively demanding, etc.) that signals, often rather subtly, an openness to accept a bribe. However, in the case of bureaucrats, they are often not on the take so much as inefficient and under-motivated to make things happen.



Online Bond Trading • **Internetowy handel obligacjami** • The use of the internet to link up *bond market* players, both borrowers and investors. For example, instead of distributing bond issues through *institutional investors*, a high profile issuer could use the internet to reach the retail market. Commissions and broker fees paid to intermediaries, typically investment banks, will diminish as a result. The potential benefits on online bond trading include greater

transparency, lower dealing costs and greater liquidity. Online bond trading has the same impact as disintermediation on commercial banking. To see an example of an online bond trading website, go to www.BondClick.com.

Open Account Selling Terms • Rachunek otwarty (zasady) • Shipping goods or providing services to a buyer who is allowed to pay for them later upon receipt of an *invoice*. The result is an *account receivable*. Open account is the way suppliers can provide *trade credit* to their customers. It is an implicit *contract*, based on a degree of trust in domestic customers and subject to *set-off* for disputes on the quality or quantity of goods delivered. Terms are quoted in a convention such as *2%10/ net30*. Contrast to *cash on delivery*. In the case of international trade, open account dealing is confined to those instances where the parties are comfortable with the commercial, credit and foreign exchange risks of dealing in another country. Otherwise, *documentary letters of credit* are used.

Open-end(ed) Investment Fund • Otwarty fundusz inwestycyjny • An investment fund that invests in a diversified portfolio of securities, expanding and contracting to the extent investors are prepared to simply leave their money with the fund. If more investors can be attracted, the fund will grow by expanding its portfolio. If investors want their money back, the fund will liquidate investments, redeem shares and shrink. In the meantime, the value of the shares of the fund is calculated based on the *net asset value* of the underlying investments. This contrasts to *closed end investment fund* that never has to redeem its shares. Open-end funds are appealing to investors who do not want to be exposed to the market risk of a traded security. However, selling pressure on share prices can arise from high levels of *redemptions* (i.e. if a large volume of investors want their money back, the resultant asset sales will tend to depress prices in the fund). As well, fund managers will not leverage open-ended fund assets with debt for fear of having to redeem assets. The yield-enhancing benefits of leverage are thus forgone. The most common open-ended fund is a *mutual fund*.

Open Interest • Otwarte pozycje • The number of outstanding contracts in a *futures* market that have not been exercised, closed out or allowed to expire. The total level of open interests in a market is an indicator of the popularity of contract and the market's liquidity.

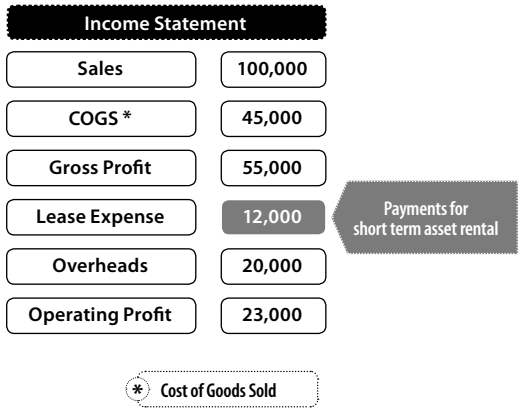
Open Market Bond Redemption • Wykup obligacji na otwartym rynku • Prepaying outstanding bonds that are traded in the market by purchasing them and then cancelling the liability. It will be undertaken in those instances

where a borrower has excess funds over and above its capital expenditure commitments and dividend payments. By prepaying debt, it will save interest payments in the future. As well, if debt is trading at lower market prices, it can capture arbitrage profit.

Open Outcry Trading • Giełda parkietowa • A method of trading in which traders (see *jackets*) are physically present in one place and communicate bids and offers verbally, typically by shouting. Open outcry trading is dramatic and colourful but is now old-fashioned given the availability of computer technology.

Operating Lease • Leasing operacyjny • A short-term, cancellable *lease* with a high *residual value*. *Accounting* treatment shows lease payments as an *expense* with the asset off balance sheet. Contrast to *financial lease*.

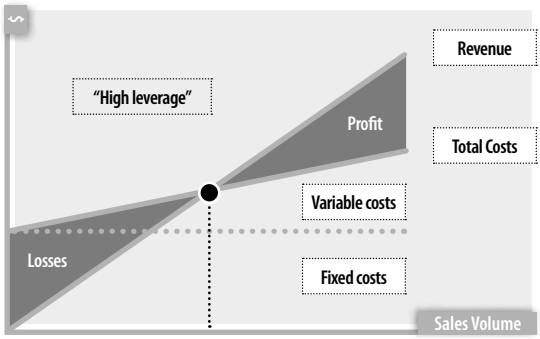
Operating Lease



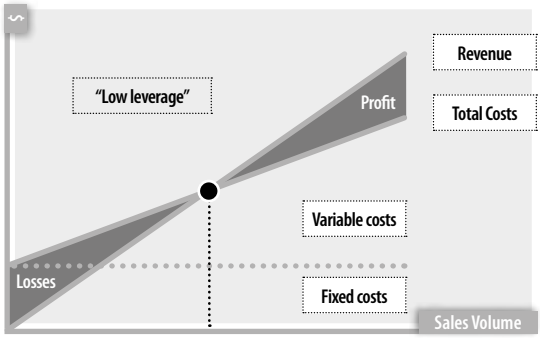
Operating Leverage • Dźwignia operacyjna • A cost structure with a high *fixed cost* component that will accentuate volatility in *profits* from a variation in *sales* volume. Operating leverage, similar to financial *leverage*, involves a *risk reward trade-off*. Investing in *fixed assets* and production capacity will often result in more efficient operations, reduce variable expenses and increase *contribution margin* per unit. However, total profits may be more *volatile* as a result, especially in a business that is sensitive to general economic conditions. Combined with the hazards of financial leverage, whereby debt obligations must be met to avoid *insolvency*, *defaults* and a threat to the *going concern*, excess

operating leverage can cause *financial distress*. See also *cost-volume-profit analysis* and *operating leverage effect*.

Operating Leverage



Operating Leverage



Operating Leverage Effect • **Efekt dźwigni operacyjnej** • A measure of the impact of *operating leverage* on net profits due to fluctuations in sales levels.

OLE	=	$\frac{\textit{Gross Profits}\text{ or }\textit{Contribution}}{\textit{Operating Profits}\text{ or }\textit{EBIT}}$

See also *financial leverage effect* and *total leverage effect*.

Optimal Leverage • **Optymalna dźwignia** • The amount of debt that will tend to minimize the overall *weighted average cost of capital*. Too little debt will deprive equity holders of the benefits of cheaper, after-tax debt capital that can enhance shareholder returns (albeit at the cost of greater volatility in returns caused by business volatility). Too much debt will burden a borrower with

heavy fixed charge payments which may lead to default and insolvency should cash flow shrink. Finding the right balance is a *capital structure* decision that involves considerations of the *risk-reward trade-off*, the leverage of competitive *peers*, market perceptions (see below) and, in the case of privately owned firms, the owner's attitude to risk.

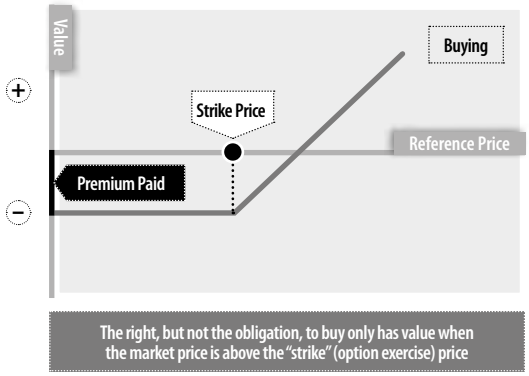
Less is More Optimal

Credit problems and scepticism about corporate earnings following a number of accounting scandals have made it tougher for companies to get access to capital markets and bank loans. Banks are able to charge higher spreads. The increased premiums are, in part, measuring uncertainty about the accuracy of borrowers' financial information. Concurrent with this, banks' definition of **'optimal leverage'** has changed, with many financial institutions feeling less confident about higher levels of leverage.

Excerpt from article *As Many Lenders Trim Activity…*

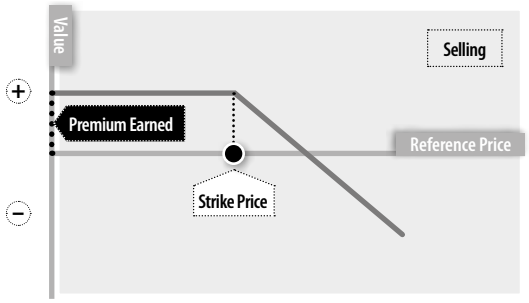
Option • **Opcja** • The right to buy (a call option) or to sell (a put option) a fixed quantity of a commodity currency or securities at a predetermined price (the "strike" or "exercise price") within a specific time period. If and when the right is exercised, the holder can reap a *capital gain* if the traded value of the security is in favour of the holder (i.e. for call options, market price > exercise price; for put options, market price < exercise price). In the meantime, options are said to be either *in the money* (i.e. having intrinsic value) or *out of the money* (i.e. having no intrinsic value). After their expiry date, options lose their value. Options are traded in markets and are used to either *hedge* or to *speculate*. Publicly traded options are further divided into "American" and "European" versions. An American option can be exercised at any time up to its expiry date (i.e. during an unspecified time period) while an European option can only be exercised at, or close to, its expiry date (i.e. at a specified period). Options have been around a long time but tended to be treated as speculative bets. The *Black-Sholes Option Pricing Model* revolutionized the option market by quantifying the value of an option in reasonably reliable terms. See also *derivatives*, *warrant, executive stock option*, *dilution, treasury stock method* and *shareholder value*.

Option: Call



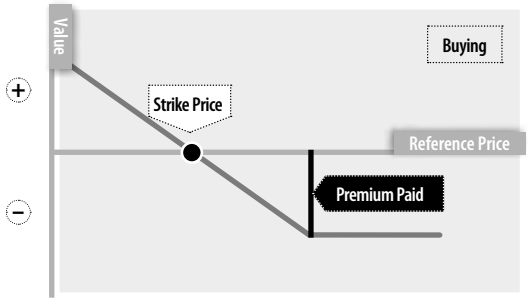
The right, but not the obligation, to buy only has value when the market price is above the "strike" (option exercise) price

Option: Call



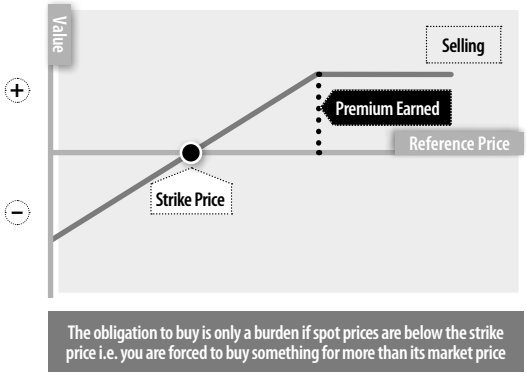
The obligation to sell is only a burden if spot prices are above the strike price i.e. You are forced to sell something for less than its market price

Option: Put



The right, but not the obligation, to sell has value when the market price is below the "strike" (option exercise) price

Option: Put



Order Backlog • **Zaległości w realizacji zamówień** • A seller's unfilled *purchase orders* from its customers. An order backlog represents near-term future *sales* in the "pipeline" and unmet demand for the seller's products or services. Besides being of some psychological comfort ("we have something to do tomorrow"), order backlogs are useful information for *cash flow forecasting*, production scheduling and *inventory* management. Investors will also be interested in backlog information, especially in *large ticket* capital goods of a project nature (e.g. a shipyard, airplane manufacturer or computer system vendor). An excessive order backlog can be a sign of a bottleneck and the need to undertake *capital expenditures* to expand output capacity.

Order-driven Trading • **Obrót (giełdowy) oparty na zleceniach** • A securities trading system which is able to reflect the actual level of demand and supply in the market. Buy and sell orders for securities are entered into a central computer system. Investors are then automatically matched according to the price and volume they entered. This is in contrast to a *quote-driven trading* system in which orders trade at prices set by a *market maker*. Order-driven trading is more price efficient although there can be less price certainty and liquidity in the absence of a market maker. Some trading systems are hybrids of quote-driven and order-driven systems.

Ordinary Share (UK) • **Akcja zwykła** (Wielka Brytania) • The term for shareholder's *equity* capital used in Britain. See *common stock*.

Organic Growth • **Wzrost organiczny** • Achieving growth in business activity levels by reinvestment and *capital expenditures* in fixed assets. Organic growth

tends to be gradual, less risky but limited by market and operational constraints. This is in contrast to the acquisition of another company.

Out of the Money • **Poza ceną** • A situation where the price of the underlying security is unfavourable to either a buyer or seller of an option depending whether it is a put or call. For example, a call option (i.e. the right to buy) on shares at $50 is "out of the money" if shares are trading at less than $50 since there is no intrinsic value in exercising (an investor would get the shares more cheaply by buying in the market). In contrast, if it was a put option (i.e. the right to sell) at $50 it would be "in the money" since the holder could always make money on the spread between the strike price and the market value of the security. See *In (and Out) of the Money*

Outfit (vernacular) • **Geszeft** (żargon) • An informal expression for any business enterprise, typically a small one that might not be that well respected.

Outsourcing • **Outsourcing** • The use of outside third parties to do internal functions. While this description could apply to any supplier of services, outsourcing typically involves processes that combine assets (typically computers), operating methods and people. The service provider is governed by contractual arrangements. Classic examples of outsourcing would be data processing or call centres. Outsourcing began with *backroom* or administrative functions. With advances in technology, it is being extended to any critical but non-core activity of a firm. Outsourcing is a strong trend. It is driven by many factors: IT advances (ability to perform tasks offsite), globalisation (to employ cheap but educated labour) and strategic (businesses want to focus on their core competency). Another basic advantage is specialisation: service providers can use *economies of scale* and *learning curve* effects to perform functions better than the efforts of isolated parties doing things on their own.

Spoken

So, if there is anything we cannot do more efficiently, cheaper, or better than our rivals, why do it? We should rather **hire someone** who will do the job better than us.

Henry Ford, 1923

Outstanding Shares • **Akcje wyemitowane** • Shares that have been both issued and are held by investors. Contrast with *treasury shares* that are issued but

not held by investors and *authorized shares* which are the maximum amount of shares, as determined by the *annual general meeting*, which can be issued. Outstanding shares times their per share price equals the stock's *market capitalisation*.

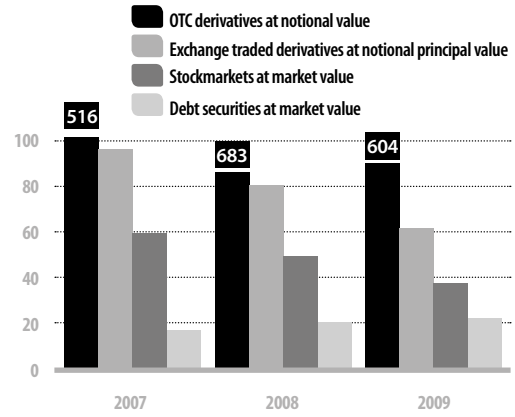
Overfunded • Przeinwestowanie • Generally refers to an excess of financial resources compared to future needs. For example, an overfunded *pension plan* has more assets invested than actuarial liabilities. The overfunded amount can either be treated as a "safety cushion" in the event that estimates on investment returns and/or future payouts prove to be overly optimistic or the overfunding can be seen as a "clear surplus" that could be safely withdrawn and redeployed elsewhere. This may or may not be feasible depending whether pension and labour regulations allow any surpluses to be withdrawn. Overfunding can also refer to a situation when a government issues more debt than it needs to fund its operating deficits.

Oversubscribed Share Issue • Nadsubskrypcja • An issue of securities where the demand by interested investors is greater than the number of shares being offered to the market. For example, if there are 500 applications for 100 shares, then the issue would be four times (500–100 = 400 *vs.* 100) oversubscribed. Oversubscription suggests that the issue price is too low and will likely rise once trading begins in the secondary market. Since the issuer does not get the benefit of such higher share prices, an oversubscription can be an *underwriting* issue. While a modest amount of excess demand will help raise capital, an excessive amount makes it costlier than it need be. Oversubscription can also describe a share buyback or take-over attempt in which more securities are offered for sale than the purchaser has agreed to buy. The purchaser may then decide to buy the additional securities or may buy the agreed upon number on a pro rata basis.

Over-The-Counter Market • OTC Market • Pozagiełdowy rynek papierów wartościowych • The private trading of *securities* and *financial instruments* that occurs between two counterparties without being transacted through publicly traded markets. The words roots come from the early 19th century American practice of conducting such transactions across a bank counter. The largest OTC market is the USA's *NASDAQ*. OTC trades are typically for amounts that are either too big or specialised for there to be enough buyers and sellers for an open bid and ask auction process. The absence of investor protection from a regulated exchange means that most OTC players are large, well-informed institutions. Valuation is subjective since there is an

absence of a liquidity to allow a *mark-to-market* valuation. In the case of *derivatives*, valuation is sometimes done through the use of *proprietary models*. Compare to *unlisted securities*.

Over-the-Counter Market
$ trillions



Source: "The Economist", 14.11.2009, p. 89/Bank of International Settlements

Overweight Investment Holdings • Przeważanie aktywów w portfelu •
Any investment in a particular asset class, security or category that is greater than a benchmark used to assess performance. For example, a *mutual fund* may proclaim to have a long run target of a certain mix of industries. But because of its *bullish* outlook on a certain sector, it will choose to surpass a limit or "weight" as in proportion. Underweighting reflects a bearish sentiment. By definition, *index funds* should be neither overweighted nor underweighted.

Owner Withdrawals • **Wycofanie kapitału** • The return of *capital* to its owner in a sole *proprietorship*. It is equivalent to *dividend* for a limited company. In the case of small, family owned businesses, owner withdrawals are often needed to support the owner's lifestyle.



P

P • **P** • A short form symbol used in stock transaction tables of the financial press to indicate one of the following:

- A NASDAQ stock symbol specifying that it is the company's first class of *preferred shares*.
- When used in the dividend column, it indicates an initial dividend: e.g. .50p.
- When used in mutual fund table, it indicates that a distribution cost is charged.

Paper (vernacular) • **Papier** (żargon) • An informal reference to any financial security but typically a traded security such as *money market* instruments (e.g. *treasury bills, commercial paper*). We might say: "they only invest in investment grade paper". The reference comes from the traditional role of paper documents in substantiating the existence of a security (contrast to *dematerialization*). Other common financial phrases using the term paper would include "the paper chase", hip hop lingo for the frenetic pursuit of money and "it's not worth the paper it's written on", a pejorative reference to something of very low value. See also *paper money* in the *Compendium of Banking Terms in Polish & English*.



Par Value • Wartość nominalna • The nominal or face value of a security. In the case of equity shares, par value is formally representing a minimum subscription amount that shareholders would commit to in the event shares were only *partly paid*. In the case of fully paid shares, par will typically be well below a stock's traded market value.

Paradox of Infrastructure Investment • Paradoks inwestowania w infrastrukturę • A break down of the *risk-reward trade-off* principle. Traditionally, project financing used higher target investment yields to compensate for the higher levels of sovereign or political risk in foreign places. This is the classic way risk can be tolerated. However, this approach may actually result in an increase in sovereign risk if there is a public backlash against excess profits, especially in public finance initiatives such as public infrastructure assets. Examples include Enron's Dabhol power project in India and Calpine's electrical generation projects in California. Government officials resented earned profits ex poste even though the promise of them ex ante was necessary to attract investment. In such instances, it may be better to find other structuring techniques, such as risk-sharing or involvement by multinational financial agencies, than seek a higher level of profit to compensate for risk.

Pareto Principle • The "80/20" Rule • Zasada Pareto • Zasada "80/20" • The concept that the bulk, e.g. 80%, of significant information, activities or occurrences are typically concentrated in a relatively small, e.g. 20%, portion or subset of the overall group. Pareto is the analyst's friend: you can get to the guts/heart/bottom line/nub of an issue or problem by focusing on some key variables. Furthermore, "paralysis by analysis" – mediocre incremental insights –

may often result from excessive *number crunching*. The financial analyst's Pareto for a company might look like this:

Pareto Analysis		
Criteria	**Concern**	**Test**
Liquidity	ability to service current debt	W/C ratio
Solvency	ability to service term debt	C.F. coverage
Leverage	degree of financial risk	D/E ratio
Profitability	competitive viability in market	R.O.E.

While these few tests will hardly give a comprehensive picture of an enterprise's overall financial situation, for many situations (e.g. a banker's concern of getting debt repaid), they are a useful focus point.

Use With Care

The **80/20 Rule** is a common signature of a power law – actually how it all started, Vilfredo Pareto made the observation that 80 percent of the land in Italy was owned by 20% of the people… As far as axioms go, this one wasn't phrased to impress you the most: it could easily be called the 50/01 Rule, that is, 50 percent of the work comes from 1% of the workers… The 80/20 Rule is [therefore] only metaphorical; it is not even a rule, even less a rigid law… [That said], in some situations you may have a concentration, of the 80/20 type, with very predictable and tractable properties, which enables clear decision making, because you can identify beforehand where the meaningful 20% are.

Nassim Nicholas Taleb *The Black Swan*, 2007, p. 235

Particle Finance (analogy) • **Finansowanie cząstkowe** • The notion that every form of risk can be isolated into distinctive components (e.g. "particles") that can be then be sold to various buyers with a matching risk appetite. The *financial engineering* idea was first articulated by Bankers Trust (now part of Deutsche Bank), an early innovator in the field of *risk management*.

Partitioned Debt • **Dług rozdzielony** • Debt that can be split into separate units, such as a $1,000 *bond*. Each bond represents a fraction of the total sum

borrowed. In this way, the debt can be traded in the marketplace with smaller investors being able to participate in supplying capital.

Partly Paid Shares • Akcje częściowo opłacone • Common equity shares that have not been fully paid for by shareholders. Shareholders are obliged to top up any differences between paid amounts and the share's *par value*. This could occur either because the company chooses to "call" for more capital or, in the event of bankruptcy, creditors could insist on the top-up.

Partnership • Spółka (osobowa) • A form of business unit owned by at least two individuals. Partnerships are easy to set up and avoid the formalities of incorporation. Under many *corporate laws*, partnerships do not have a distinct legal status. Therefore, *contracts* with third parties must be entered into with each individual member. Liabilities are also generally joint and several: each partner is responsible for the other's debts. An exception is limited liability partnerships. Partnerships are common in small businesses and in the professions. At one time they were also found in finance such as *merchant banks* where collective decision-making was the norm. They are practical and effective when individuals both trust one another and can work together harmoniously as a unit. Contrast to *sole proprietorship* and *joint stock company*.

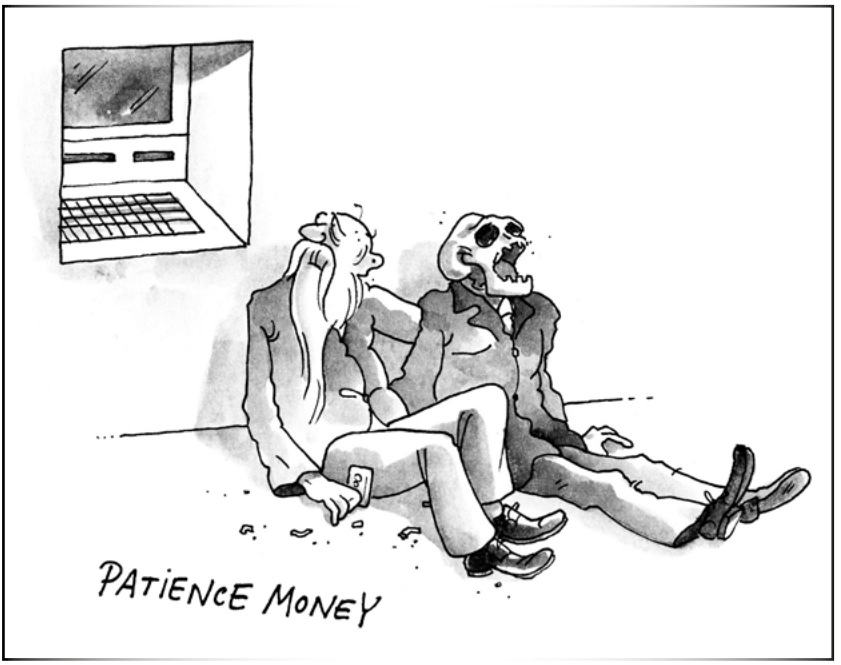
The Spirit of Partnership

No firm, to my knowledge, has been really successful where there is absent a spirit of comradeship, of mutual trust and warm understanding, and I'll go so far as to say that Coleridge's lovely line: 'Friendship is a sheltering tree' should be printed at the head of every **partnership** deed.

W.S. Hill-Reid, *Letters from a Bank Parlour*, 1953

Past Performance Is No Guarantee of Future Returns • Dotychczasowe wyniki nie są gwarancją przyszłych zysków • A caveat often attached to retail financial products, such as *mutual funds*, etc., warning buyers not to have unrealistic, naive expectations about investment returns. Apart from being standard *boilerplate* to shield product sellers against consumer claims, it also reflects the truth of the *efficient market hypothesis* that future expectations are already incorporated into current share prices. See also *black swan*.

Patience Money (vernacular) • **Cierpliwy kapitał** (żargon) • Any source of capital that is prepared to wait for long run returns as opposed to insisting on either the contractual certainty of a debt obligation or the short-termism of immediate results. Examples of patience money would be an owner-manager SME or private equity. In business, patience is likely a question of balance. While patience indeed "is a virtue", there is the contrary consideration of: "if not now, when?".



Patsy (slang) • **Frajer** (slang) • The naïve "sucker" in any game, including investing, who tends to be the consistent loser, perhaps even without realising it. The notion suggests a zero sum game in which a "loser" must exist for every "winner". In the case of financial markets, the role of patsy might arise in being on the wrong side of a *speculative* play. Or, it might arise from naive or greedy behaviour such as investing on a hot but uninformed tip. Finally, following the herd may make patsies of many (see *greater fool theory*). It is worth remembering that losing, in itself, does not necessarily make patsies out of all of us. A dynamic market economy is not necessarily a zero sum game. Economic welfare for all can be boosted, at least in the long run, via the more efficient allocation of capital that often accompanies money being lost.



Wake Up!

If you've been in the poker game for 30 minutes and you don't know who the patsy is, you're the **patsy**.

Attributed to Warren Buffett
"The Economist", June 2, 2007, p. 68

Pay • **Płacić** • To give money to somebody in exchange for a product or service. In English, we'll hear several related terms. "Pay day" means when salaries are paid. A "payroll" refers to a list of people to be paid. The term "payoff" means taking one's winnings or, in a more sinister mode, the giving of a bribe as in "they gave the official a payoff to get the licence". The term "pay-up" means it's time to come clean and fulfil your obligations after shirking them. Word roots: from the Latin noun "pax" = peace and then the Latin verb "pacare" = to appease and then in French "paiement" and English to the notion of pacifying a creditor.

Appeasement

The waiter was at the table.
What does the gentleman wish?"
"To **pay**", Yasha said.
His words seemed ambiguous – as if he had intended saying: to pay for my deceitful life.

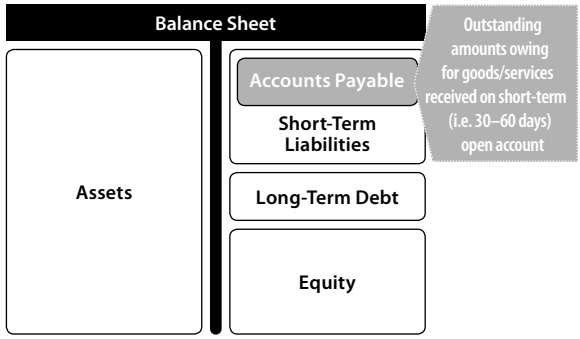
Isaac Singer, *The Magician of Lublin*

Payables • Accounts Payable • Zobowiązania z tytułu dostaw i usług • A *balance sheet liability* showing amounts owing to *trade creditors* for goods and services provided on *credit* or on *open account*. As a source of *spontaneous financing*, payables behave like an unsecured *revolving line of credit* tied to the amount of goods or services received by an enterprise. So long as payment terms (typically 30 to 60 days after receipt of goods or services) are kept up to date, suppliers will continue to extend credit, subject to their own internally established credit limits for buyers. Along with bank debt and *working capital*, payables are an important component of *current asset* financing. When looking at the status of a company's payables, a financial analyst might focus on the following issues:

- is there excessive reliance on certain suppliers or their generous terms which could leave a company vulnerable if their support was suddenly withdrawn?
- are obligations paid on time, giving the debtor an acceptable reputation in the industry?
- are there any unpaid, overdue creditors who might petition the company into *bankruptcy*?
- do any of the suppliers have a security interest in the company's assets to the detriment of other lenders such as bank's *collateral* position?
- do the disbursements through the company's bank account tie to the payables thus confirming that the *aged* payables list is complete?
- does the company take advantage of trade discounts (i.e. reduced prices for paying early)?

The payment of cash to satisfy payables is often made by drawing down on a bank's *line of credit*. See also *purchasing function*.

Payables (Accounts Payable)



The Police

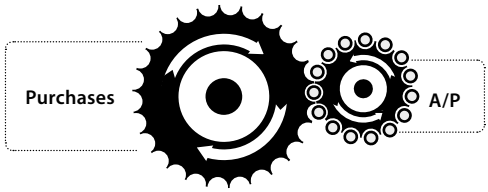
Normally the bank has been the policeman… now **trade creditors** are becoming the real fulcrum. [For example], where most of the automotive suppliers have gone into bankruptcy it hasn't been because of [bank] covenants, it's been because they lost their trade credit. That's more dangerous for the company because you get no warning when your trade credit is cut off. They just stop.

Wilbur Ross, corporate turnaround specialist
quoted in the "Financial Times", May 2, 2008, p. 12

Payables Turnover • **Wskaźnik obrotu zobowiązań** • The relationship between a *payables* (also known as "accounts payable") balance at any one time and the volumes – typically *purchases* – that flow through that account. The smaller the outstanding payables compared to annual purchase volumes, the higher the turnover and, by inference, the faster suppliers are being paid. In a *solvent* company, *supplier credit* will not be overused. This would be reflected in payables turnover of typically around 10–12x per year. In cases where information on purchase volumes is not available, payables turnover may be calculated using cost of goods sold. Compare to *receivables turnover*.

Payables Turnover

Formula = Purchases / Average A/P



Meaning: the speed at which trade debt is paid

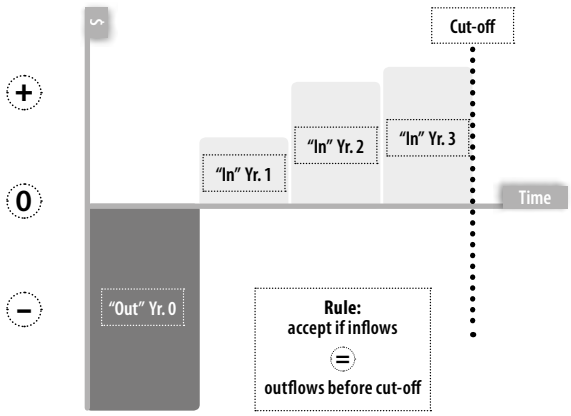
Payback Method • **Metoda okresu zwrotu inwestycji** • The length of time required for a future stream of cash from an investment to match the amount of the original *outlay*. Payback will be calculated this way:

Payback: Formula			
Payback = # Yrs. Before + Unrecovered Cost x 1 yr. # Years Full Recovery CF during next yr.			
Payback: Example			
Flows Per Year	**Cumulative Amount**	**Cumulative Years**	
– 6,000	– 6,000	0	
+ 1,000	– 5,000	1.0	
+ 2,000	– 3,000	2.0	
+ 2,000	– 1,000	3.0	
(1/2 yr) + 1,000	0	3.5	**= Payback**
(1/2 yr) + 1,000	+ 1,000	4.0	
+ 2,000	+ 3,000	5.0	
+ 2,000	+ 5,000	6.0	

Payback is an old fashioned, but still popular, method used in *capital budgeting* decisions. A company can set a maximum payback period (say, 2–3 years) and accept all projects with a payback of less than this threshold. The "break-even" approach of payback has simplicity in its favour. However, payback is fundamentally flawed because it ignores both the time value of money and cash flows which could occur past the minimum payback threshold. As well, the cut-off is

inherently arbitrary. For these reasons, payback is diminishing in use. However, in cases of financial distress, payback can make sense since it is equivalent to the net *present value calculation* at very high discount rates. See also *internal rate of return*.

Payback Method



Payback Method
Surveyed usage in practice

	USA	CANADA	JAPAN	AUSTRALIA	BRITAIN
Payback	59%	50%	52%	61%	76%

While not the theoretical best criteria for capital expenditure decisions, it is the most popular because of its simplicity & prudence

Source: Ch. Horngren et al. *Cost Accounting*, 2003

Payment-in-Kind Bonds • **Obligacje spłacane w formie niepieniężnej** • A bond that allows borrowers the option to repay obligations with the issuance of more securities. Prior to the credit crunch of 2008, aggressive lenders were sometimes prepared to make such risky loans in return for richer yields.

Payment on Account • **Płatność na rachunek** • A cash receipt paid against an outstanding trade credit on *open account*. The payment, which is tied to specific outstanding invoices, is typically for the oldest outstanding invoices. It will often reduce, but not necessarily eliminate, a revolving amount of debt. Payments on account keep outstanding *payables* "fresh" and will usually qualify the debtor for a repeat extension of credit. A payment on account can also be in advance of receiving goods/services in which case it is a *deposit*. See also *payables*.

Pecking Order Theory of Capital Structure • Kolejność dziobania (w strukturze kapitału) • Teoria „hierarchii" struktury kapitałowej • The notion that there is an order of preference amongst the various sources of long term capital. Companies will tend to chose accordingly and only resort to relatively more expensive equity if they are either overleveraged (i.e. undercapitalized) or well positioned (i.e. facing lucrative project opportunities).

Rank	Source	Rationale
1	Retained Earnings	◆ No issue costs; no third party involvement; quick
2	Debt	◆ Low coupon; tax sheltered cost; quick; maturity matching
3	New Equity	◆ High capital cost; issuance costs; dilutive; takes time

The above pecking order is subject to maintaining an optimum capital structure that minimizes the *weighted average cost of capital* which in turn reflects the trade-off between low-cost debt and the disadvantages debt imposes from increasing insolvency risk.

Peer Analysis • Peer Review • Analiza porównawcza • A *financial analysis* technique that compares *financial ratios* amongst peers. Since peers are sharing the same production techniques, market conditions and commercial risks, we would expect their financial structure and performance to have a *regression towards a mean*. Thus peers provide a *benchmark* to assess a company. Material differences can provide insights (e.g. highlighting differences in strategy, management, results) into the *performance* and strength of an enterprise.

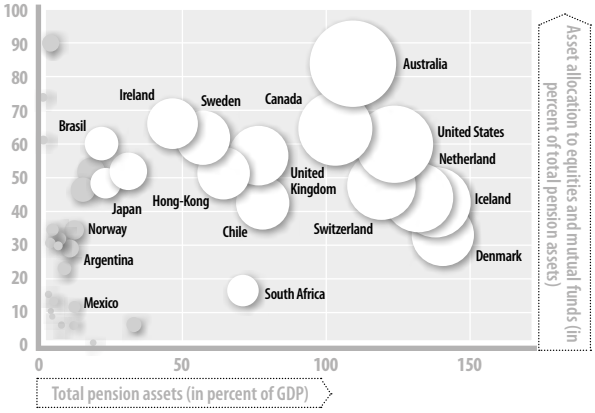
PEG Ratio • Price-Earnings-Growth Ratio • Wskaźnik PEG • Wskaźnik wzrostowy ceny do zysku • A *stock market ratio* calculated by taking the *price-earnings ratio* and dividing it by the earning's expected growth rate. For broad indices such as the Standard & Poor 500 Index, the aggregate PEG is typically about 2–2.5 (e.g. 2.1 in 2006; reference "Fortune" (Europe), June 25, 2007, p. 33).

PEG Ratio	
Formula =	$\frac{\text{Price/Earnings Ratio x 1/100}}{\text{Earnings Growth Rate – \%/yr}}$
Example =	$\frac{15 \text{ x } 1/100}{.08}$
S&P =	2–2.5

Penny Stock • **Microcap Stocks** (English vernacular) • **Akcje groszowe** (angielski żargon) • Any low-priced stock or equity share that typically sells for less than one dollar per share or which has a low, "microcap" market capitalisation (say, less than $100 million). It might be offered by companies with good growth prospects but limited assets and a short operating history (see *Alternative Investment Market*). Trading volumes tend to be limited to *over-the-counter* transactions with high (e.g. +10%) bid-offer spreads. As well, such stocks are often outside the scope of regulatory disclosure requirements. While penny stocks may have some legitimacy, their cheap price ($1,000 buys a lot of shares) – and high upside (a 5 cent rise on a 10 cent stock is a 50% return) – often makes them attractive to naïve or greedy investors looking for a quick and easy profit. All of these forces conspire to make penny stocks highly speculative and volatile. Even worse, penny stocks are often utilised in frauds such as "pump and dump" schemes, these days often using the internet. Another way penny stocks arise is from the financial distress of previously sound companies (see *fallen angel*). If a stock falls below a dollar, it usually passes a psychological tipping point.

Pension • **Emerytura** • An *annuity* paid to finance living costs during a person's retirement years. The money may come from the government (the so-called welfare state's social security safety net), one's employer or through private savings (see *pension funds*). Depending upon the gap between retirement (say age 60–65) and life expectancy (say, 75–85 yrs), as well as lifestyle, a pension will consume a large portion of a worker's life-time earnings. That said, life-cycle consumption patterns usually mean that one's needs in the "sunset years" can be relatively modest, although health care costs in old age can be expensive. A combination of increases in life expectancy and the fiscal constraints of government pensions make the need to build a nest egg an important planning issue in *personal finances* for most people. For what it feels like, see the figure on p. 226 (Permission granted by Brian Gable, The Globe & Mail Newspaper). Word roots: from the Latin "pensio" = payment; evolved to idea of payments to government employees and soldiers in the 16th century.

Pensions: Amount & Asset Allocation
Pension plan assets by country, end 2007



Source: OECD Global Pension Database; and IMF staff estimates.

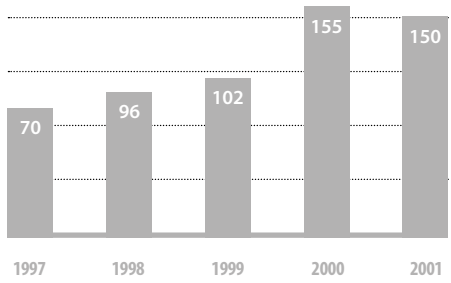
Pension Fund Guarantee Agencies • Agencje gwarancyjne funduszy emerytalnych • Governmental, or quasi-governmental, agencies (e.g. the USA's Pension Benefit Guaranty Corporation) that insure companies' defined-benefit pension plans against deficits between *pension fund* assets and pension plan liabilities that are immediately realised when companies go *bankrupt*. In exchange for a fee (akin to an insurance premium), the guarantee makes pension fund liabilities free of default risk. In the meantime, solvent companies are obliged to top up unfunded liabilities. Agencies are generally self-sustaining but are in turn backed by the governments. They often have large payouts in recessionary times when businesses fail and/or there are lower yields in the market (not only are pension fund assets worth less but the *net present value* of future payouts increases as the assumed *discount rate* is reduced).

Pension Funds • Fundusze emerytalne • Money set aside and invested to fund the future pension payment obligations of a *pension plan*. Pension funds can be set up by governments, employers or individuals. They have two key attributes. First, since the investment holding time horizon is long (say 25–45 years), pension funds can afford to be *patience money* deploying investments in long-term *asset classes* such as the equity market or commercial real estate. Second, despite their long-term horizon, pension funds are seldom speculative. Investments are typically *investment grade* since beneficiaries are counting on payouts from a pension fund to carry them through retirement, a time when most people are highly dependent on their savings. While private individuals can always consistently save for retirement, a "pension fund" connotes a more formalized

structure. Thus while legal ownership of a pension fund may lie with savers, monies are usually held in *trust* under the *asset management* services of financial institutions who typically must comply with *fiduciary* laws and comply with regulatory oversight. Additionally, transparency standards are typically high because of the "mission-critical" nature of a pension fund. Pension funds are a large portion of an economy's savings pool and as such are major players in the *capital markets*. As powerful institutional investors run by professional advisors, pension funds are also often assertive advocates of *shareholder rights* (see *public sector pension funds*). A combination of population growth, increased life expectancy and prosperity means there is a long-term secular trend towards pension fund growth. Indeed, since life expectancy during one's "sunset" years can be, say, one half of total workforce participation (i.e. work from age 25 to 65 = 40 years versus live from age 65 to 85), consistent saving into a pension fund is a vitally important aspect of *personal finance*.

Pension Income (Corporate) • Dochód z emerytury (podejście korporacji) • Excess earnings in a *pension fund* that are transferred to the plan's corporate sponsors. When *stock market* performance is strong, many *pension plans* are "over-funded" (i.e. they hold more assets than are expected to be paid out based on actuarial estimates). Depending on what is permitted by law, such excesses can be recouped by the plan sponsor. Despite a pension fund being legally owned by its beneficiaries, stock market gains reduce future contributions by the employer. According to one estimate, 12% of the earnings growth shown by companies in the Standard & Poor's 500-stock index was attributable to pension income (reference: "International Herald Tribune", *Pension gains count, losses don't*, November 15, 2002, p. 11).

Pension Income

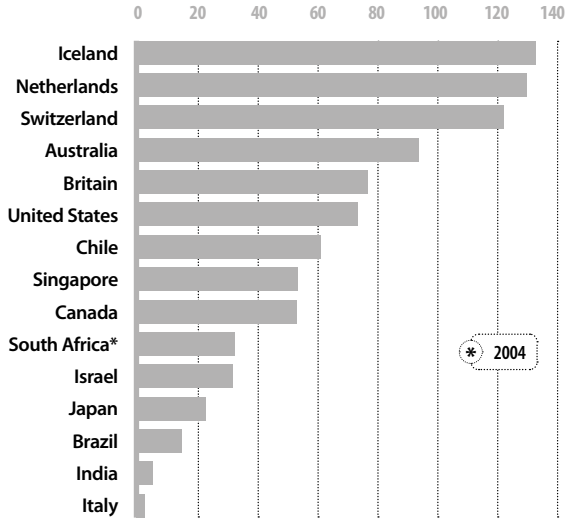


Source: Credit Suisse First Boston/"New York Times"/"International Herald Tribune", 15.11.2002, p. 11

When markets perform poorly, the reverse occurs and "under-funded" plans must be topped by greater contributions. Depending on accounting standards, both pension fund income and losses are taken directly from a sponsor's *retained earnings* and thus do not flow through the income statement. Details about the status of pension fund income or top up costs are detailed in footnotes and management discussion and analysis.

Pension Plans • Systemy świadczeń emerytalnych • Any formal long-term savings plan to pay a *pension* upon one's retirement. Plans come in many guises. Governments typically provide "pay-as-you-go" plans by paying out of tax-base revenues. In effect, the younger generation carries the older. In the case of employers, pension plans are an add-on to employee costs that are incurred for the sake of fostering greater staff loyalty ("I'd like to quit but I'd lose my benefits"). A basic distinction is between a "defined-contribution" pension plan that specifies contributions (which can be by the employer or jointly with the employee). The amount of payout is entirely a function of how much has accumulated, both as a result of cumulative contributions and investment performance, in a *pension fund*. By definition, such plans are fully funded (i.e. there are no associated liabilities or surpluses). "Defined benefit plans" have specific payout amounts often based on a formula linked to years of service and salary at retirement.

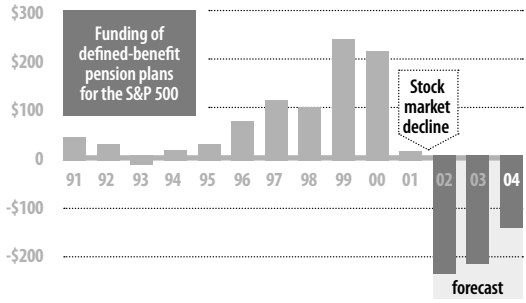
Pension Plans
Pension funds.
Assets as % of GDP,
2006



Source: OECD

Such plans typically result in either a surplus or deficit based on the difference between the net present value of future payouts and the value of money set aside in the pension fund (i.e. such plans are not necessarily match funded). Measuring the true cost of a defined benefit pension presents complex accounting issues since both the future payouts and future performance of a pension fund must be estimated. Another important aspect of employer-sponsored pension funds is "portability", the ability for the employer to take a share of pension benefits with them should they leave before retirement. As well, there is an element of "forced savings" in most pension schemes since people are not naturally inclined to plan so far ahead. A combination of forces (e.g. labour mobility, government fiscal constraints, and cost-cutting by employers) is tending to encourage the greater use of private pension plans.

Pension Plans: Funding
$ billions



Source: "Fortune", 09.12.2002, p. 55/Credit Suisse First Boston

Pension Savings Plans, Government • Emerytalne, państwowe programy oszczędnościowe • Formalized plans, often encouraged by a government's personal income tax breaks, which encourage individuals to save for their future retirement from the work force. While there are many variations and descriptions (e.g. USA: "Independent Retirement Account" or "401k Plans" or "Keogh plan"; UK: "Pension Equity Plan"; Canada: "Registered Retirement Savings Plan"), their essential feature is to promote financial self-sufficiency in order to relieve employers and governments of the burden of supporting the increasing portion of the population who are superannuated. Another factor is job switching in the labour market: employees prefer "portable" pensions that do not tie them to one employer. Finally, as individuals become more confident of their investing skills, they want to be "empowered" by making their own portfolio decisions. To the financial services industry, pension plans represent a significant opportunity for *mutual funds, asset management* and *financial advisory* services.

Peppercorn Rent (slang) • **Symboliczny czynsz** (slang) • Very low, nominal rent (e.g. equivalent in value to a few peppercorns). The term is used to describe the rental payments that may be charged at the end of a long term *lease's* "primary" rental period during the economic life of the asset. Having recovered the capital cost of the asset and having earned a suitable finance return, a lessor is often content to practically give away the asset to the lessee.



Performance (Financial) • **Financial Performance Indicators** • **Wyniki działalności (finansowe)** • **Wskaźniki wyników finansowych** • The efficiency and fulfilment of the intended profit-motivated purpose of commercial enterprises. This is a combination of objectives which seeks to maximize *profitability* in the long run. In every day operational terms, it includes the multiple objectives to yield an attractive return to *shareholders*, to increase market share, to minimize *risk* (or *volatility* of *earnings*) and to be *solvent*. While performance criteria are not absolute, there are enough universal traits, or *benchmarks*, to identify strong financial performance in a competitive market economy (see table p. 231).

In a competitive economy with scarce capital and demanding *stakeholders*, an enterprise must have sufficient performance to thrive in the long run. A basic job of *management* is delivering the performance that the market is looking for.

How Are They Doing?	
Measure	**Criteria**
Liquidity	◆ Sufficient cash or working capital to pay obligations as they come due
Profits	◆ Return on equity, net of taxes, greater than 20% *real*
Leverage	◆ Debt to equity less than 50%; access to credit; favourable *credit ratings*
Growth	◆ *Revenue* growth rate +5% and/or increasing market share vs. competitors
Risk	◆ Ability to avoid losses/maintain profitability in a *recession*; consistent earnings

Flurry of Ideas

One characteristic of today's business climate is a seemingly endless stream of advice about shortcuts that promise to create value without much hard work. In just the past few years, executives have been exposed to value-based management (VBM); economic value added (EVA), also known as economic profit; the balance scorecard; cash flow return on investment (CFROI); and a flurry of other performance measures. More recently, intangibles such as brands and knowledge have captured attention. Most of these ideas are good, and largely common sense, but not one of them is perfect. And certainly none of them is a magic bullet that would make improving a company's **performance** easy.

"The McKinsey Quarterly", 2002 Special Edition, p. 105

Performance Standards (Business) • **Cele wynikowe** • The internal targets set as operating goals of an enterprise. The *capital market* sets its own external targets through a process of competition. A company has to at least earn its *cost of capital* in order to have *access to capital*. To achieve results, *management accounting* must employ *planning and control*. This, in turn, requires that there be quantitative goal setting. Performance goals can be strategic ("to be a market leader"), operational ("to have capacity utilisation of X%") or financial ("to earn a rate of return"). They can apply to the whole company („return on equity"), a division ("return on capital employed"), a *responsibility centre* (*budget*) or products (*standard costs*).

Acting Smaller to Win

Maclean's: Canada is the land of the small and medium company. What are the principles you have espoused that translate to running a company of any size?
Welch: Dealing with the best team wins. The whole idea – whether it's a hockey team, a baseball team or a business – is the same: if you have the best team, you win. That's real for a company of any size. You can't settle for less. You've got to have an operating mechanism and a set of values. Our values were, find a better way. If you come up with some idea and you shared it and you got it to other people, you were a hero. You've got to have **performance standards** and you've got to make them clear and visible. We tried every day to be a corner grocery store. We tried every day to be informal. We tried every day to act smaller.

Jack Welch, former CEO of General Electric Co.
Quoted in "Maclean's Magazine", November 5, 2001, p. 43

Perp (Perpetrator) Walks • **Prowadzenie przestępcy** • A dramatic arrest of a corporate white-collar suspect at the business's premises, followed by a humiliating walk past colleagues, often in handcuffs, to an awaiting police car. The parade past the media cameras, usually tipped in advance, also makes for a spicy story. Perp walks became more common after the Enron scandal and are arranged more for their public impact ("See how crime does not pay!") than practical necessity or respect for defendant's rights (People could be arrested at home or would most likely appear in court voluntarily).

Run the Gauntlet

Prosecutors hungry for publicity are subjecting billionaire suspects to **"perp walks"** in handcuffs before cameras. But few of the supposed watchdogs and gatekeepers deal with the market's structural weaknesses that go beyond ethical blindness and outright fraud.

William Safire, *Starting to rein in clandestine speculators* in the "International Herald Tribune", September 6, 2002, p. 8



Perpetuity • Perpetual • Obligacja wieczysta • A *bond* that never repays its *principal*. But it does promise to pay an interest rate forever, which makes up for the deficiency. Only trusted governments, such as her Britannic Majesty's, can get away with issuing them. The value of a perpetual instrument is an *annuity* cash flow that goes to infinity. See also *consol* and *gilt security*.

Present Value =	$\frac{\text{Interest Coupon}}{\text{Market interest rate}}$

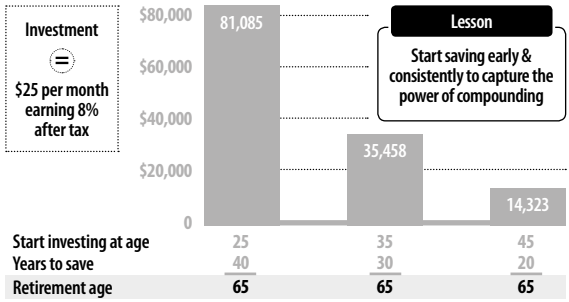
Personal Finances • Finanse osobiste • How we spend or save our personal earnings over a lifetime. Most people are tempted to simply spend what they earn. It takes discipline to save for the future. People's expenditures will usually fit into a life cycle pattern where they spend the most (often incurring debt) in the earlier periods for their education, purchasing a home and "big ticket" consumption. Then, as they approach retirement, people start to accumulate resources for their "sunset years". Most people want to maximize overall lifetime consumption (since "you cannot take it with you") although they often build up estates for their spouses and children. The trick is to "enjoy life while you can" but don't run out of money when you're old and vulnerable. Like managing an enterprise, personal finances should be consciously pursued. Some basic, common-sense rules might include the following:

With a tendency for less state-sponsored safety nets and longer life expectancy, people need to look out for themselves by planning early and being more self-reliant. One of the most common pitfalls in personal finance is not starting to save early enough. It's better to save something, no matter how modest, out of every pay than try to save more later on. This is because the *power of compounding*

works best over longer periods of time, especially since staying power allows you to put money to work in the stock market where the returns are highest and where much of the volatility disappears over the long run. See also *life cycle investing* and *investment sins*.

Personal Finance Guidelines		
Focus	**Rule**	**Why?**
Liquidity	Have a buffer for emergencies	Don't dip into long term savings
Savings Plan	Always save a % of earnings	Discipline is easier in small doses
Protection	Insure debts and dependents	Life is full of surprises; don't gamble
Investing	Maximise an equity portfolio	The best long run returns are in stocks
Investing	Own your own home	Proven returns & psychic benefits
Diversification	Use index or mutual funds	Avoid bets & its easier to decide
Tax Burden	Exploit any tax exemptions	Get help from the government
Risk-taking	Life cycle investing	Reduce risk as you approach retirement

Personal Finance



Source: Bank of Nova Scotia, *How to start investing*, 2001

Petty Cash • **Kasa podręczna** • A small store of cash, in banknotes and coin, kept outside the bank for the convenience of on-the-spot disbursements (from old English "pety", derived from French for "petit" = small).

Pick-Up Bond (vernacular) • **Obligacje typu „pick-up"** (żargon) • A *callable* bond with a high interest rate and whose callable date is in the near future. Any decrease in market interest rates will usually trigger an early redemption as the bond's issuer takes advantage of cheaper rates by refinancing the more expensive debt. This in turn means that the holder of such a bond will likely receive a redemption *premium*.

Piece of the Action (slang) • **Szybka akcja** (slang) • An opportunity for commercial gain; participation in an investment play or simply a chance to join in the stimulus of business life. So we might say: "Venture capital may be provided by investment institutions, or by wealthy individuals who are prepared to back an untried company in return for a piece of the action." (quoted in: *Principles of Corporate Finance*, 6th Edition, by R. Brealey & S. Myers, Chapter 15, p. 405). The idea of having only a "piece" (versus a big chunk of it) implicitly connotes mixing a little gambling on the side with a prudent degree of diversification.

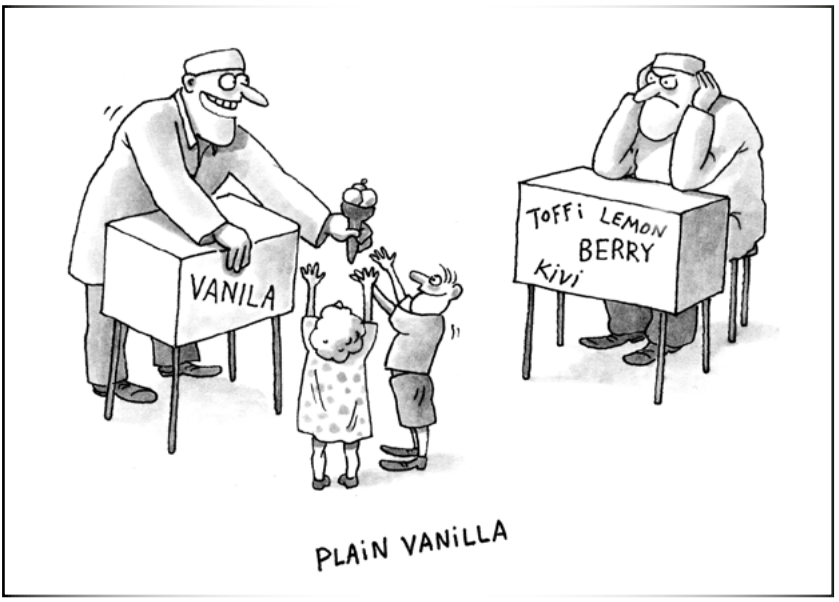
Pitch (slang) • **Intensywne namawianie** (slang) • To try to entice a potential investor of the merits of a security. Roots come from "sales pitch" as in throwing enticements at a buyer in the hopes of hitting a mark (i.e. a positive reaction). It can connote an aggressive promotion or simply a creative effort to stimulate interest. A "pitch book" is a *Wall Street* investment banker's slang for a memorandum describing the merits of a potential transaction. For example, a pitch book of potential take-over clients could contain profiles of various firms with summarised financial information and a brief rationale for considering further due diligence. See also *road show*.



Placement (USA) • **Placing** (UK) • **Plasowanie** • The sale of *securities* to a selected group of investors who have agreed to buy in advance. This can be arranged through either the issuer or its *investment banker*. A *rights issue* is a kind of "public placement" to existing *shareholders*. A "private placement" would be to one buyer, typically an *institutional investor*. Placements avoid the need, costs and uncertainty of *underwriting*. They also allow the company to determine

who will be its shareholders. However, by foregoing bid and offer process of a competitive market, they may not generate the highest price.

Plain Vanilla (slang) • **Mały pikuś** (slang) • Any simple, conventional or stable financing instrument, particularly in contrast to *derivatives* which, depending upon their design and the *volatility* of markets, can be complex, *leveraged* and *risky*. Examples of a plain vanilla would be an interest rate or currency *swap*. Contrast with *exotic*.



Playing the Market (vernacular) • **Gra rynkiem** (żargon) • An informal description of investing in the stock market either as a *speculation* or as a casual, off-handed activity. It suggests that the investing is a bit of a game with little professional or long-term stakes involved. See also *dabble in the market*.

Plough Back Profits (slang) • **Reinwestować zysk w przedsiębiorstwo** (slang) • To reinvest *profits* back into the business, as opposed to paying them out as *dividends*. As profits are ploughed back into a business, its *retained earning* account will increase. The analogy to farming is apt: a crop grows better in a cultivated field.

Plough Back Ratio • **Wskaźnik reinwestowania** • A measure of the amount of earnings *ploughed back* into the company for internal reinvestment. It is a

variation of the *dividend payout ratio*. The plough back ratio will reflect internal investment opportunities, particularly due to growth. For example, a company with a high rate of sales growth will need to invest in *working capital* and, depending on capacity utilisation, more fixed assets in order to increase production capacity.

Plough Back Ratio	
Formula =	$\frac{\text{Retained Earnings (*)}}{\text{Net income}}$
(*) annual flow vs. accumulated amount	

Poison Pill (slang) • **Trująca pigułka** (slang) • An impediment designed to discourage an unfriendly *take-over*, typically by imposing some cost on the successful buyer. Examples might include:

- golden parachutes for managers,
- aggressively *leveraging* the balance sheet,
- selling the assets which might be attracting a buyer,
- diversifying out of the *core business* which is attracting a buyer.

Often, the purpose of poison pills is to protect incumbent *management* from new owners who might unseat them. When it prevents bidders from paying an attractive share price, this is contrary to *shareholders' rights*. See also *white knight*.



Portfolio • **Portfel** • Any group of diversified *loans* or *securities* belonging to a single owner whose value is collectively aggregated and shown as an *asset.* A *market portfolio* covers the universe of risky assets. By virtue of different correlations between returns, volatilities within a portfolio tend to offset one another and thereby collectively eliminate much of the risk of individual investments. However, a residual amount of risk – called *systematic risk* – will not be eliminated by the portfolio's diversification. The word comes from the idea of a portable case for carrying loose papers (literally, a "portable folio"). See also *Modern Portfolio Theory*.

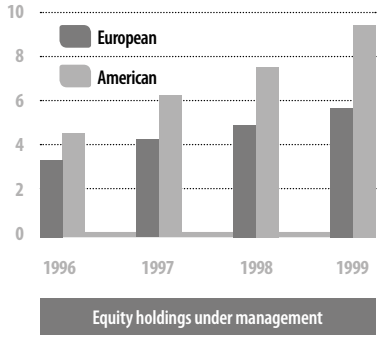
Portfolio Insurance • **Ubezpieczenie portfela** • A kind of *programmed trading* that automatically exits a market in the midst of a negative *bubble* (i.e. when a negative market sentiment of panic takes hold and there is a broad-based dumping of shares). Sophisticated mathematical models are typically employed to determine when to sell. Portfolio "insurance" is actually a misnomer. It is not a prudential mechanism that somehow protects investors against losses. Rather, it is an advance plan to sell quickly if certain thresholds are crossed ("We're outta here!"). It is driven by a commitment to the trading philosophy of "*your first loss is your best loss*". Implicitly, it doubts the *efficient market hypothesis* since it assumes that severe mispricing can creep into a market necessitating a sudden and radical *correction*. Portfolio insurance was rather faddish in the 1980s and was blamed for the crash of October 1987 (see below).

Downward Spiral

> The initial [stock market decline in October 1987] ignited mechanical, price-insensitive selling by a number of institutions employing **portfolio insurance**... this selling in turn stimulated further selling by portfolio insurers and mutual funds.
>
> Presidential Task Force on Market Mechanisms (Brady Commission Report), 1988, p. v.

Portfolio Management • **Zarządzanie portfelem** • A *financial service* that handles book keeping, custodianship and, most importantly, makes buy and sell decisions in a *securities* portfolio that is owned by others. In return, a "management fee" (say, 1% of asset value) is charged as compensation. Portfolio management is popular in the market for small, retail investors who value the expertise of professional investors. See also *mutual fund.*

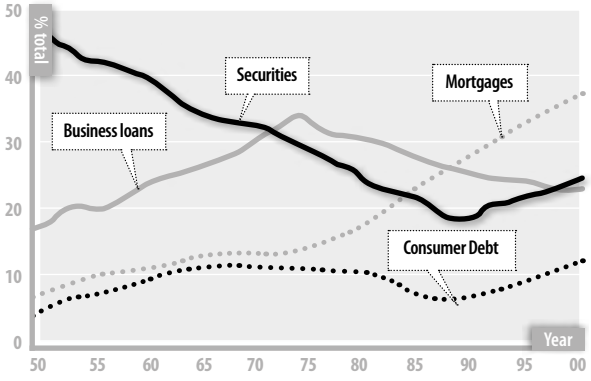
Portfolio Management (Service)
$ trillion



Source: "The Economist", 08.07.2000

Portfolio Shifts • **Przebudowa portfela** • Changes in the composition of an investment portfolio over time due to alterations in *risk-reward* relationships or market trends. For example, private investors are tending to move into stock market via mutual funds and of low yielding money market funds. In banking, we can often see a shift out of government securities into other asset classes.

Portfolio Shift
US commercial banks' financial assets



Source: Federal Deposit Insurance/ Saunders, Cornett *Financial Institutions Management* p. 29

Position, To • **Pozycja wyjściowa** • To hold forth the hope of achieving future results based on being prepared in the present. A company might say that they are "well positioned to take advantage of trends in the market." The notion can have a defensive connotation as in "sorry we haven't quite delivered yet but give us time".

Prepared

We have **positioned** ourselves to invest and deliver in the most challenging of global economic environments. We have valuable leadership businesses that are **positioned** to capitalize on global trends. Our organic growth capabilities and disciplined financial execution prepare a strong leadership team to deliver each and every day.

General Electric 2005 Annual Report, p. 1

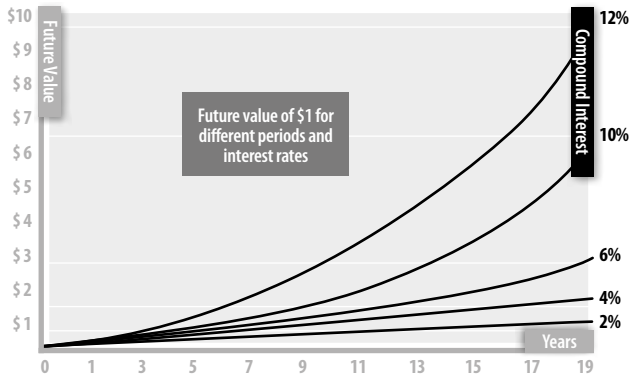
Post-Audit (Capital Budget) • **Ocena realizacji budżetu** • A retrospective look at a capital expenditure project's performance to assess the original forecast's accuracy and, if significant differences occurred, explain what happened. Were there large cost overruns? Have cash flows fulfilled expectations? While the sunk cost nature of a capital expenditure means you "can't go back", a post-audit can provide useful lessons for the future, either through better forecasting techniques (e.g. eliminating biases, empire-building, pet causes or naivety) or a greater appreciation of the true risks involved (e.g. appreciating *sensitivity analysis*). As well, when managers know that their forecasts will be compared to actual results, they tend to become more conscientious as forecasters (see *accountability*). Post-audit zeal cannot be taken to excess: projects seldom unfold exactly as planned; they are often effected by forces outside any forecaster's control and mistakes are inherent to risk-taking. Nonetheless, a thorough but balanced post-audit provides a healthy discipline in the *capital budgeting process* by putting good decisions "on paper" to the test of their actual results.

£.s.d. (British) • **Funt szterling** (waluta brytyjska) • The abbreviation for pounds (from the Latin "pondo" = 12 ounce weight equivalent to silver worth 20 shillings), shillings and pence used synonymously for money or riches (from the Latin for librae, solidi, denarii). Also used in a jocular sense: "L.S.Deism" the god of money.

Power of Compounding • **Siła kapitalizacji** • The ability of invested money to grow to surprisingly large amounts in the future if investments are regularly made, yields are reasonably good and profits are reinvested. Over a brief span of time, a modest interest rate, say 8%, will not make the original capital invested grow by much (assuming that 8% is not that "much"). However, it is a different story if more capital can be continuously invested and the returns ploughed back. Over a long-term period (say, 25–40 years), the savings will accumulate to a tidy sum. For individuals, the power of compounding should

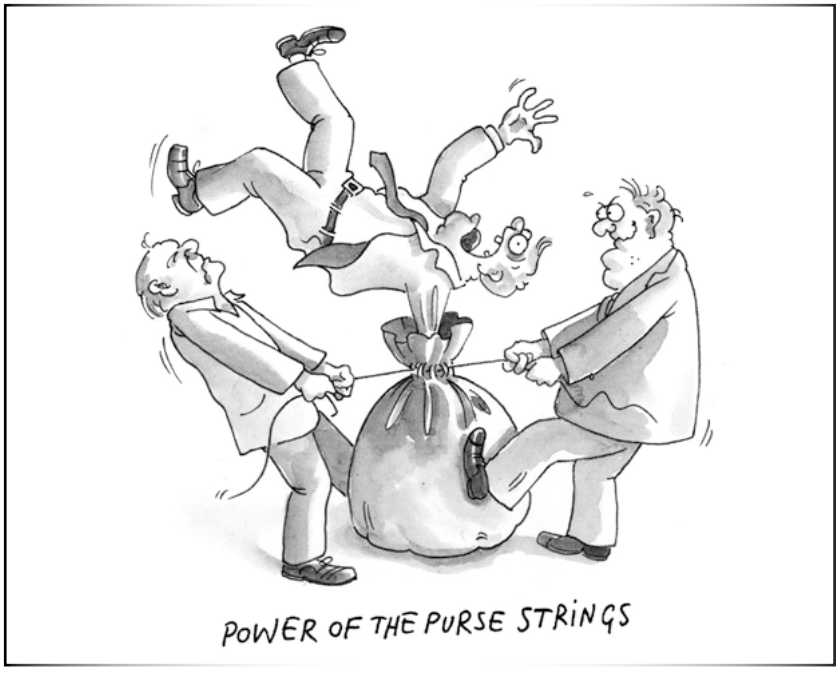
encourage people to start saving early and regularly, even if only by putting aside a modest amount on a regular basis.

Power of Compounding



Source: "Financial Times" – *Mastering Finance*

Power of the Purse Strings • **Siła kontrolowania portfela** • The power and influence that comes from the ability to control or enforce *budgets*. The *treasury*, for example, garners its influence by its influence over spending plans. The reference to the strings of a (money) purse suggests the ability to open or close access to the contents.



Pre-emption Rights • **Right of First Refusal** • **Prawa pierwokupu** • The legal right to have the *option* to buy something in the event it is to be sold into a market. Usually the price is either specified or at the market. If the owner of the right does not choose to exercise, the selling party is free to transact with the market. In effect, a pre-emption right recognizes that the holder has a vested interest in buying and should be allowed to do so. At the same time, the seller has a right to get a market price and can usually require the buying holder to pay it. Pre-emption can hinder the operation of a price mechanism. For example, in the case of illiquid assets, serious buyers might be discouraged to bid if they know that someone else might capture the transaction. A *rights issue* is a pre-emption right for shareholders with respect to the sale of new shares in their company.

Preferred Stock (USA) • **Preference Shares** (UK) • **Akcje uprzywilejowane** • A classification of shareholders' *equity* that enjoys a *priority*, on both *dividends* and upon *liquidation*, to *common shareholders*. Preferred shares are a *hybrid security*: they have some attributes of *debt* (fixed coupon or a specified dividend *payout ratio*) and of equity (*subordinate* to debts in liquidation, no principal repayment obligations and no *tax shield*). Often they have *convertible* privileges. Preferred shares allow investors to partially participate in an enterprise's upside while having a degree of safety and a predictable *yield*.

Premium • **Premia** • Generally means some increment or "extra" amount but in the case of finance, the word has grown into several variations of meanings:

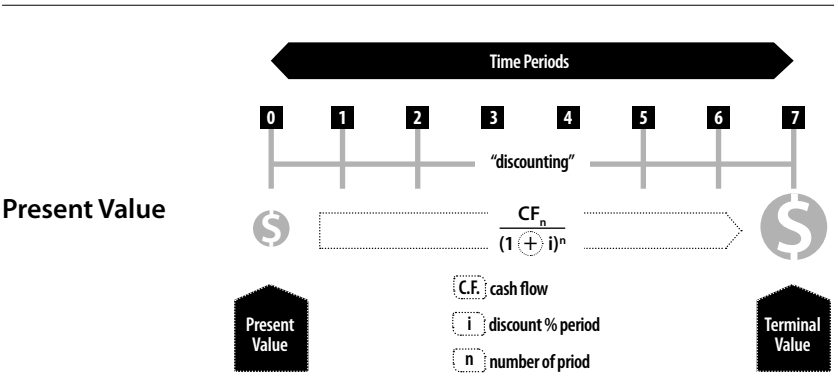
Premiums	
Variant	**Description**
Insurance	◆ In the case of an *insurance* policy, the premium is the regular payment by the insured party to the insurer. It is the source of the insurer's revenue
Risk	◆ As compensation for incurring risk term refers to the extra expected investment yield required to compensate investors for the volatility or unpredictability of yields. We might say: "This high-risk investment requires a risk premium over and above the yield on risk-free treasury bonds"
Price	◆ An extra amount paid by a purchaser because of short supply, perceived value enhancement, etc.
Call	◆ The amount by which the redemption price of a bond exceeds its face value
Option	◆ The price that a buyer must pay to a seller for an option contract
Over Book	◆ The amount by which the market price of shares exceeds the accounting net book value per share
Market Price	◆ The amount by which a company's shares exceed the value of its peers by virtue of superior prospects, management, earning power, etc.

Word roots: from the Latin "prae" = before and "emere" = buy, take combined into "praemium" = booty or reward; evolved in English to an association with insurance in the 17th century.

Present Value/Discounted Value • Wartość bieżąca (zdyskontowana) • The value, in *today's money*, of a future *receipt* or *disbursement* of *cash*. It is calculated by:

What's It Worth?				
PV Formula =	$\frac{\text{cash flow (t)}}{(1 + I)^t}$			
t = time period of cash flow I = annual *discount rate*				
	PERIOD			
Relevant Cash Flows	0	1	2	3
Capital Flows:				
Expenditure	–2,260,000			
Equipment Upgrade		–100,000	–100,000	
Scrap Recovery				500,000
Working Capital Investment/Recovery	–375,000			375,000
Operating Flows:				
Cash Contribution From Output		1,500,000	1,500,000	1,500,000
Incremental Cost: Supervisor		–75,000	–75,000	–75,000
Incremental Cost: Maintenance		–25,000	–25,000	–25,000
Opportunity Cost: Forgone Rent		–25,000	–25,000	
ANNUAL CASH FLOWS	–2,635,000	1,275,000	1,275,000	2,275,000
Present value		3,568,628		
NPV	933,628			

Net present value is the aggregation of all cash flows, both positive and negative. Calculating a present value in effect eliminates the impact of the *time value of money*. If a quantification of risk can be embedded in the discount rate, rational investment decisions can then be made based on a time and risk neutral *cost-benefit analysis.* Present value is one of the most important and common calculations in finance. See *capital (expenditure) budgeting process.*



Preserve Capital (vernacular) • **Ochrona kapitału** (żargon) • A reference to protecting wealth from any future erosion due to inflation or investment loss. This means avoiding speculative investing. Such caution will be sought even if potential rewards must be forfeited. Thus we might say: "Prior to their retirement, investors should refrain from seeking growth and instead concentrate on preserving capital so that they can be certain about meeting their lifestyle needs". Capital preservation is also an objective in difficult market conditions (see below).



Hold Onto It!

We are in a period of acute financial wealth destruction. If you can **preserve your capital** in a period of wealth destruction, we're doing pretty well.

Investment guru George Soros quoted in
Here to Put Your Money Now, "Fortune", April 28, 2008, p. 31

Price-Book Ratio • **Wskaźnik ceny rynkowej do księgowej** • The relationship between the market value of traded shares and their accounting net book expressed as a percentage. If market prices are higher, the shares are said to trade at a "premium"; if lower, they trade at a "discount".

Calculation			
Price-Book Ratio	=	$\frac{\text{Market Value}}{\text{Net Book Value}}$	x 100%

Because the financial reporting model is not designed as a valuation tool, the relationship between market prices and book values are not inherently linked. Companies typically trade at a premium reflecting either their future growth prospects or balance sheet value (e.g. brands, customer loyalty, technology) that is not recognised on the books. To cite an example, America's General Electric Company has a price-book ratio of around 300% (2007). That said, book value does have a tenuous relationship with fair values and is therefore of interest to analysts if only to see how pronounced any differences are and why.

Price Discovery (vernacular) • **Odkrywanie ceny rynkowej** (żargon) • Resolving an otherwise uncertain fair value of an asset by selling it at whatever the market will bear in order to ascertain a *market value*. Whenever there is an active and liquid market, fair value will tend to equal market value. However, in the case of non-traded assets without an active market (e.g. exotic financial derivatives), fair value must be determined by other means such as appraised value or net present value. If the fair value estimate is both reasonable and shared by others, it can usually be substantiated by an arm's length transaction in the market. This may be difficult, however, in an illiquid market, especially in times of negative market sentiment. This, in fact, occurred in sub-prime crisis in 2007 when many collateralised debt obligations could only be sold, if at all, at a deeply discounted rate, well below the fair value carrying amounts on balance sheets.

Don't Panic

We need to repair the financial system, which will require a program to assure there's more capital and transparency about valuations. If we try to get **price discovery** by dumping assets on the market, we'll get fire sale prices that could trigger cascading liquidations.

Lawrence Summers, former US Treasury Secretary
quoted in "Fortune" (Europe), February 18, 2008, p. 29.

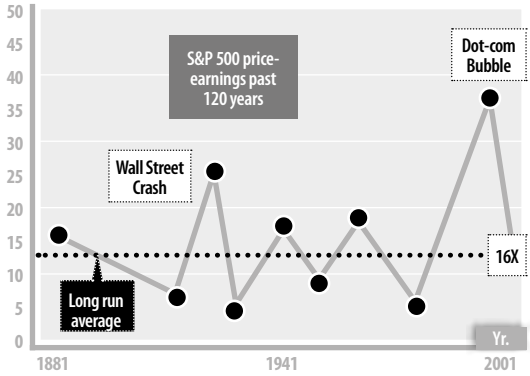
Price Earnings Ratio • **P/E Ratio** • **Wskaźnik cena/zysk** • **Wskaźnik C/Z** • A commonly employed *stock market ratio* that puts a price on a company's *earnings*.

What Are We Paying for Earnings		
P/E Ratio	=	$\frac{\text{Market price of shares (*)}}{\text{(basic) } \textit{earnings per share}}$
(*) market value of shares "ex dividend" re: unpaid dividends		

A P/E ratio is the reciprocal of *yield* and growth expectations (which are deducted from yield). So a P/E ratio of, say, 15 (i.e. the historical long run average in the US stock market vs. an average of 24 since 1990) implies a required yield/growth rate of 10% (say, an investment yield of 15% less 5% growth in earnings). Across the whole stock market, P/E ratios will be effected by interest rates (re: *opportunity cost* of competing investments), economic conditions (re: growth expectations) and overall market *sentiment* (e.g. bullish or bearish). Differences in P/E ratios between companies are a reflection of different expectations for earnings growth, *earnings quality* and perceived company risk. Assuming, more for convenience sake than theory, that a company's p/e ratio will remain constant, the market then values shares by *capitalizing* EPS similar to a *net present value* calculation.

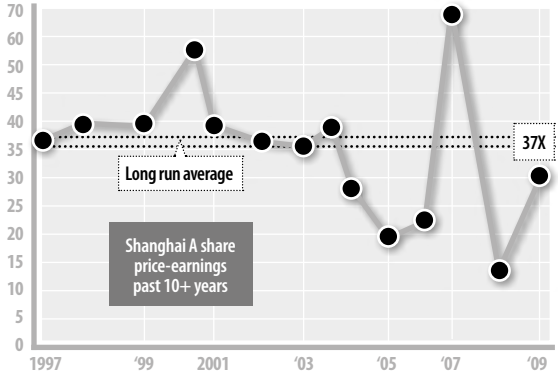
P/E Ratios by Region		
Region	**2001**	**2002**
North America	33	23
Japan	38	25
Europe (Ex-Britain)	19	17
Britain	19	22
Australia/New Zealand	20	18
Hong Kong/Singapore	20	19
Overall	27	21
Source: "International Herald Tribune", March 8, 2002, p. 13 & Salomon Smith Barney		

P/E Ratio: Long Term
Simplified version



Source: *Undercover Economist*, p. 148/Robert Shiller, Yale University

P/E Ratio: Emerging Market
Simplified version



Source: CIEC & "The Economist". 10.10.2009, p. 73

Price-to-Sales Ratio • **Wskaźnik cena/sprzedaż** • **Wskaźnik (C/S)** • A *stock market ratio* for retail stocks that relates share price to sales revenue per share:

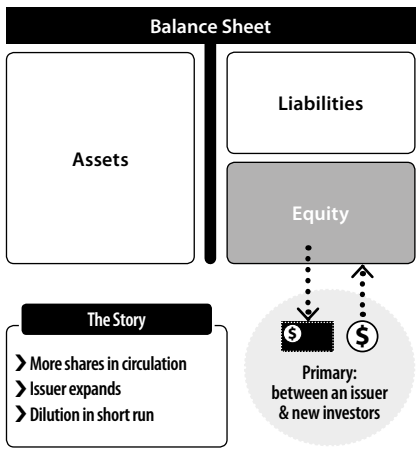
What Are We Paying for Earnings		
P-to-S Ratio	=	Market price of shares (*) / Sales revenue per share
(*) market value of shares "ex dividend" re: unpaid dividends		

The price-to-sales ratio makes sense for retailers whose financial performance is closely related to sales volume. The ratio will be used to supplement the more conventional price-earnings ratio.

Primary Market • **Rynek pierwotny** • A closed market for financial instruments confined to the initial transactions between issuers (securities, bonds, derivatives or debt) and takers (underwriters, investors or lenders). A "primary dealer" will be a limited number of financial institutions authorised by government issuers to underwrite new issues. If primary market players begin to trade their positions, a *secondary market* will develop.

Primary Offering • **Oferta na rynku pierwotnym** • Raising new *equity* capital by offering to sell more equity shares, either as a *flotation* in the public markets or as a *private placement*. In contrast to a *secondary offering,* a primary offering results in money being injected into the firm that can be used for its expansion.

Primary Offering



Principal • **Pierwszy, pierwotny** • A word in finance with two meanings. In the case of a *loan*, the principal is the original amount lent on which interest will be charged. In another context, principal can refer to the distinct roles of owners and their stewards. Thus hired managers are "agents" (see *agency problem*) who are acting on behalf of shareholders who are "principals" in the sense that it is their wealth at stake. Word roots: from the Latin "principalis" = first, original.

Private Equity (generic) • **Kapitał prywatny** • Third party holdings of control blocks of equity in companies that are not *listed* on any *stock exchange*. (This definition would exclude *small and medium enterprises* that are owner-managed). Investees are typically established companies in high-growth situations, management buy-outs, companies delisting to *go private* or distressed turnarounds (i.e. generally complex situations that are beyond the public market's grasp). Investors may be *private equity funds*, *pension funds*, insurance companies and wealthy private individuals. The private equity market is relatively small by volume but dynamic and exciting because it channels money into highly entrepreneurial activity. It enables companies to grow without incurring dangerous levels of leverage or the expense of an *initial public offering*. That said, private equity tends to be more risk-averse compared to *venture capital* that often accepts high-risk situations such as *start-ups* or the launch of new technology. Private equity is a financing source that can offer several advantages compared to the alternatives of leveraging, stock market flotation or self-sustained internal growth:

Private Equity's Advantages	
Advantage	**Description**
Safety	Equity does not require debt servicing; less risk of insolvency
Focus	An exit focus in the medium term increases pressure for performance
Management	Ability to attract more entrepreneurial and committed management teams
Incentives	Management paid more generously; usually has an investment stake
Governance	Hands-on, expert board monitors performance & gives proactive input
Freedom	Less *short-termism*, less management distractions, more room for boldness

Private equity tends to be used as a transitional source of capital between private, owner-managed firms and larger publically traded corporations on the stock market. Its limitations traditionally tended to be in the accumulation of larger amounts of capital compared to what could be tapped from the depth of the public *capital markets*. That said, private equity funds are often able to

marshal substantial pools of capital that can sometimes match what public capital markets provide.

Success Formula

Here's what **private equity** firms have figured out how to do: attract and keep the world's best managers, focus them extraordinarily well, provide strong incentives, free them from distractions, give them all the help they can use, and let them do what they can do. No wonder these companies tend to be outstanding performers

"Fortune" (Europe), *Private-Equity Mania*, December 11, 2006, p. 88.

Private Equity Fund, Private Equity Firm • Fundusz typu *private equity*, firma typu *private equity* • A pool of long-term capital that is devoted to a portfolio of *private equity* positions of growth-oriented enterprises. As a class of *alternative investment,* such funds are also "private" in the sense that they are typically backed by private parties such as wealthy individuals, endowment funds or *institutional investors*. The general public is not openly solicited. This eliminates the need for a costly *prospectus,* frees the fund of the restrictions of *regulatory oversight* and allows more uninhibited risk-taking. A private equity fund's investments may be made as *private placements* or purchases of shares on the open *stock market*. A key attribute of private equity funds is that they are "smart money" versus "hold and sell" investors. By holding large blocks of shares, they will proactively exercise *corporate governance* to boost *financial performance*. Such hands-on oversight is especially felt in complex transactions such as *mergers* and acquisitions or corporate *turnarounds.* Often their wealth creation process comes from "unlocking hidden value" and doing something public companies cannot or will not do. This means that aggressive asset stripping techniques and restructuring can also be in their repertoire in the quest for better returns. Finally, because of their mandate to take risks, private equity funds are often less afraid of using leverage to enhance returns. Offsetting the advantages that come from greater freedom to manoeuvre are public policy and regulatory concerns from their lack of transparency. Many worry about their activities: their secrecy can concern regulators (what if they fail?) and unions (who don't like pressure when restructuring is initiated). Finally, the conspicuous success of many private equity fund managers compensated on the standard *"2 and 20" formula* and their "go where no one has dared" boldness may

often foment social envy. Contrast to *hedge funds* that invest in private equity for wealthy individuals and a *mutual fund* that owns publicly traded securities.

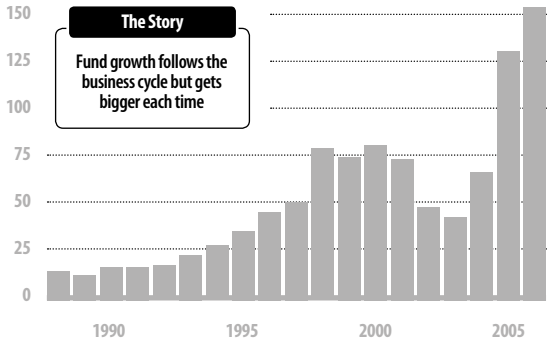
Top 10 Private Equity Funds (*): 2000-2007		
Rank	**Name**	**$ billions**
1.	Blackstone Capital Partners V	21.7
2.	KKR 2006 Fund Private Investors	15.7
3.	TPG Partners V	14.0
4.	GS Capital Partners V	12.2
5.	Permira Europa IV	12.1
6.	Providence Equity Partners VI	12.0
7.	Apollo Investment Fund VI	10.1
8.	GS Capital Partners V	8.5
9.	Hellman & Friedman Capital Partners VI	8.4
10.	The Fourth Cinven Fund	8.3
Total – billions $		**123.0**
(*) Includes buyout, mezzanine, recapitalization and turnaround funds; excludes real estate and co-investment funds		
Source: "BusinessWeek", November 17, 2007, p. 54.		

Healthy Choice

Private equity firms offer a useful form of corporate organisation between public company and traditional private firm. When they buy a company, private equity firms invest some of their own money and borrow more. The firms are thus under intense pressure to deliver results – both from lenders and from their private equity investors. But they have a few years to do so away from the glare of the public markets. Along with their cousins in venture capital, **private equity firms** provide a choice that previously didn't exist.

"Fortune" (Europe), March 26, 2006, p. 11.

Private Equity Funds
$ billions

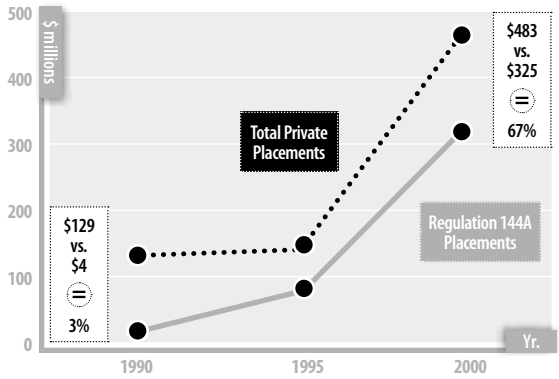


Source: "Fortune" (Europe), 05.03.2007, p. 31/Thomson Financial

Private Investment In Public Equity • PIPE • Transakcje PIPE • The purchase of a significant block of *treasury* equity shares, typically at a discount to the current market value per share, by a *private equity firm*, mutual fund, or other institutional investor for the purpose of raising capital for the issuing company. Besides quick access to capital, PIPE can offer certain advantages compared to a public flotation. The commitment of a patient shareholder can bring stability in ownership. Private equity firms tend to be more assertive in pushing for performance results, even without complete control, on the boards of public companies. As well, private equity-style incentives for executives can better ensure that a public company acts more in the interest of its shareholders.

Private Placement • Emisja niepubliczna • An underwriting of a *security* by selling it directly to a small group of investors without going through the public *capital markets* and, in particular, eliminating the need for a *prospectus.* Such investors, who are often *institutional investors*, are expected to do more of their own *due diligence*.

Private Placement: Secondary Market
Deal Flow per year



Source: Investment Dealers Digest/Saunders, Cornet *Financial Institutions Management*

Private vs. Public vs. Listed/Quoted Companies (distinctions) • Spółki prywatne, publiczne, notowane (różnice) • All companies are *limited liability* entities. A public company differs from a private company in two distinct ways. First, it has a larger *capital base* as necessitated by most *corporate laws*. Second, there are no restrictions on transferring share ownership (private companies can and do have such restrictions written into their charters). A listed company is a public company that has qualified to trade on a particular *stock exchange* or bourse. Stock exchanges will require a minimum capital size, operating history, trade float and reporting requirements that a public company may not necessarily be able to fulfil. Often the term "public company" is used to describe a large corporation with traded shares.

Proceeds • Wpływy pieniężne • The *cash* generated from an activity or *transaction* (as in "proceeds from the volunteer effort will go to a charity" or "the proceeds from the sale of *fixed assets* amounted to a substantial amount"). Proceeds infers gross *receipts (*i.e. incoming cash) as opposed to a calculation of *profit* which is net of expenses. In the case of the above fixed asset example, you would have to deduct the asset's *net book value*, selling costs and any taxes from proceeds to reach a profit or gain figure.

Profit Maximisation Goal • Maksymalizacja zysku • The "name of the game" for most commercial enterprises. That said there are nuisances. The real objective in running a business is actually shareholder wealth maximization (see *Theory of the Firm*). This means maximizing the *net present value* (NPV) of future cash flows (not quite the same thing as historical accounting profit).

Because of time horizons and the *agency problem*, profits can be boosted in the short run at the expense of long run wealth maximization. Another complication with profit maximization is the nature of the financial reporting model that measures profit. As an accounting figure, profit is subject to many *accounting estimates* and can even be manipulated (compared to the concrete reality of cash flow). Finally, those who favour the *stakeholder* model would argue that there are other priorities besides profit (e.g. *corporate social responsibility*) that deserve attention. That said, warts and all, profit maximization is the most legitimate single measure of competitive performance, albeit not the only one. First, profit maximization has the most capability to be consistent with wealth maximisation (adjusted for the *time value of money*, cumulative accounting profits will equal cumulative net cash flow over the life of the firm). Second, profits measure the actual past track record of the enterprise without any need for inherently subjective and unreliable future estimations required by NPV. See also *Balanced Scorecard.*

The Only Thing That Really Counts

Enron's profit was a fiction, but it had bewitched investors, for whom it was all they needed to know. Today, still, **profit** is the figure that Wall Street and the City of London turn to instinctively to size up the business.

"Financial Times", June 10/11, 2006, p. 40

Profit Motive • **Motyw zysku** • A virtually universal motivating force in human beings: the desire to maximise wealth. Thus the buyer strives to acquire the best product at the lowest price while the seller strives to sell the cheapest product at the highest price. When they find a mutually acceptable compromise, a transaction occurs. In competitive free markets, the profit motive is strong enough to override personal considerations. Thus the market is "impersonal". The profit motive is at the heart of the *theory of the firm* and ultimately governs all commercial relationships. While many might bemoan it as greedy, uncharitable, selfish, etc., it is both "natural" and, if channelled into productive uses, immensely productive for all concerned. Accountants are the handmaidens of the profit motive because it is their job to accurately measure the thing that everybody is chasing.

Our Daily Bread

It is not from the benevolence of the butcher, the brewer, or the baker, that we expect our dinner, but from their regard to their **own interest**. We address ourselves not to their humanity but their self-love

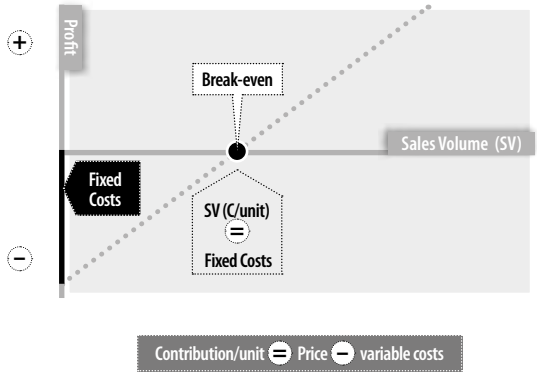
Adam Smith (1723–90); *The Wealth of Nations*, (1776)
The Oxford Dictionary of Phrase, Saying & Quotation

Profit Taking (stock market vernacular) • **Realizacja zysków** (na giełdzie) • Selling shares when they reach a "high" in terms of a target price. Profit taking reflects a philosophy that a "bird in the hand is worth two in the bushes." Thus it is better to *exit* when you are a bit ahead than try to speculate on getting more profit by waiting. Contrast with *your first loss is your best loss*.



Profit-Volume Graph • **PV Graph** • **Wykres zależności zysku od wolumenu** • A visual presentation of the relationship between sales volumes and earned profit using a *cost-volume-profit* formulation.

Profit-Volume Graph

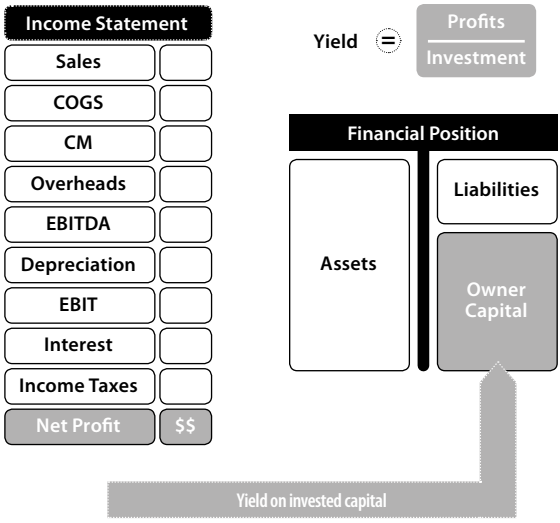


Profit Warning • **Informacja o spodziewanej korekcie zysku** • A public notice that upcoming reported *profits* will be materially different than market expectations. Typically, because of a bias towards conservatism, a profit warning tells investors that reported financial *performance* is going to be less than anticipated. Profit warnings will be issued for these reasons:

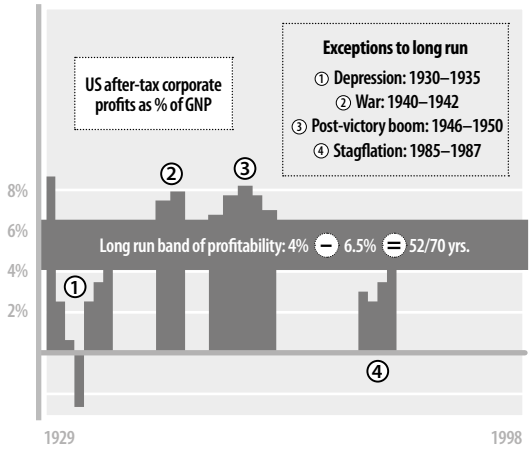
- market *regulators,* such as the *SEC,* require such *disclosure* to reduce *volatility* in the *stock market* and to prevent abuse by *insiders;*
- good *shareholder relations* require that nasty surprises be avoided.

Profitability • **Rentowność** • A broad description of the viability or productiveness of an activity in terms of the *profits* it generates. As a noun, the term has a general usage. For example, one can speak of the "profitability of sales" (e.g. gross profit margin or net profit margin) or the "profitability of invested capital" (return on assets or *return on equity*). In the case of a business enterprise, profitability is best measured with reference to annual return on shareholders' capital. ROE is the most accepted *bottom line* measure of *management performance* and economic efficiency.

Profitability (Shareholder)



Profitability



Source: "Fortune", 22.11.1999

Profitability is the driver of the competitive free market. Those activities that are unprofitable are not worth doing; those activities that are adequately profitable are worth continuing; and those activities that are very profitable are worth doing more of. See also *yield*.

Profitability Index • Współczynnik rentowności • A measure of the attractiveness of a *capital expenditure* in terms of its *net present value* per unit of capital expended. The higher the number, the greater future value is generated ("bang for the buck"). When a *capital rationing* constraint exists, profitability indexes are ranked and highest ranking projects are undertaken first within the allowed budget.

Project Ranking	
Profitability Index =	$\frac{\text{Net Present Value}}{\text{Capital Expenditure}}$

Profitability Ratios • Wskaźniki rentowności • A subset of *financial ratios* that focuses on an enterprise's ability to earn *profits* or generate *income*. The most common ratios include:

Measuring Profits	
Ratio	**Formula**
Gross Profit Margin	$\frac{\textit{Gross Profits}\text{ or Contribution}}{\textit{Sales}\text{ Revenue}}$
Cash Flow Margin	$\frac{\textit{Cash Flow from Operations}\text{ (or }\textit{EBITDA}^{1}\text{)}}{\text{Sales Revenue}}$
Operating Margin	$\frac{\textit{Operating Profit}\text{ (or }\textit{EBIT}^{2}\text{)}}{\text{Sales Revenue}}$
Net Profit Margin	$\frac{\text{Net Profit After Tax}}{\text{Sales Revenue}}$
Return on *Assets*	$\frac{\text{Net Profit + after tax cost of interest}}{\text{Average Total Assets}}$
Return on *Equity*	$\frac{\text{Net profit}}{\text{Average Equity}}$

1. EBITDA ("funds flow") often used as a proxy for cash flow from operations
2. EBIT not synonymous with operating income since it may contain certain non-operating items (e.g. equity method earnings); but it can be used as a convenient proxy

These ratios are important since *profitability* is one of the primary measures of enterprise *performance*. Like most ratios, they are best interpreted through a trend analysis over time and peer comparisons. In the case of the sales revenue margin ratios, they must be put into the context of asset turnover ratios since a "low margin-high turnover" business model can be a viable alternative to a "high margin-low turnover" business. Attention to the volatility as well as level of margins is useful. Fluctuations in the gross profit margin are a good metric to

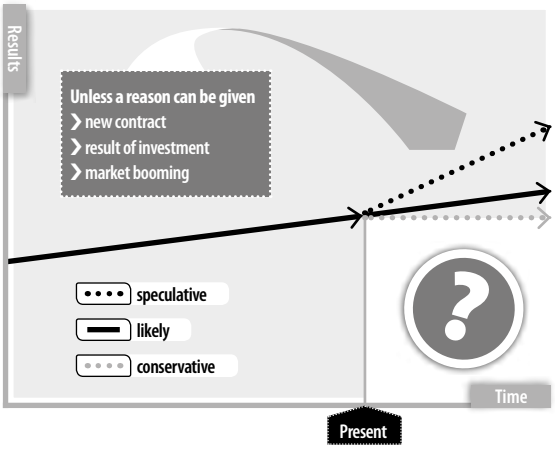
gauge competitive risk. Changes in the operating profit margin are useful to gauge *business risk*. See also *Du Pont formula*.

Programmed Trading • **System zleceń automatycznych** • The use of computers to automatically and constantly trade securities, financial instruments and foreign exchange without human intervention in the decisions. Programmed trading is primarily used to exploit arbitrage opportunities that might otherwise be too small or temporary for human traders to profit from. Programmes can also incorporate trigger points such as a certain price drop initiating a sell (see *portfolio insurance*). This could conceivably lead to price spiralling (if there are no programmes going the opposite direction). As such programmed trading was under suspicion in the stock market crash (34% decline in S&P 500) of 1987. Programmed trading, more likely, simply magnifies the trading that would take place without computers. Its impact is felt, for example, on the third Friday in March, June, September and December, when many options and futures contracts expire at the same time. Known as the "triple witching hour", trading volumes, and volatility, often spikes up.

Project Future Cash Flows (Capital Expenditures) • **Prognozowane przepływy pieniężne** • The incremental cash flows including opportunity costs that can be attributed to an investment project. They would include all relevant cash flows (e.g. operating contributions, income taxes, working capital changes, salvage recovery) but exclude irrelevant cash flows such as sunk costs. Under capital budgeting analysis, such future cash flows are discounted to the present and compared to an *initial cash outlay* in order to calculate a net present value. The challenge is in estimating what could be very uncertain events.

Projection • **Projekcja** • A reasonably certain plan of the near-term future based on extrapolating known trends from actual past results. While often used synonymously with *pro-forma financial statements* or *forecasts*, its distinctiveness is that it goes forward from a base point. Thus, a pro-forma may be used to "complete what will very likely happen" in the current year; a projection may give a "reasonable estimate" of the next year while a forecast provides an "educated guess" of the next 5 years.

Projection



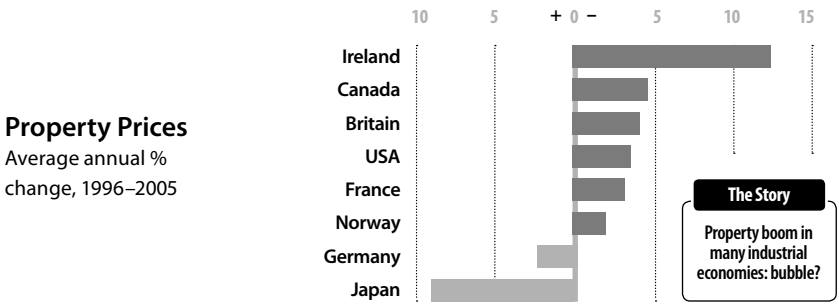
Projection Discount Factor • **Wskaźnik dyskonta prognozy** • The percentage amount that an investor or lender will typically shave off a cash flow or profit *projection* for "good measure", even after perhaps reducing the numbers for obvious optimism or mistaken notions. Such reduction occurs because the party relying on the projections is often looking for a "conservative" or "downside" case even if the projections may be based on sound judgement and realistic assumptions. It also often reflects experience of past disappointments. Regardless of how credible projections may have seemed before they were tested by actual outcomes, they are seldom fulfilled afterwards.

Rosy

Investors are wary even when financial projections are solidly based on realistic marketing data because fledgling companies nearly always fail to achieve their rosy profit forecasts. Five major venture capital firms surveyed said they are satisfied when new ventures reach 50% of their goals. They agreed that the negotiations that determine the percentage of the company purchased by investment dollars are effected by this **"projection discount factor".**

How to Write a Winning Business Plan in *The Articulate Executive*, (F. Bartolome, ed.), Harvard Business Review Books, p. 165.

Property Value at Risk • PVAR • Wartość narażona na ryzyko dla nieruchomości • A sophisticated measure used by commercial real estate investors to gauge exposure to property value fluctuations. It tries to precisely quantify risk as in "We are x% certain not to lose more than P euros over a T time horizon due to our exposure to property". It is modelled on the *value at risk* methodology for market risk exposure. PVAR is also closely tied to the notion of there being embedded *real options* in property assets.



Source: BIS/"The Economist", 29.07.2006, p. 97

Prospectus • Prospekt emisyjny • A document containing *financial statements* and other information which discloses the company's track record, current situation and likely future in order to give potential public investors in a new share issuance (either a *flotation* or secondary offering) a full, clear and unbiased picture of the company's "prospects". The content of a prospectus is governed and approved by *stock market* regulations. In effect, it is the *due diligence* carried out on behalf of small investors who must nonetheless read it and make up their own minds. Because of the necessity to use *auditors*, lawyers, regulators and printers, prospectuses can be expensive. Contrast with *private placement*. Word roots: from the Latin "pro" = forward and "specere" = to view, look which at combined into the Latin "prospectus" = to look forward.

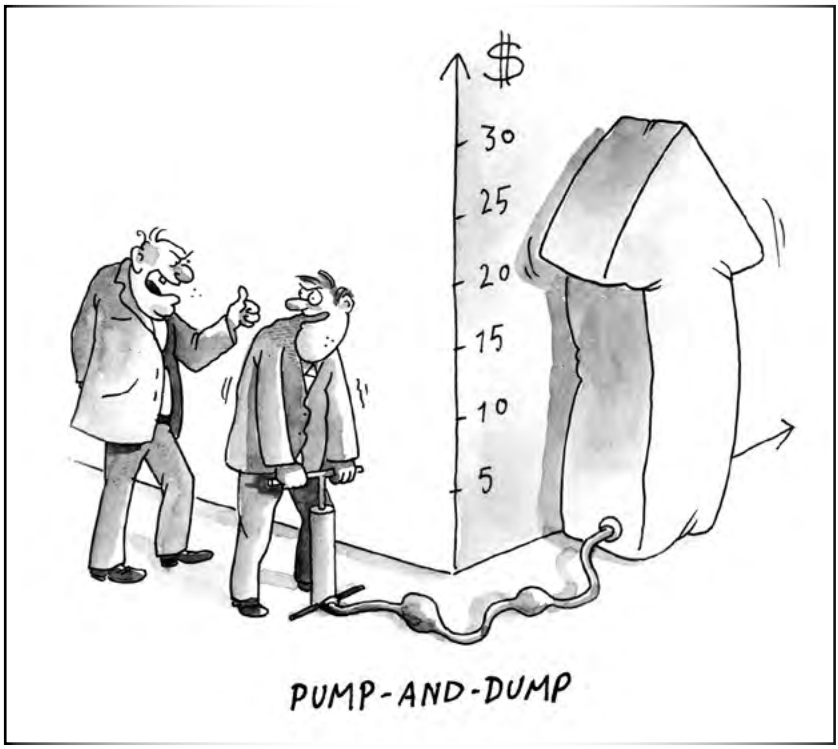
Proxy Votes • Głosowanie przez pełnomocników • *Shareholder's* voting rights formally assigned to their designated representatives at the *annual general meeting.* This is because it is either inconvenient for a shareholder to physically attend or in order to concentrate votes to push through decisions. Voting shareholders give their proxy (whose power is proportional to the number of shares held) by signing a form that delegates their right to vote to someone else, typically incumbent management if they enjoy the confidence of the shareholder. While proxy votes are done for expediency's sake, they can undermine

healthy *corporate governance* when gathered in the hands of directors who are not independent from *management*. In this way, proxy votes tend to perpetuate the status quo. Sometimes "proxy battles" arise when there is competition to get votes delegated to other parties challenging the status quo. For example, *activist shareholders* and *corporate raiders* might seek to change management or existing strategy by gathering enough proxies to vote in the changes.

Public Sector Pension Funds • **Fundusze emerytalne sektora publicznego** • Pension funds of government employees that, because of the number of people, are often very large. In the USA, CALPERS (California) is one of the largest single pools of capital in the country. Public sector pension funds are often a force for change in *corporate governance* and *shareholder rights*. For example, in the USA, regulations require that such funds have to vote their *proxies*.

Public Tender Offer • **Oferta w przetargu publicznym** • Any offer to buy shares in the hands of the general public as opposed to a private offer amongst a select group of institutional investors. By law, a public tender offer necessitates a prospectus and a registration of shares with securities regulators. It also requires that the same price be offered to all holders regardless of whether they have *control blocks*.

Pump and Dump (slang) • **Strategia pompowania** (slang) • Short-term business decisions by *management* that temporarily inflates the *stock market* price of shares enough to allow them to unload their own shares at a profit. It is a potential abuse of *executive compensation* that use *stock options* to reward top management.



Punter (British slang) • **Spekulant** (slang brytyjski) • Any gambler or speculator, including investors seeking quick profits on the *stock exchange*. The roots of the word come from the French 18th century verb ponter, 'to lay a stake against the bank in certain card games.'

Spoken

In an era of low interest rates they have found plenty of **punters** willing to take on higher risks for higher potential rewards.

Gone too far? in "The Economist", August 16, 2003, p. 11

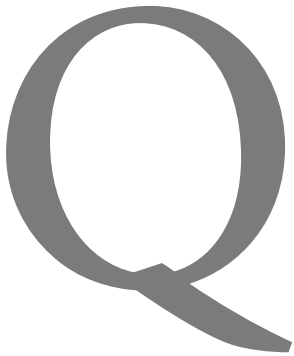
Purchasing Function • **Funkcja zaopatrzenia** • The sourcing, negotiation and payment for goods and services from third party suppliers. Purchasing is critical to *profitability* because the largest and most influential factor in the bottom line for most companies is often the cost of goods sold. Because purchased items are in turn a significant part of COGS, *earnings* will be sensitive to purchasing efficiency. For example, a modest improvement in the price of

purchased goods (say, a 6% improvement) could lead to a 21% impact on operating profits:

Purchasing's Impact on the Bottom Line				
	Typical	**Price Improvements**		
		3%	**6%**	**10%**
Cost of Sales				
Purchased	**35%**	**34%**	**33%**	**32%**
Labour	25%	25%	25%	25%
Indirect Costs	10%	10%	10%	10%
COGS	70%	69%	68%	67%
Gross Profit	30%	31%	32%	34%
S,G&A	20%	20%	20%	20%
EBITDA	10%	11%	12%	14%
Incremental improvement		**11%**	**21%**	**35%**

Since purchasing is neither glamorous nor apparently very manageable (in a competitive arm's length market, suppliers will tend to offer similar terms), its importance can be overlooked. However, by employing competitive negotiating strategies, making early payments to take advantage of trade discounts and streamlining supply chains with information technology, real economies can be achieved to keep existing suppliers "on their toes". Another focus should be in staffing. Purchasing can be susceptible to cozy but sloppy personal relationships with suppliers and, in the extreme, kick-backs. The use of internal controls (such as authorized purchase orders, benchmarked suppliers and job rotation) can safeguard against inefficient purchasing.

Put Option • **Opcja sprzedaży** • A contractual right, exercised at the holder's discretion, which requires another party to buy an asset at a specified price within a specified time period. Options can be used as a *hedging* or *speculative* tool. For example, an investor may have purchased a put option that allows his shares to be sold at a certain price: if the market price drops, his *downside* is protected by the "strike price". Alternatively, a speculator, betting that prices will rise, can sell a put option giving others the right to demand payment. If the market price rises, the put option will not be exercised and the counterparty will have earned a fee based on successful *speculation*. Contrast with *call option*.



Q • **Q** • A NASDAQ stock symbol specifying that a particular stock is in *bankruptcy* proceedings.

Qualifiers (vernacular) • **Kwalifikacje** (żargon) • A quantitative program that investors use to screen stocks based on predetermined criteria, usually a variety of statistical measures. Actual investments will then be made from this distilled, "qualifying" subset of stocks extracted from the broader universe of stocks within the market. At market highs, there are very few companies that qualify while at market lows, there will be more.

Pain & Suffering

Typically, when we get into a severe market correction or recession, my screens will get in the neighbourhood of 200 to 400 **qualifiers**. Last June my screen had a new low: 35. In January, we hit 255. Normally, I'd start deploying capital… But I don't believe we're in a normal environment. I want to see more pain and suffering before I think it's safe to start buying in a big way.

Bob Rodriguez, institutional investor CEO
quoted in "Fortune" (Europe), February 18, 2008, p. 28.

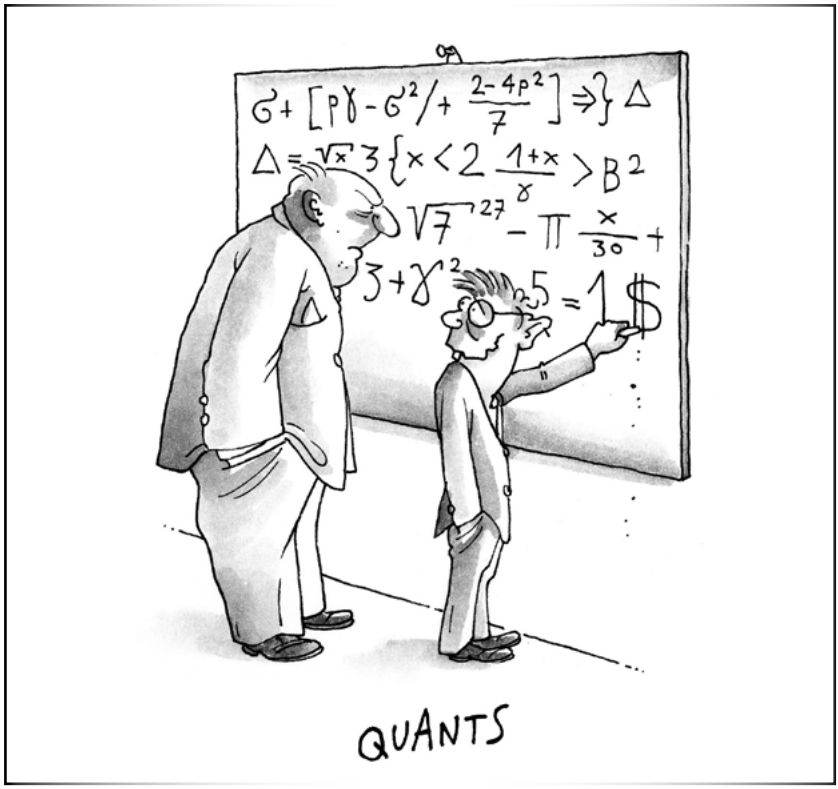
Qualitative versus Quantitative Analysis • **Analiza jakościowa a ilościowa** • A contrasting approach to securities research and performance measurement. Qualitative analysis looks at non-financial performance indicators such as reputation, staff morale, calibre of management, customer loyalty, etc.

These tend to be leading indicators of future quantitative results. Quantitative analysis focuses on measurable *financial performance indicators* such as profits, return on capital employed, etc. which are lagging indicators. A well-rounded judgement will consider both.

Quants (vernacular) • **Kwanty** (żargon) • **Mózgowcy** (żargon) • An informal description of people with sophisticated mathematical skills – quantifying everything – who apply themselves to business problems. For example, they can figure out things such as the following equation (excerpted from the "SABR Volatility Model" on the Wikipedia website)

$$\sigma_{impl} = \alpha \frac{\log(F_0/K)}{D(\zeta)} \left\{1+\left[\frac{2\gamma_2-\gamma_1^2+1/F_{mid}^2}{24}\left(\frac{\sigma_0}{\alpha}\right)^2 C(F_{mid})^2 + \frac{\rho\gamma_1}{4}\frac{\sigma_0}{\alpha} C(F_{mid}) + \frac{2-3\rho^2}{24}\right]\varepsilon\right\},$$

Quants are the most prevalent in modern finance, especially in the *derivatives* and *risk management* fields. Computers have liberated them. *Accountants* do arithmetic; quants do math. While their analytical skills are impressive, there is a lingering concern that their arcane arts can usurp common sense and sound business judgement (see below). See also *rocket scientists*.



Sensibility

Simply because something can be **quantified** doesn't mean that it's sensible. There is no substitute for vigorous or sceptical thinking.

James Montier, Societe Generale
quoted in the "Financial Times", May 3/4, 2008, p. 22

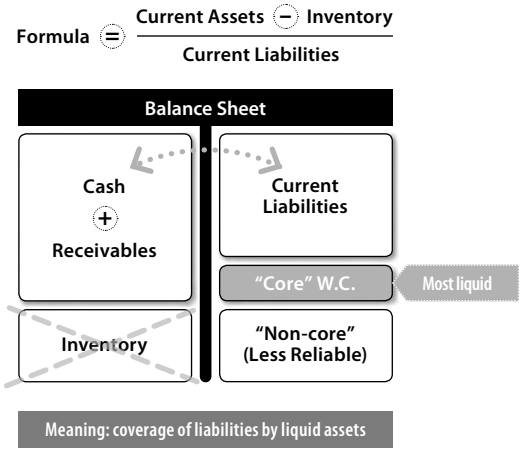
Quasi-equity (vernacular) • **Parakapitał** (żargon) • Financial instruments that could be construed as either equity or debt, depending upon the perspective of the observer. For example, perpetual (interest only) debt has some characteristics of equity (e.g. no principal repayment in the absence of default). Alternatively, equity (e.g. preference shares redeemable at the option of the holder) can in fact be a form of debt in disguise. Often quasi-equity is a result of a *financial engineering* exercise to conceal leverage. A careful reading of the detailed *notes* to financial statements is needed to sort things out. See also *complex forms of debt*.

Quick Ratio • **Acid Test Ratio** • **Wskaźnik płynności „szybki"** • A commonly used *liquidity ratio* which focuses on how much *cash* could be found quickly relative to the demands of short term creditors.

How Liquid Are They?

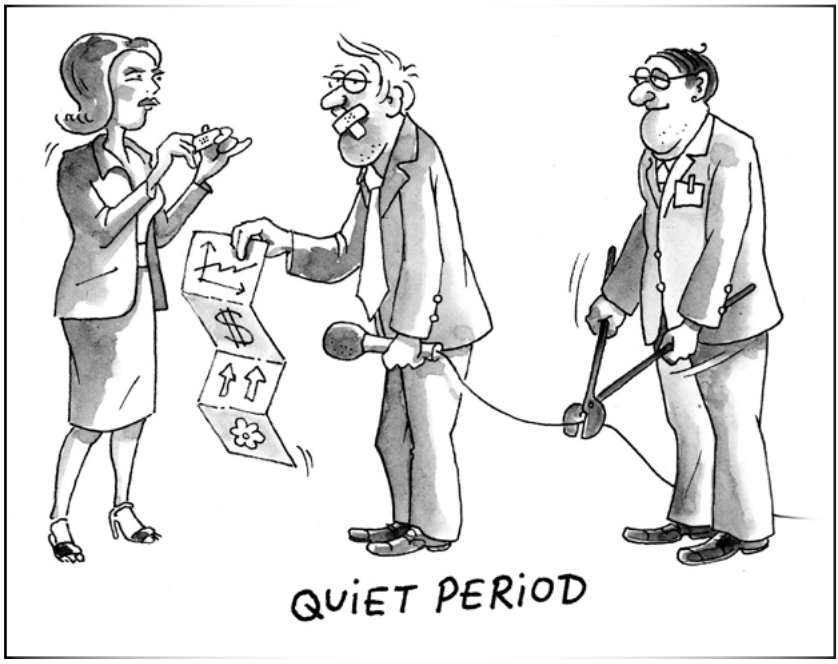
Version	Formula
Precise	$\frac{\text{Cash + liquid securities + } \textit{receivables}}{\text{Current liabilities}}$
Alternative	$\frac{\text{Current assets – inventory}}{\text{Current liabilities}}$

Quick Ratio
(Also known as:
Acid Test)



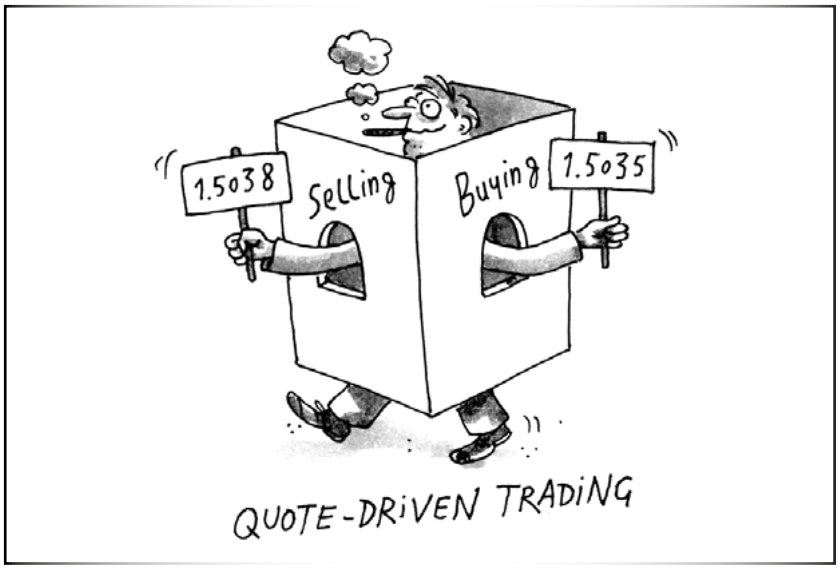
The ratio denies the *operating cycle*'s ability to convert *inventory* into cash. Since inventory may be difficult to sell in *financial distress*, the logic of the quick ratio is to be a purposely more rigorous test (hence "acid test") of liquidity in a "survival" mode when the *going concern* is doubtful.

Quiet Period (vernacular) • **Okres ciszy** (żargon) • A designated time period – typically 60 to 90 days depending on the regulator – prior to the sale of securities when there is an embargo on any new information released to the public. The idea is to give potential buyers a chance to digest all the relevant information needed to assess a stock. This will, in turn, encourage proper disclosure in a *prospectus*. If disclosure of new material facts is needed, it must be released in a revised prospectus and the sale of securities delayed. The quiet period is imposed on issuers and underwriters.



Quotation • **Notowanie** • The declared market price of publically-traded shares on a *stock exchange*. For a share to be quoted, there must be an active market in which transactions are consummated at a readily disclosed price. Otherwise, a share price will be a function of "arm's length" buyers and sellers reaching their own privately negotiated agreement. The term "to get a quotation" also refers to *going public*. See also *initial public offer.*

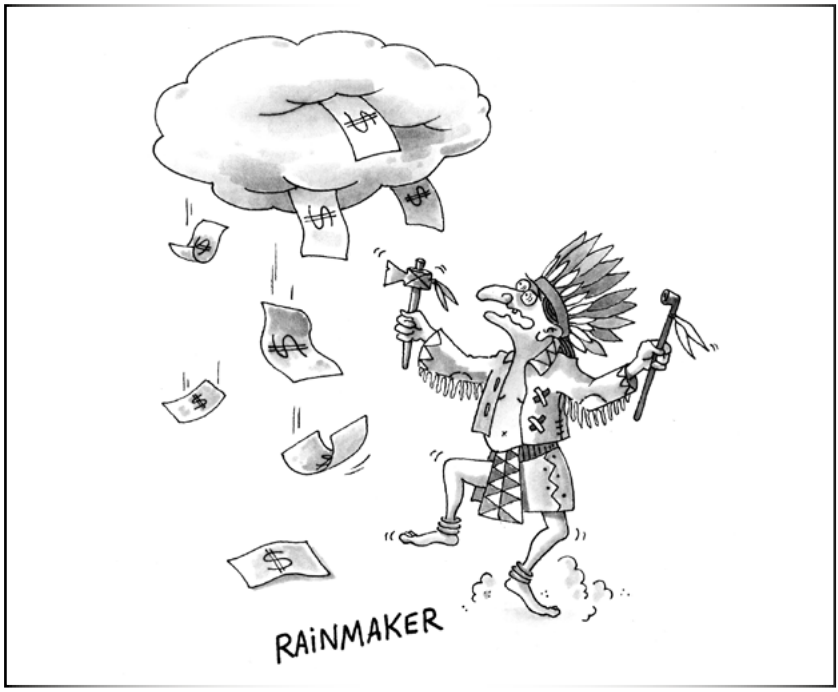
Quote-driven Trading • **Obrót oparty na kwotowaniach** • A securities trading system in which orders trade at prices set by a *market maker* who is always prepared to deal in the particular shares. This is in contrast to *order-driven trading* which depends solely on demand and supply conditions between buyers and sellers who happen to be participating in the market. The advantage of quote-driven systems is that they improve market liquidity. Investors can be sure that they can at least deal in reasonably small quantities of shares (large parcels are another matter) at the price quoted by the market maker. Some trading systems are hybrids of quote-driven and order-driven systems.



R

Rainbow Options • **Basket Options** • **Opcje tęczowe** • **Opcje koszykowe** • An *option* that is exposed to more than one type of uncertainty. Rainbow options are usually calls or puts on the best or worst of two or more underlying assets, or options which pay the best or worst of two or more assets. In order for the option to pay off, all of the underlying assets must move in the intended direction. Rainbow options are used, for example, to value natural resources deposits which are exposed to two uncertainties – price and reserve quantity. The idea of a "rainbow" comes from the spectrum of colours in light.

Rainmaker (slang) • **Zaklinacz deszczu** (slang) • Any powerful and respected deal maker, particularly an *investment banker*. Like a shaman who seems to have influence over the forces of nature, the rainmaker can move markets.



Ramp Up (vernacular) • **Podnosić, zwiększać** (dosłownie: 'wspinać się po rampie'; żargon) • To substantially increase business activity levels such as production or sales. This must usually be accomplished by taking some decisive action such as bringing a new product to the market or launching advertising campaign or investing in a new project. The term can also refer to artificial share price manipulation. The slope of a ramp takes effort to climb but takes us to higher levels.

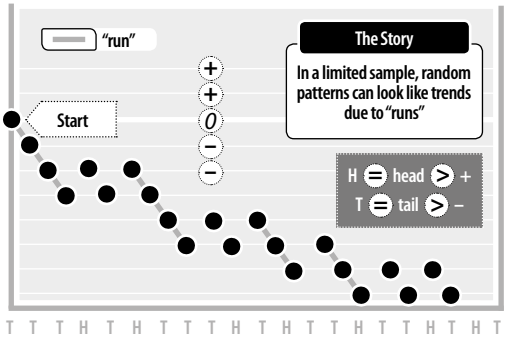
Upwards

While competitors mothballed projects, [the company] **ramped** up production, exported the plant's products and secured a strong position for itself in the [region] when the crisis ended.

Darrell Rigby, *Moving Upward in a Downtown* in "Harvard Business Review", June 2001, p. 100

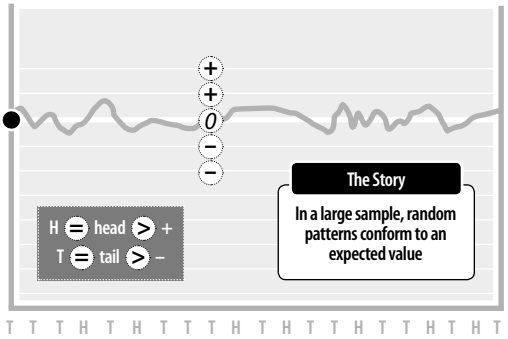
Random Walk Theory • **Teoria błądzenia losowego** • The idea that share price movements are random and therefore unpredictable. Shares should have an intrinsic price dependent on the fortunes of the company and the expectations of investors. This value will only be altered as new information becomes available causing share prices to fluctuate from day to day around an intrinsic value. This behaviour supports the *efficient market hypothesis* in its "weak form". The absence of a connection between past price movements and incremental share price changes implies that markets have fully digested all past information, including the implications of any trends. There is no way of knowing whether the next change in the price will be up or down, or by how much it will rise or fall. If a share price moves, it will be in response to completely "fresh" (i.e. unanticipated) information that is, by definition, unpredictable. Thus price trends cannot be detected in advance. Although it may seem, ex poste, that trends existed, it is because of the cumulative impact of new information or a string of events or runs. As demonstrated by a simple game of flipping a coin, there may be patterns in a limited number of tries but these are ironed out in the long run as the results settle down to an expected value. The implications to *securities research* activities of a random walk are profound: trying to predict the future based on past trends is futile.

Random Walk



Source: Author's coin flips, 09.05.20007, Euro Hotel, Bucharest

Random Walk



Monkey Business

On Wall Street, the term "**random walk**" is an obscenity. It is an epithet coined by the academic world and hurled insultingly at the professional soothsayers. Taken to its logical extreme, it means that a blindfolded monkey throwing darts at a newspaper's financial pages could select a portfolio that would do just as well as one carefully selected by the experts. Now, financial analysts in pin-striped suits do not like being compared with bare-assed apes…

Burton Malkiel *A Random Walk Down Wall Street*, 1999 p. 24

Rating Agency ► Credit Rating Agency.

Real Estate Financing • **Finansowanie nieruchomości** • A specialised form of financing for the construction and ownership of commercial *real estate* property. Developer/builders use *short-term* bank credit to complete construction of marketable properties that, upon sale to occupants or long term *take-out* refinancing, promptly *retire* bank loans. However, the building must be completed to its design specifications (completion risk), property values must hold firm over the construction period (market risk) and enough tenants/purchasers must be found to move in (occupancy risk). The superficial appeal of financing a real estate developer includes land's firm price ("not making any more of it"), the value creation from transforming raw land to finished structures and the unassailable strength of *mortgage* collateral. The dangers include the long time period between "breaking ground" and completion in which economic, social and demographic conditions can change. Part of the risk comes from the financing activity itself. Real estate values tend to be cyclical; bank lending itself can fuel this cyclicality by artificially boosting demand. When bankers withdraw credit from the market, values collapse in a market of inelastic supply. While there are sound principles to real estate lending which make it a prudent activity, banks which compromise their *credit standards* by lending aggressively in heated markets that then cool down can suffer losses. Real estate financing also involves *long term* lenders who will finance the ownership and operation of the property. Debt service comes from rentals, net of operating expenses and taxes. Term to maturity usually matches the life of the asset and can extend up to 30 years. These *take out* loans are often contributed to pools and securitized, off-loading much of the risk to other investors in *mortgage backed securities.* See also *Property Value at Risk* (*PVAR*).

Real Estate Investment Trusts • **REITS** • **Fundusze powiernicze inwestujące w nieruchomości** • A publicly traded investment fund that holds real-estate properties, typically income generating commercial buildings or residential apartments. Subject to qualifying under the law, they can be classified as "trusts" (i.e. assets that are being held on behalf of others). REITS thereby escape direct taxation if they distribute most (say 90%) of their free cash flow through to private investors who, in turn, may be able to shelter the taxable income if they have tax deductions. This feature attracts more investors and allows REITS to be more liquid than most property funds. REITS also allow industrial companies and institutional investors (such as *insurance companies*) to unlock the value of real estate that would otherwise have to be held on the books for long periods of time (e.g. 25–50 years for the life of most buildings). The

trust element of REITS fits well with the inherent nature of real estate: once a property has been built, there is no reinvestment needed apart from maintenance. Commercial leases provide a long term, stable source of income. In the case of residential apartments, REITS can be counter-cyclical to the private homeowner's market as "bad home owners become good renters". REITS were first developed in the USA in the 1960s where they have a large market capitalization of $340 billion ("The Economist", July 29, 2006, p. 73). The investment vehicle is now migrating to other countries as enabling legislation (reference: tax treatment and securities regulation) is put in place.

Real Estate Property • **Nieruchomość** • Land and its immovable physical property such as improvements, landscaping and buildings. Real estate (from the Latin "res/rei" = thing) is also referred to as "real property", "realty" or "immovable property". Its permanence contrasts with personal property (e.g. movable and depreciating things such as machinery, vehicles, money). In industrialized economies, real estate assets typically represent one of the largest single stores of wealth (for most households, their home is their most valuable asset; their mortgage is their largest debt). Although there is the notion of "squatter's rights", real estate can only fulfill its full potential value if there is an institutional *infrastructure* that assures property rights, including some kind of a system of title registration. (Economists have recognized that the lack of effective real estate laws can be a significant barrier to development in emerging markets). Lenders are attracted to *real estate financing* because of the safety of mortgages as collateral security. This can be a mixed blessing. Monetized property values can be a source of business capital (see *start-up*) and boost consumer confidence (see *wealth effect*). However, *economic bubbles* are often caused by over-lending into "hot" real estate markets whose demand is artificially driven by lending. See also *mortgage-backed securities.*

Investment Advice

Buy **land**! It's the one thing they're not making any more of.

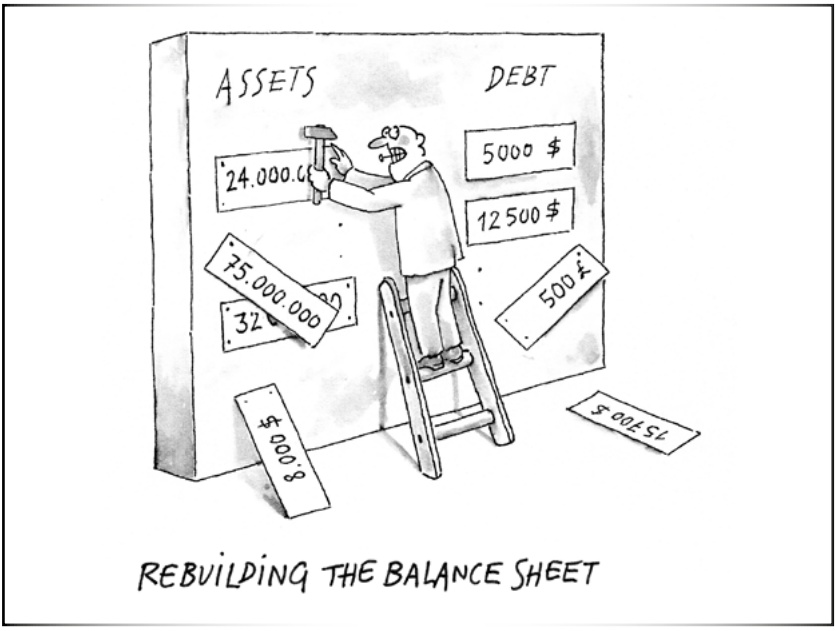
Will Rogers (1879–1935), American humourist

Real Option Theory • **Teoria opcji realnych** • A theory that looks at the value of future decision options. An option is the right to buy/sell something. In the same way, by keeping one's "options open" as opposed to "closing the door", you can capture future opportunities. For example, in judging capital expenditure decisions, real options theory tries to quantify the value of opening up more future options when an investment is made. Traditional capital expenditure analysis posited that cash flows would either be achieved or not achieved based on immutable projections. Whereas, in reality, measures will be continuously taken to manage a project's performance as it goes forward in time. Real option theory is also relevant to the decision to either *realise* on security (closing future options) or engage in a debt *restructuring* (leaving options open). Quantifying the valuations in real options theory involves sophisticated quantitative techniques.

Plenty of Options

> The alternatives constantly presented to most business men are between policies which may be distinguished as temporary and permanent. The temporary policy involves use of easily constructed instruments which soon wear out, and the permanent policy involves the construction at great cost of instruments of great durability. …In all cases, the 'best' results are secured when the particular series of renewals, repairs, or betterments is chosen which renders the present value of the perspective income stream the maximum.
>
> Irving Fisher, *The Theory of Interest* (1930)

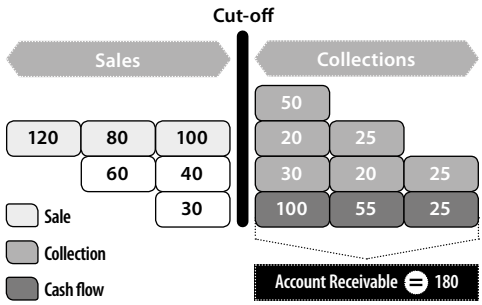
Rebuilding the Balance Sheet (vernacular) • **Odbudowanie bilansu** (żargon) • Any effort, typically after a string of losses, to restore less risky *leverage* levels by either paying down *debt* or increasing *equity*. The latter can occur either by patiently increasing *earnings retention* or, if it's a dire need, raising more capital by an issue of *shares*.



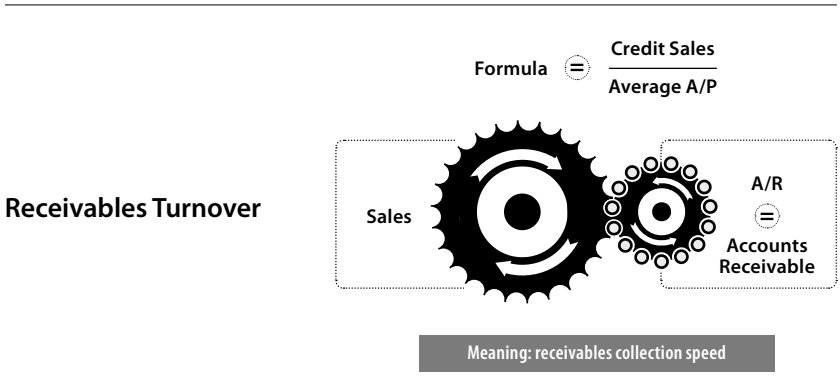
Recapitalization • **Dokapitalizowanie** • Injecting fresh equity capital into a business to reduce its *leverage* or to finance a step up in assets. It can also more broadly refer to any change in the financing mix between the various forms of debt and equity. See also *rebuilding the balance sheet*.

Receipts • **Cash Receipts** • **Collections** • **Wpływy gotówkowe** • *Cash* inflows from cash *sales* and the collection of *account receivables*. Receipts are a category of *cash flow* and can be thought of as "gross operating cash inflows" (i.e. cash generated from sales before deduction of cash expenses and payments to *trade creditors*). Receipts will be recorded in the "cash receipts journal".

Receipts



Receivable (Accounts) Turnover • **Wskaźnik obrotu należności** • The relationship between an *accounts receivable* balance at any one time and that of the sales volumes – sold on credit – that flow through that account. The smaller the outstanding receivables compared to annual sales, the higher the turnover and, by inference, the faster receivables are being collected. Most enterprises have to wait for their customer to pay money. That said, a company that is careful about who it gives credit to and which has an effective collection effort will usually have "fresh" receivables. This would be reflected in receivables turnover of, say, 8–10 times per year. The concern about a lower turnover is twofold: how to finance it and whether unrecognised bad debts exist.



Red Herring (slang) • **Czerwony śledź** (slang) • An informal description of a *preliminary prospectus* (which might also be referred to as a "pathfinder"). The *investment banker*'s slang originates from the red ink used in the preliminary prospectus' cover page to warn potential investors that the contents are official but not necessarily final. Perhaps as a private joke, the bankers' slang might also be linked to the conventional meaning of "red herring": a fallacy in which an irrelevant topic is presented in order to divert attention from the original issue. Word origin: dried, smoked herring, which is red in colour, has a strong and lasting enough odours that it can be used to throw off hound dogs by dragging across a trail.



Redeem/Redemption • **Wykup** • **Umorzenie** • An issuer buying back a publicly traded *bond* in order to cancel the obligation. It is akin to the repayment of a loan. The "redemption date" indicates when this may occur. It will not necessarily be the same as the bond's *maturity* date since the bond may have an option to be repaid earlier. The "redemption yield" is the yield on a bond sold at a discount to its face value that includes both the interest component and the present value of the future capital gain at maturity. A "redemption premium" is a bonus to compensate lenders for accepting below market *interest rates* that is paid when *bonds* are redeemed. Such bonds may be issued to *borrowers* who are not strong enough to immediately service full market interest but whose long-term prospects lenders perceive as favourable enough to defer returns. For instance, a *start-up* situation might justify such a debt. In effect, a redemption premium, which is in the guise of a principal repayment, is a deferral of interest. In accounting, both the *matching* principle and *substance over form* principle requires redemption premiums to be *amortized* over time and expensed in the *income statement*.

Word roots: from the Latin "re" = back and "emere" = buy combined to "redimere" = buy back; also means "to cleanse oneself of sin"; see below.

Unforgiven

Bankers fell victim to their love of risk, leverage, and high pay. **Remption** won't be easy.

Excerpt from cover of "Fortune", April 21, 2008

Registered Representative • **Broker** • An individual deemed to be qualified by securities regulators to give investment advice to the public. Any resulting transaction orders are passed onto a *broker* who executes the trade. The registered representative may work for the broker or be an independent adviser. To be registered, the individual must usually have certain minimum competencies and is to be bound by professional and ethical standards of conduct.

Registered Security • **Imienny papier wartościowy** • A financial instrument whose legal ownership is recorded in the issuer's books. If the security is traded in the secondary market, the change must be recorded. Registration is useful for several purposes. It allows communications with owners of the security. In the case of equity shares, they have voting rights which must be exercised through proxies and notification of *annual general meetings*. It also protects holders against loss or theft of the physical document. In contrast, a *bearer security* is not registered and can be bought and sold subsequent to issuance without the knowledge of the issuer. This is done primarily to facilitate ease of trading or perhaps to evade income taxes.

Registration Statement, Securities • **Wniosek w sprawie rejestracji papierów wartościowych** • A document submitted to a stock exchange authority (such as the SEC in the case of the USA) providing a detailed description of the issuer and the proposed financing. The securities regulator will review and approve the proposed transaction subject to being satisfied with its compliance with securities laws and there being adequate disclosure. The core part of the statement will form the *prospectus* for distribution to the investing public.

Regulation 144A (USA) • **Reguła 144A** (w USA) • A securities regulation that allows the waiver of the normal disclosure requirements if share ownership is confined to institutions and wealthy individuals, both of whom are supposed to be sophisticated enough to look out for themselves. The rule helps facilitate

private placement and deregulation of foreign securities in the USA. The price to be paid for such convenience is a value discount for any perceived degree of extra risk in not being fully compliant with the regulations.

Regulation, Financial Sector • **Regulacja sektora finansowego** • Even in economies otherwise committed to free markets, governments typically get involved in rule-setting and the oversight of the financial sector. This is done for a variety of reasons. Conducive economic policy requires sound, efficient and accessible financial institutions and capital markets. As a matter of consumer protection, the interests of investors must be safeguarded, especially if they are unsophisticated, small-time investors (the preverbal "maiden aunt"). Since it involves money, there is also the ever-present risk of criminal activity, such as fraud and deception. In the case of deposit-taking institutions, the money supply is considered a "public good" whose soundness must be guaranteed by the state. Since the negative externals of failure are far-reaching, there is a larger public interest at work that overrides private interests (unlike industrial sectors where failure is a normal and even healthy phenomenon – see *creative destruction*). Finally, the pivotal role of confidence and trust in the smooth operation of the financial sector means that the sector itself benefits from the back-stop assurances that only a government can give. This role is especially needed in a *financial crisis* when only a government agency, in its capacity as a *lender of last resort*, can create liquidity. All of these motives offer plenty of reasons to suspend an otherwise healthy laissez-faire approach to the operation of competitive markets. Traditionally it was commercial banks – carrying deposit liabilities with the public – that were the most regulated. However, with the secular trend favouring a greater role for capital markets, this is changing. Increasingly, regulation is covering activities beyond intermediation, especially if public safety nets are deployed to stabilize markets (see *buyer of last resort*). Another trend is "indirect regulation". For example, when regulated banks monitor and control their exposure to hedge funds, this creates a mechanism to oversee hedge funds themselves. There is an associated cost of regulation – called the "regulatory burden". The out-of-pocket costs increase government expenses and ultimately increase tax burdens on the tax-paying public. There is also a hidden cost of *morale hazard* from facilitating dysfunctional behaviour (instead of an alignment in which "user pays"). Finally, whenever regulations usurp what free markets could accomplish on their own, the financial sector's efficiency suffers. Ideal regulations are "light touch" (i.e. they try to maximise the use of spontaneous market discipline) and risk-based (focused on preventing problems vs. administrative and bureaucratic). See also *Securities and Exchange Commission,*

central banking (in the *Compendium of Banking Terms in Polish & English*), *Financial Services Authority* and *Markets in Financial Instruments Directive (EU).*



Mission Impossible

It's very, very, very hard to **regulate** people. If I were appointed a new regulator – if you gave me 100 of the smartest people you can imagine to work for me, and every day I got the positions from the biggest institutions, all their derivative positions, all their stock positions and currency positions, I wouldn't be able to tell you how they were doing. It's very, very hard to regulate when you've got hundreds of counterparties…[While] regulating is an important part of the system, the efficacy of it is really tough.

Warren Buffett on the inherent difficulties of financial regulation quoted *What Warren Thinks* in "Fortune", April 28, 2008, p. 27

Reinsurance • **Reasekuracja** • The *coverage* by one insurance company (the "reinsurer") of another insurance company in exchange for a share of the *premium* paid. It is analogous to *syndicated loans* amongst banks to spread risks.

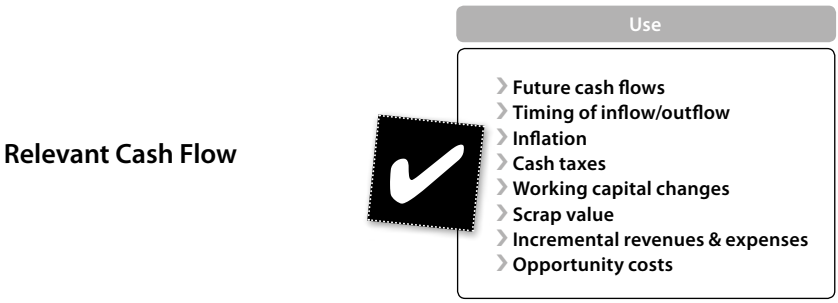
The original party being insured may or may not have knowledge of the arrangement. Typically, the reinsurer is a larger, better-capitalised company than the "front-line" insurance company. The reinsured company can also be referred to as the "original or primary" insurer, the "direct writing company" or the "ceding company" – all reflecting the relationships at work. The industry has its own unique vernacular. Risks are "laid off" in reinsurance "treaties" that provide "cover". Protection is subject to "deductibles" before any payment kicks in. Reinsurers tend to cover either an agreed amount of an insurance company's risk or any claims above a given threshold. The traditional bane of the insurance industry – including reinsurance – has been its cyclicality. Competition forces premiums down until "under-writing" losses make the market "tight". However every time premium rates rise, new capital rushes in, bringing rates down again. In the meantime, large and unexpected losses from such disasters as terrorism, medical malpractice and *directors' and officers' insurance* can wipe out capital. Since the whole point of reinsurer is protection against large catastrophes, "claims" can be substantial. There is even concern that climate change is producing more natural catastrophes. The reinsurance industry is largely unregulated. Rating agencies act as the arbiters of reinsurer's financial health. While treaty relations tend to operate as an "old-boy" network, they can become embroiled in disputes over payment. The world's largest reinsurance companies are typically European, with Munich Re and Swiss Re being the biggest in 2008.

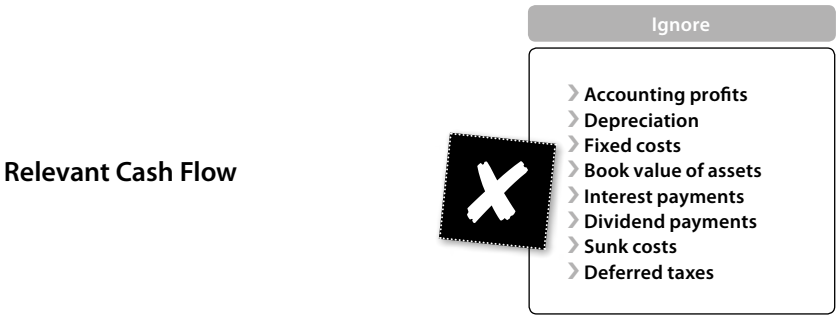
Reinvestment Rate • **Stopa reinwestycji** • Proportion of an entity's after-tax operating income that is reinvested back into the firm as opposed to being paid out in dividends. It is also known informally as the *plough-back ratio.* Subject to having an overall *dividend policy*, most firms will increase the rate the more investment opportunities they have.

Reinvestment Risk • **Ryzyko reinwestowania** • The risk that the cash flows from a fixed income instrument (e.g. bond) cannot be reinvested at the same *yield-to-maturity* discount rate of the investment due to changes in market conditions prior to the investment's maturity. For example, if an investor buys a 5 year bond yielding 7% per annum, the interest received may only be reinvested at, say, 5% if interest rates subsequently fall. Thus, while investors can lock in returns on an investment, they cannot lock-in "a return on their return". Reinvestment risk is a function of i) interest rate changes (larger declines = higher risk); ii) the size of the cash flows (larger cash flows being reinvested = greater risk) and iii) the timing of the cash flows (early cash flows, such as amortising loans, = higher risk). Reinvestment risk is particularly pronounced if the secu-

rity is callable or pre-payable: if interest rates drop, issuers will be naturally inclined to refinance at more favourable rates.

Relevance/Relevant Cash Flow • **Istotność/Istotny przepływ pieniężny** • The criteria used to determine what information should be factored into a decision. Relevance is closely related to economist's optimizing rule at the margin of time (i.e. at any point in time going forward): to maximize *profit*, set production output where margin revenue equals marginal cost. In *capital expenditure* budgeting, the relevance issue is very important. Only those things impacted by the decision (i.e. that have an impact on the future) should be considered. Accordingly, while *opportunity cost* has relevance, sunk costs have no relevance.

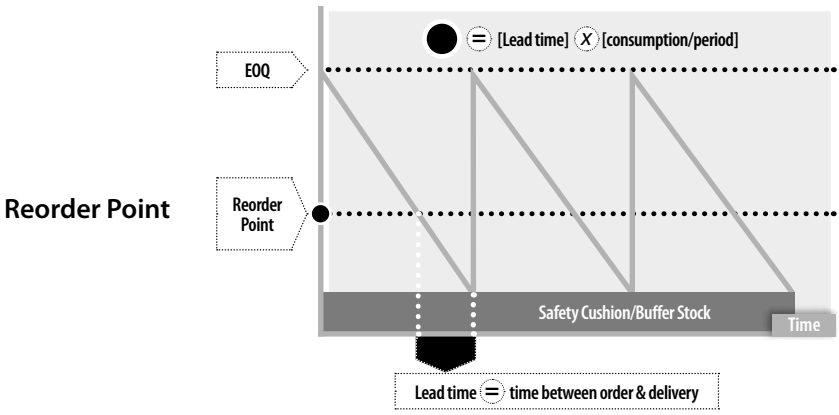




Rente (Old French) • **Renta** (starofrancuskie) • *Perpetual bonds* (i.e. interest only) issued by a government. Between 1850 and 1914, the Paris Bourse was the centre of what was then a huge world-wide market. The origins of French rentes went back to the government's restitution of confiscated wealth during the

French Revolution. By 1900, the French rente debt amounted to six times the country's annual budget (reference: *The Art of Finance* by Michel Fleuriet, p. 180). By way of comparison, in 2009, the US public debt was about 100% of its GNP or approximately 4 times its budget. Including the rentes of Germany and Russia, the value of rentes quoted on the Paris Bourse was 70 billion gold francs. With the turmoil of the First World War (between 1907 and 1928, the franc lost nearly 90% of its value) and the Bolshevik renunciation of tsarist debt, the rente market utterly collapsed. The wealthy persons ("rentiers") who lived off their interest income went from riches to rags planting a traditional French aversion towards financial markets. See also *gilt security*.

Reorder Point • **Moment zamówienia odbudowy zapasów** • The point at which inventory should be ordered, taking account of the lead time to deliver and the daily consumption, so as to not have a stock-out. The formula is [delivery lead time] x [average daily consumption/usage]. In the event of either unanticipated delivery delays or usage, a buffer stock can be available to meet demand.



Repatriate Earnings • **Transfer zysków** • To bring *earnings* – or more accurately *cash flow* – back to a home country market from an offshore investment. A *multinational corporation*, for example, will have foreign subsidiaries in other countries. Because the subsidiaries will be *consolidated* into the parent's financial statements, their income will be a part of the group's, regardless of whether the earnings stay in the foreign country or not. If the subsidiary has attractive local investment opportunities, it might reinvest its own earnings. However, to use the subsidiaries' earnings in other parts of the group, cash flow must be re-

turned to the parent. This can be done in various ways: *dividends*, *transfer pricing*, management fees, *interest*, etc. The choice is typically based on what the foreign country's laws permit and/or what is the most *tax efficient*. Ultimately any foreign direct investment must be judged like any other *capital expenditure* (i.e. net present value of its *relevant cash flows* in the future). In this regard, ex ante, foreign repatriation of earnings should be analysed net of any home country taxes and converted to the home country's currency rates after adjusting for expected foreign exchange movements.

Repurchase Tender Offer • **Przetargowa oferta odkupu** • The offer by a firm to buy back its own shares in the secondary market based on specified price, the number of shares it intends to repurchase, and the period of time for which it will keep the offer open.

Reputation Risk (Share Price) • **Ryzyko utraty reputacji (cena akcji)** • In perfectly efficient markets, any change in the net present value of a company's cash flows would be at least approximately reflected in share prices. However, markets may have a hard time quantifying the impact of adverse changes that could be symptomatic of deeper problems below the surface. A general level of confidence, or "reputation", can give well-respected companies the benefit of the doubt if adversity is sufficiently rare. So the airline with a good track record of safety can get away with one crash but not two. The risk of damaging a reputation is especially acute in any sector that requires a high level of public trust and confidence. Financial institutions will be severely punished by price discounts if the markets begin to perceive them as "accident prone".

Punishment

In 1991 a trader at Salomon Brothers tried to evade rules limiting the firm's participation in auctions of US Treasury bonds by submitting bids in the names of the company's customers without their knowledge. When this was discovered, Salomon settled the case by paying almost $200 million in fines and establishing a $100 million fund for payments of claims from civil lawsuits. Yet the value of Salomon **stock fell by far more** than $300 million. In fact the price dropped by about a third, representing a $1.5 billion decline in the company's market value.

R. Brealey & S. Myers, *Principles of Corporate Finance* (6th ed.), p. 27.

Residual Income • **Zysk rezydualny** • A measure of internal performance that compares *investment centre* profit (i.e. without any charge for interest or taxes) to a notional cost of capital (measured by charge for the *capital employed*). Any surplus indicates value-added versus the *opportunity cost* of capital being used by the investment centre. Residual income is equivalent to *economic value added* for the whole enterprise. See also *return on capital employed*.

Residual Income	
Formula =	Invest Centre Operating Profit – Capital Charge
Capital charge = (capital employed) x notional cost of capital	

Resistance Level (vernacular) • **Support Level** • **Poziom oporu** (żargon) • **Poziom wsparcia** • A level in stock market prices below which markets will not fall. It is psychological phenomenon based on confidence and perceptions of fundamental value. In a falling *bear market*, bargain-hunting buyers will emerge to prop up prices. Once the bottom of a market has been found, traders become much more confident and willing to invest. The market-centric idea is employed by *technical* traders.



Restitution Fund • **Fundusz restytucyjny** • Fines paid by *financial institutions* at the behest of *regulators* for the breach of securities laws are paid into a fund for the benefit of either state treasuries or investors who were harmed. In the USA, the biggest firms on Wall Street agreed to pay $1.4 billion in 2002 to end investigations into the behaviour and conflicts of interest of their *stock analysts*. Under the *Sarbanes-Oxley Act* (*Compendium of Accounting in Polish & English*), such fines should go to investors. In certain instances, the costs of restitution may be covered by *insurance*, although this would be contrary to the punitive

spirit of the fines. As well, many *investment banks* will have to defend themselves against lawsuits brought against them by shareholders and investors.

Pay Up!

Fines paid by Wall Street firms as part of a "global settlement" with securities regulators could go to a **restitution fund** for individual investors who lost money by following Wall Street stock recommendations. The total to be paid by a dozen large firms could be more than $1 billion.

"Silver lining for some investors" from the "International Herald Tribune", November 22, 2002, p. 11

Restricted Shares/Stock • Akcje o ograniczonych prawach • Shares that cannot be sold for a specified period of years. These are sometimes issued to employees in lieu of stock options.

Retention Payment • Hold-back • Wstrzymana płatność • A portion of a contract that is withheld pending assurances that the service or outcome is completed according to the contract's specifications. For example, a building contractor could have, say, 15% of its total payments withheld until an independent expert certified that the building was completed. Another concern would be the existence of any *mechanic's liens* by unpaid subcontractors. Retention of payment raises several financial issues. Until it is paid, the ultimate profitability of the contract is uncertain. Additionally, if it is greater than the contract's profit, cost outlays must be financed from another source outside the contract. Finally, an element of *credit risk* arises if the contracting party cannot or will not pay.

Return of Profits Regulations • Zasądzenie zwrotu zysku • A sanction applied by the *SEC* whereby defendants accused of *insider trading* consent to forfeit any profits they have earned in return for having to neither admit nor deny any wrongdoing.

Return on Assets/Investment • RoA • Rentowność aktywów • A popular *financial ratio* that compares various versions of earnings to the amounts invested to generate such income. The resultant percentage gives a figure that is comparable to an investment *yield* and is an important enterprise *performance* metric (see quote, p. 28). There are three conventional ways to calculate RoA:

Asset Yield			
RoA	=	Net Income / Average assets (*)	x 100%
	=	Net Income + After tax Interest / Average assets (*)	
	=	Operating Income (EBIT) / Average assets (*)	
(*) average of opening + closing assets			

RoA is a function of *return on sales* and *asset turnover*. It is only meaningful when compared to a trend over time or amongst peers. The version that backs in after tax *interest* in order to get a "pure" picture of the asset's productivity without regard to *leverage* is arguably the most useful. Regardless of the version used, the most important thing is consistency. See also *return on equity*.

The Name of the Game

No other financial principle with which I am acquainted serves better than **rate of return** as an objective aid to business judgement... It is a rule of the game so to speak. There are other measures for the running of a business; for example, profit on sales, and penetration of the market, but they do not supersede return on investment.

Alfred P. Sloan, Jr, *My Years At General Motors*, 1963.

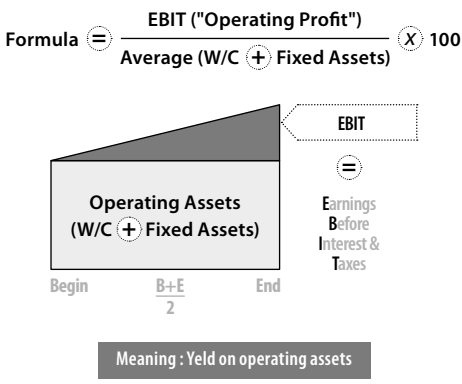
Return on Capital Employed • ROCE • Zwrot z kapitału zaangażowanego • A measure of internal performance of an *investment centre* that compares attributed profit (e.g. before interest and taxes) to *capital employed*, defined as *fixed assets* and *working capital*. It is a similar concept to *return on assets*, the yield measure for one particular asset or project. If the ROCE is greater than an imputed or notational *cost of capital*, it is surpassing a *hurdle rate*. See also *return on invested capital, return on equity* and *residual income*.

ROCE		
Formula	=	Invest Centre Operating Profit / Capital Employed
Capital Employed = fixed assets + working capital		

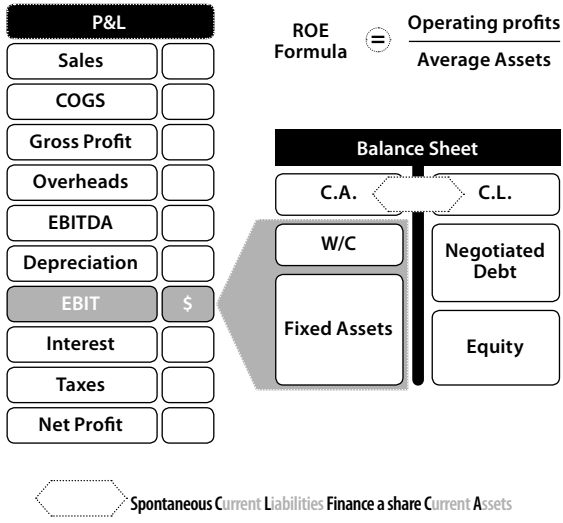
In large, diversified businesses it is vitally important that ROCE targets are achieved. Otherwise a unit may not be carrying its weight or worse yet, is being

subsidized. A problem in the calculation of ROCE is the sharing collective costs (say, head office expenses) and sorting out cross-subsidies (i.e. an activity – say product service – may appear to have a negative ROCE but actually helps other investment centres do well).

Return on Capital Employed
Also known
as "Return on Assets"



Return on Capital Employed



Return on Equity • **ROE** • **Rentowność kapitału** • A popular *financial ratio* that compares net *profits* available to the owners to the amount of *equity* they have invested. The resultant percentage gives a figure that is comparable to an investment *yield*.

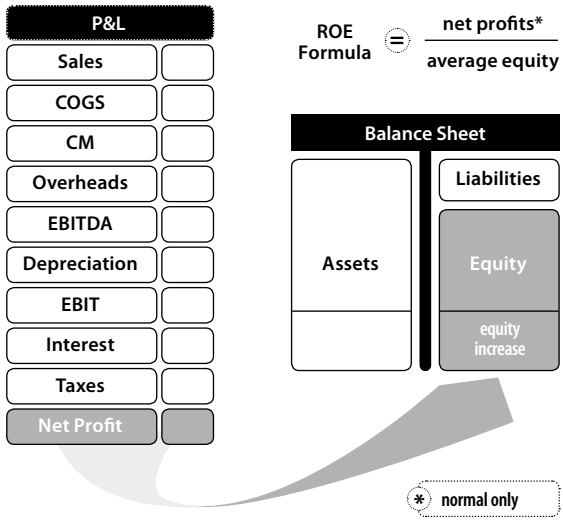
How Are the Shareholders Doing?		
ROE	=	$\frac{\text{Net profit}}{\text{Average equity (*)}}$
(*) average of opening + closing equity		

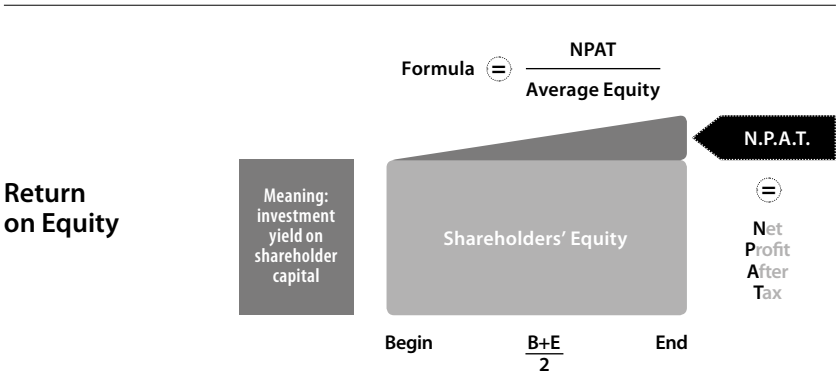
ROE, which is one of the best *bottom line* measures of financial *performance*, can be a function of several forces:

- *management* capability,
- *competition,*
- strategy,
- *business cycle,*
- *leverage.*

In a competitive market, ROE tends to be subject to averaging forces or a regression towards the mean. It is thereby difficult for enterprises to sustain an exceptional ROE. If ROE is low, a business will either fall, be taken over or be subject to *turnaround* effort. If it is high, business will expand and naturally experience reduced returns with market saturation.

Return on Equity



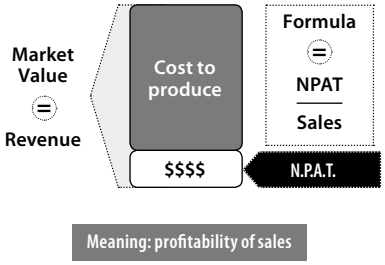


Return On Invested Capital • ROIC • Return on Investment • ROI • Zwrot z kapitału zainwestowanego • Zwrot z inwestycji • A *yield* calculation to measure the profitability (before finance charges) of individual investments or projects. If both the profit and the investment go to perpetuity, a ROI will equate with an *internal rate of return*. However, when projects have shorter lives, the ROI can be calculated several ways (average profits divided by either initial investment or average investment; alternatively, annual profits divided by each period's net book value). ROI can be used for *capital expenditure decisions* although it is flawed (re: multiple results; no reflection of the time value of money; no objective criterion, etc.). That said, managers may consider a project's ROI to see how an investment compares to the firm's existing financial results. ROI can also be a synonym for *return on capital employed,* although the latter more accurately refers to an operating division within a larger company.

ROIC/ROI	
Formula =	Operating Profit from a Project / Capital Invested in a Project

Return on Sales • Net Profit Margin • Zwrot ze sprzedaży • Stopa zysku netto • A *financial ratio* that focuses on *profitability* of selling activities. It can be a useful metric in *trend* analysis and *peer* comparisons. Its inherent meaning as an absolute number is less explicit since the ultimate objective of *return on equity* can be achieved a number of ways (see *Du Pont* formula). A company could have a low return on sales (say, a hypermarket) but generate satisfactory results by virtue of a high volume of sales. As well, return on sales is net of interest expense and is thus affected by financial *leverage*.

Return on Sales (Net Profit Margin)



Returns to Scale • **Korzyści skali** • Changes in variable/direct costs per unit which occur over a range of volume output. Note that returns to scale do not reflect changes in fixed/indirect costs per unit that will inevitably fall with output increases as fixed cost *allocations* are spread over more units. These may be called "economies of scale". "Increasing returns to scale", which reduce variable costs, can occur because of labour specialization, "learning curve" effects (i.e. repetition allowing people to get better at their job) and material purchase discounts. "Decreasing returns to scale", which increase variable costs, can occur because of bottlenecks, breakdowns, over-time or labour shortages. Returns to scale are an important consideration in *cost-volume-profit analysis*.

Reuters/Bloomberg Screen • **Ekran Reuters/Bloomberg** • Computer display screens that carry financial market trading information, especially prices and transaction volumes of shares, bonds, commodities and other financial assets. They also stream in a continuous feed of information of interest to traders. There are many technologies but the ones fed by the Reuters or Bloomberg newswire services are the most well known.

Revenue Stream (metaphor) • **Strumień wpływów** (metafora) • Any flow of sales or net earnings over an extended period of time. Usually connotes some reliable source of income from a market niche, customer or product.

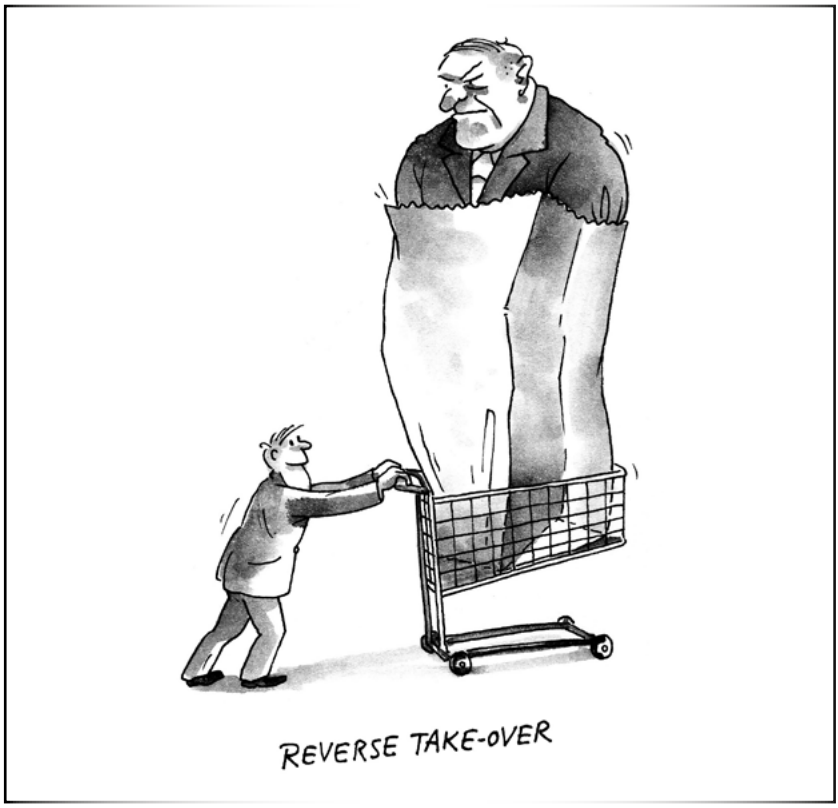
Reverse Premium • **Premia leasingowa** • Up-front cash payments made by landlords to induce a tenant to sign a long-term lease. A reverse premium should be *amortized* over the life of the lease as a reduction in rental *expense* as opposed to including it in *income* in the period received.

Reverse Repurchase Agreement • **Reverse Repo** • **Umowa odsprzedaży** • An agreement to purchase a *security* and then sell it back to the original owner. Contrast with repo.

Reverse Split • **Odwrócony split** • An exchange of many shares into a single share in order to raise the price per share (the total market capitalisation remaining unchanged). Reverse splits are undertaken to avoid the stigma of low share prices (see *penny stock*). See also *reverse squeeze out*.

Reverse Squeeze Out • **Przymusowy odkup akcji** • A variation of a *squeeze out of minority shareholders* in which controlling shareholders conduct abusive reverse stock splits and forcibly divest minorities left with less than a single share.

Reverse Take-over • **Przejęcie odwrócone** • When a small company, typically a private one, buys a larger company, typically a publicly traded company. This would normally be difficult to do (how can the small company afford it?) and usually requires some *corporate finance* initiatives (e.g. small company pledges the large company's assets to secure acquisition debt). One common motive in a reverse take-over is as a cheap means (by avoiding registration fees and *flotation* costs) to acquire a stock exchange listing. See also *shell company*.



Reverse Yield Gap • **Odwrócona luka w dochodach** • The lower *dividend yield* on relatively high-risk equity shares compared to the yield on relatively low-risk debt. In the face of the *risk-reward trade-off* (which suggests that higher risk must be compensated by higher returns), the gap is attributable to stockholder's expectations about long-term *capital gains* on shares. Equity investors will presumably accept modest dividends in return for appreciation in the value of shares that comes from low dividend pay-out ratio with a consequently high reinvestment rate.

Review of Prospectus, Auditor's • **Opinia niezależnego audytora** • Under most stock exchange rules, auditors must review and agree to the financial statements used in a prospectus. A "hot" review is done prior to issuance; a "cold" review is done subsequently.

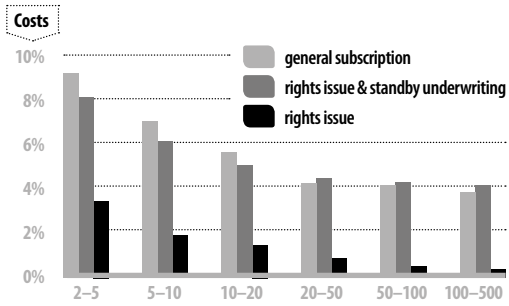
Rights Issue • **Prawo poboru** • An exclusive offer of *equity* shares to existing *shareholders* of a joint stock company. The right to buy, pro rata to existing shareholdings, ensures that shareholders can maintain their ownership and avoid *dilution* of ownership by new, third party shareholders. If shareholders do not wish to exercise their rights, they can always sell them in the market. In some jurisdictions (e.g. Britain) rights issues are mandatory. Rights issues are sometimes used in *turnaround* situations to re-*capitalise* an over-*leveraged* company. Because the new shares are typically issued at a discounted price, existing shareholders are supposedly reluctant to let others buy cheaply; they might then be induced to save "their" company and protect their previous investment, hoping that they are not "throwing good money after bad". The exercise price of the right is set well below the market price of the shares (otherwise there would be no incentive to exercise the right). Because of the *dilution* effects of more shares being outstanding, the share price will fall to an "ex-rights" (i.e. after rights issued) price:

Ex-Rights Share Price	
"Ex-rights" Share Price	$\frac{\text{Market Capitalisation Pre-rights + Proceeds of Rights Issue}}{\text{Total number of shares outstanding ex-rights}}$
Alternatively:	
"Ex-rights" Share Price	$\frac{\text{Share Price Pre-rights + Exercise Price of Rights}}{\text{Original share + New shares issued per existing share}}$

The inherent value of the right will be the difference between the exercise price and the ex-rights share price. So long as shareholders either exercise their right to buy or, if they renounce their right, they sell their rights, there will be no change

in their net wealth (although its composition will be altered). Moreover, the exercise price does not matter so long as it is below the market price. A rights issue most attractive feature is its cost advantage (see below). Offsetting this advantage is the confinement of the investor base to existing shareholders and the fear that avoidance of the scrutiny of broader financial markets (rights offerings do not require prospectus) will be taken as a *signal* of some weakness.

Rights Issue: Cost Advantages
Size of issue in $ millions



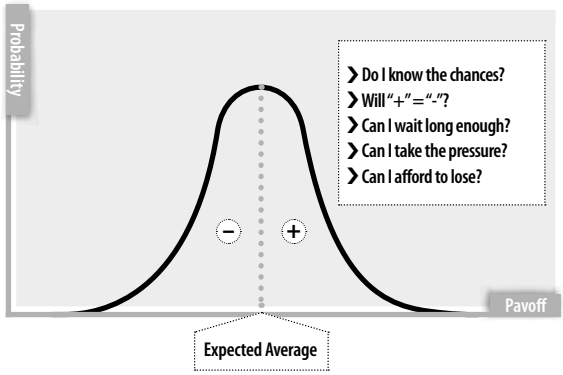
Source: Damodaran, *Corporate Finance*, p. 531

Rising Star (vernacular) • **Wschodząca gwiazda** (żargon) • A company with very favourable performance and future prospects that was previously in the doldrums. A turning point is getting an upgrade in its credit rating that takes it from speculative to *investment grade* status. It is the opposite of a *fallen angel*.

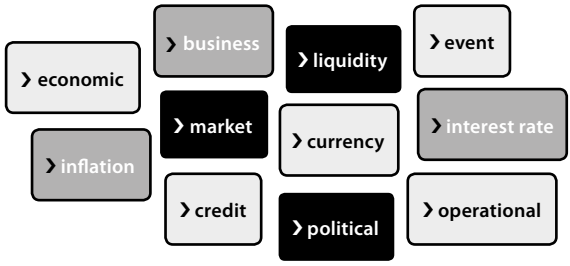


Risk • **Ryzyko** • The danger that a certain unfavourable event will occur in the future which can be at least dealt with by objective probabilities based on past performance or the averaging effect in a large population. This contrasts with "uncertainty" which cannot be predicted because there is no soundly conceived technique to deal with random chaos. The word itself derives from the Italian risicare "to dare" – exercising calculated choice versus passively resigning yourself to fate. Granted, the future is impossible to predict precisely (i.e. forecasts are inherently uncertain; they are always wrong) but it is the *downside*, or harmful outcome, that consumes people's attention

Risk



Risk



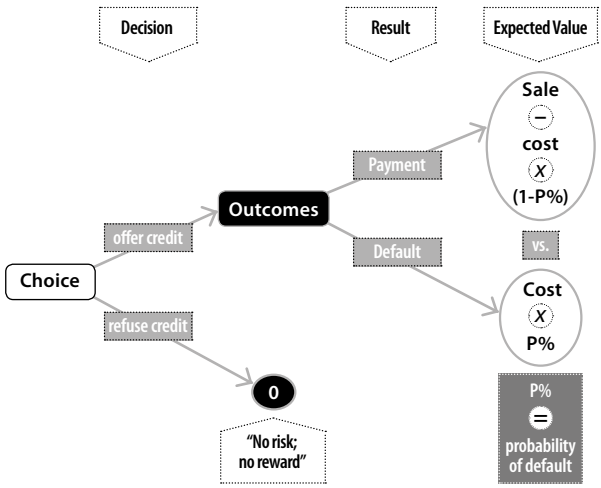
Risk Adjusted Cost of Capital • **Koszt kapitału skorygowany o ryzyko** • A *cost of capital* calculation that adjusts for the business's risk. Such risk can come from *operating leverage* (volatility in operating earnings) and/or *financial leverage* (volatility in after tax earnings). Intuitive common sense might tell you that a highly leveraged business in an unstable industry should have a high cost of capital. Shareholders would be looking for higher *yields* and shares priced accordingly. Modern financial theory brings much of this into question. Mod-

igliani & Miller have argued that leverage, under certain assumptions, does not affect the value of a firm. The *capital asset pricing model* argues that, in *efficient capital markets*, company-specific risk disappears with diversification in a *portfolio*. Therefore, a firm's specific risk taking (in its markets or products) is less important than its earnings volatility, as measured by its "beta", relative to the stock market. Risk adjusted cost of capital is meaningful within *small and medium enterprises* whose shares are not traded in a market. Entrepreneurs and venture capitalists typically demand high returns. In addition, lenders charge higher interest to compensate for credit risk and the higher costs of administrating small loans.

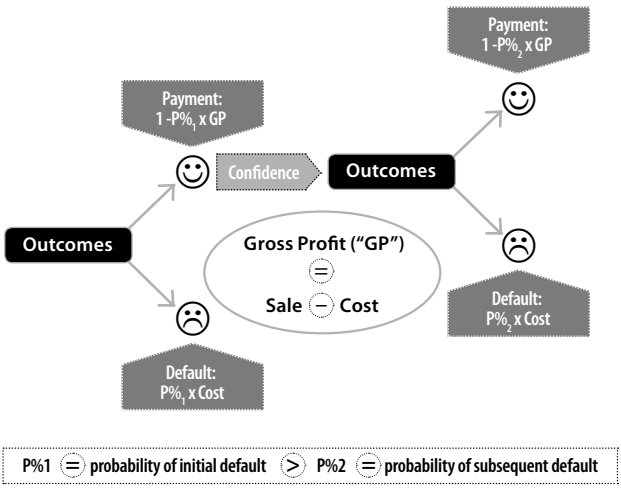
Risk Appetite (vernacular) • **Stopień akceptacji ryzyka** (żargon) • **Skłonność do ryzyka** • The degree of desire to accept *risk* in a commercial transaction. It could also be called "risk capacity" or perhaps "risk tolerance". Risk appetite will be a function of several things. The decision maker's attitude to risk is important. Most of us won't take any chances unless we have to. Another consideration is *diversification*, especially in terms of the size of the transaction's downside compared to the financial resources at hand. Smaller businesses cannot afford to gamble and lose as much as big corporations. (This is perhaps one reason for the saying: "The rich get richer and the poor get poorer"). A view on future business conditions will certainly have a bearing (for instance, if we think a *recession* is looming, extra caution will be exercised). Finally, the *risk-reward trade-off* will govern much of risk appetite. We can readily see this in the case of selling on *trade credit.* Risk appetite will typically be determined by selling margins. A risk neutral seller would balance the benefits of taking risk against the costs and weight them by expected probability. Thus the expected benefits could be quantified as: *gross profit* x probability of payment (= reciprocal of the probability of default). The expected costs would be losses x probability of default. A threshold situation would be where expected benefits just equal expected costs: Cost x P% = (Price – cost) x (1-P%). Solving algebraically, this will occur when the *gross profit margin* equals probability of default. Thus, the higher the gross profit margin, the more trade credit risk can be assumed. In the case of repeat orders, even more risk can be assumed since a priori probability of default will tend to fall as a track record of successful payments is built up over time. Additionally, repeat orders build up customer loyalty and offer more profit opportunities. Assuming suppliers are earning margins of, say, 10%-30%, trade credit should be *spontaneously* forthcoming. Inability to obtain trade credit is thus a bad sign (unless the buyer is taking *early payment discounts*). In the same way, other financial decision makers will respond to risk accordingly. For example, with their lending margins of 1–2%, *commercial banks* will strive to be very

"prudent". In contrast, *venture capitalists*, with target returns of, say, 30–50%, will be more willing to *speculate* by "taking a flyer".

Risk Appetite: Initial Decision



Risk Appetite: Repeat Orders

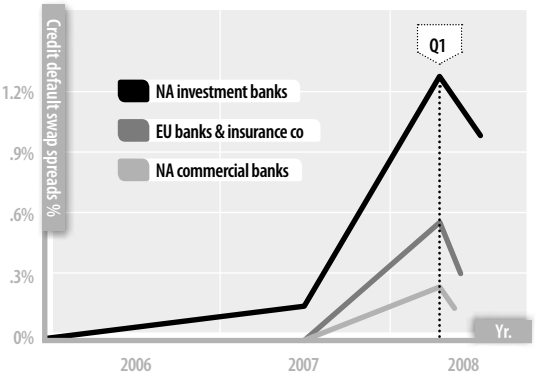


Risk Capital • **Kapitał ryzyka** • A broad term for any source of financing – typically equity – that is prepared to incur high risks in exchange for the promise of high returns (say 30%+). For example, it could be deployed in a business start-up, a restructuring or a special transaction such as a leveraged buyout. *Hedge funds, private equity* and venture capitalists are the typical providers.

Risk Factors (Prospectus Disclosure) • Czynniki ryzyka (w prospekcie emisyjnym) • A mandatory *disclosure* requirement in a *prospectus* that alerts potential investors about the things that could go wrong with the investment. While part of the motive for this a genuine desire to protect investors, another motive is to eliminate the legal exposure from lawsuits. If problems do crop up, risk factors constitute a "we told you so" warning.

Risk Premium • Premia za ryzyko • The extra *yield* required by investors or lenders to compensate them for the perceived extra degree of risk compared to the returns available on a safer alternative. Thus, if the "risk free" yield (usually taken to be the *treasury bond* long term yield) is, say, 5%, rational investors would need, say, a 10% premium or a 15% yield, to entice them into the *stock market*. The amount of the risk premium is based on the investor's *risk-reward trade off* which asks: "How much risk is there and how much compensation do I need to accept it?" For lenders, risk will reflect their confidence in *repayment forecasts*. In the case of traded shares, the risk will reflect the volatility of the company's *earnings* and the market itself (see *capital asset pricing model*). Risk premiums arise because of uncertainty over future cash flows. If the cash received from here to Judgement Day were known in advance, there would be no need for a risk premium. *Valuation principles* for financial assets would calculate a net present value at a discount rate reflecting prevailing market interest.

Risk Premium

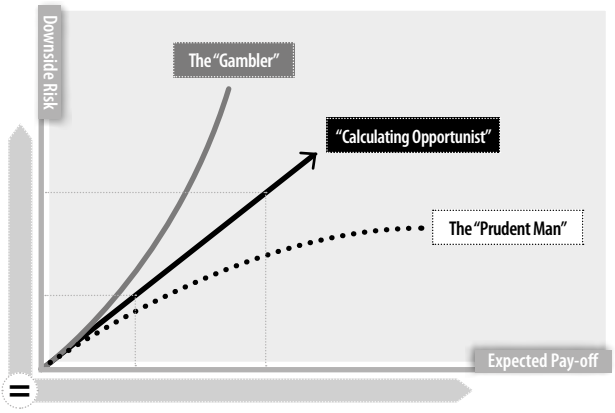


Source: BIS 78th Annual Report, 2008; stylized version of Graph VII.1

Risk-Reward Trade-off • Optymalna relacja ryzyka i dochodu • A basic concept in *corporate finance* describing the preference or tolerance for financial risk (i.e. the chance of economic loss, in return for earning financial benefits as compensation for risk taking). The comfort of slimming the chances of failure

while reaping the fruits of rich rewards are, thanks to a *competitive* marketplace, mutually exclusive. The market does not provide both. You must balance, or "trade off", the two to meet your own individual preferences, inclinations, constraints or obsessions. Being "risk-neutral" means prepared to accept a tolerable amount of risk if correspondingly rewarded – a classic Rational Man notion which breaks down in real life when the stakes get high enough to wipe you out. Arguably banks are risk neutral – they will take risks if rewarded – but only up to a certain threshold equal to their *shareholder's* capacity to guarantee, via bank capital sufficient to absorb losses, risklessness to depositors. A fallacy in the risk/reward trade-off is precision. While rewards may be clear, risks are usually muddled. "The face of uncertainty is humble, not arrogant" (Lowenstein). Most importantly, in the absence of investing in an efficient market, it is quite possible to incur risks that are not necessarily rewarded by higher returns.

Risk-Reward Trade-off



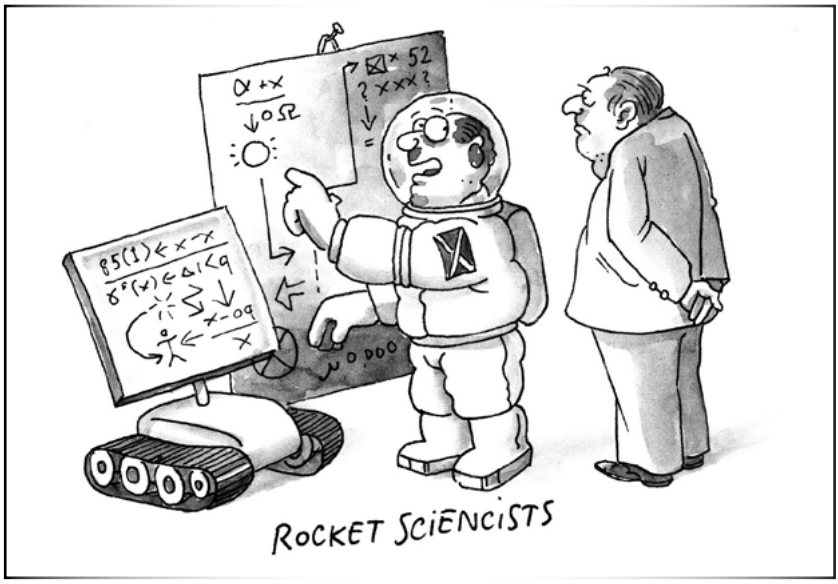
The Atheist

All their due diligence is done with one result in mind – reducing the downside. The investor wants to win by being smarter than the other guy, not braver. "We hate risk, we really do", he says. "That saying that return is **somehow proportionate to risk** was invented by a Wall Street guy with a very risky deal. It means there is some God up there who says, 'You know, Sir, you took a very big risk, so here is your reward.' As far as we can figure out, the mechanism doesn't exist".

Wilbur Ross, a highly successful auto parts sector investor quoted in "Fortune" (Europe), *Dispatches*, December 11, 2006, p. 33–34.

Road Show (slang) • **Wyjazdowe prezentacje dla inwestorów** • Travelling meetings conducted by *securities* issuers and their *investment bankers* designed to communicate information to potential *investors*. Often used with *initial public offerings* to stimulate investor interest. Audiences are typically select *institutional investors*. While sufficient information should be contained in a *prospectus* or *investment research*, a road show offers more promotion power from presentations, management talks and hallway contacts.

Rocket Scientists (slang) • **Specjaliści od techniki rakietowej** (slang) • A humorous description of highly educated employees in financial institutions who use sophisticated mathematical techniques and complex computer programmes to create exotic risk management tools. They may also be referred to as *quants*.



Round Lot • **Pełny pakiet** • A minimum number of shares – typically 100 – allowed by a stock exchange for trading purposes. In the case of bonds, it might be $1,000. Contrast to *odd lot*, an amount less than the minimum.

Round Tripping (vernacular) • **Metoda round-tripping** (żargon) • Strong corporate borrowers with access to cheap credit redeploy the funds in the *money market* earning (a typically modest) spread. See also *Carry Trade.* It can also refer to short-term trading in financial instruments by investors who are able to

negotiate lower trading commissions. Round tripping is part of the arbitrage process that seeks out and tries to exploit pricing anomalies in the market.

Rule of 72 • **Zasada 72** • A simple *rule of thumb* that tells roughly how long it will take for the *power of compounding* to double an invested amount of money. Simply divide 72 by the interest rate (to be precise the rate in decimal terms times one hundred; i.e. 8% = .08 x 100 = "8"). For example, an investment growing at a rate of 8% per annum could be expected to double in value in approximately [72/8 = 9] nine years. Compare to *Rule of 78s* (*Compendium of Banking Terms in Polish & English*).

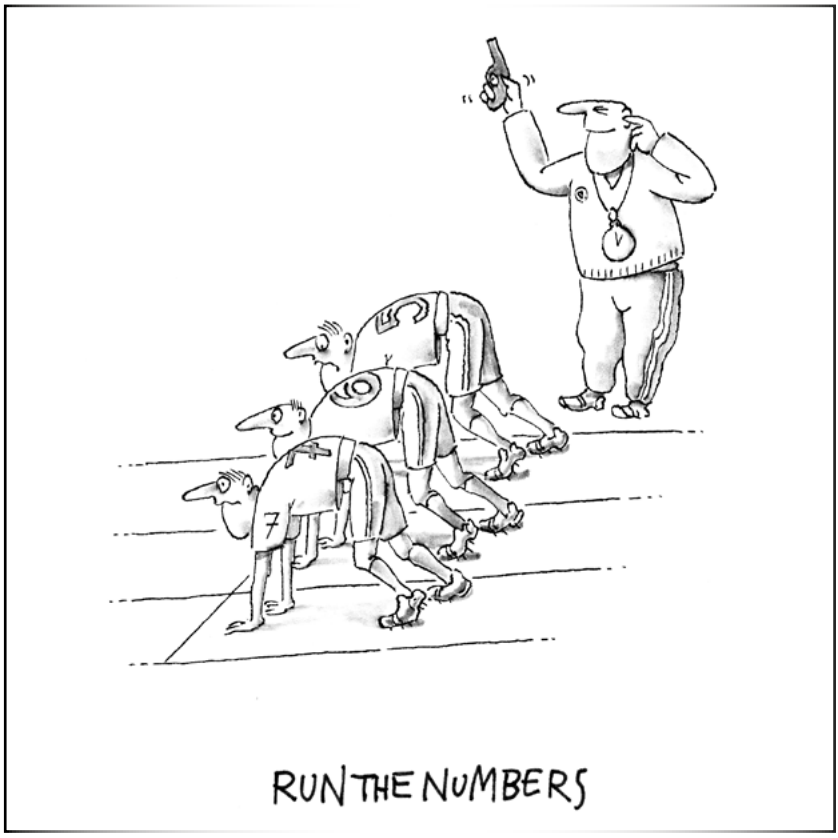
Rumour Mill (stock market) • **Woda na młyn** (giełda) • The unsubstantiated information that constitutes a rumour is inherent in markets that digest information. Rumours come in many guises. Some rumours start from hard facts and morph into something else through their repeated telling. Some rumours are informed speculation that will prove both prescient and profitable for those that bet on them. Some rumours are entirely made up to purposely jolt the market (see *pump and dump*). Typically rumours are ignored by long term investors or offset by a counter-rumour. Companies will often make public statements to clarify matters and thereby quash any misinformation. Deliberately spreading a false rumour is a form of stock market manipulation and is illegal in most countries although it can be difficult to prove. A common defence will be that a rumour was simply being passed on as to opposed being initiated; another defence is that committing an error in judgement is not the same thing as a deliberate falsehood. In the case of financial institutions that operate on confidence, adverse rumours in the midst of a *financial crisis* can be particularly damaging. Even the existence of a rumour and its subsequent denial can make shareholders jittery. For example, in 2008, the shares of a large UK bank, HBOS, fell by 17% in one day based on a false rumour that the bank was short of cash (reference: Financial Times", *Muzzle the market manipulators*, March 22, 2008, p. 6). See also *"Buy on Rumours, Sell on News"*.

Guilt By Association

Either Kowalski's bicycle was stolen or he was caught stealing bicycles. I'm not sure which. But, for sure, it looks like Kowalski is somehow involved in stolen bicycles.

Polish adage

Run the Numbers (slang) • **Analiza liczbowa** (slang) • To check the commercial merits of a business proposition by quantifying the amounts involved in investing or profiting. This might involve a *budget* or a *forecast*. Thus, a manager might say: "It sounds like an interesting idea; let's run the numbers to see how much it would actually cost". Or, an analyst might say: "Until we run the numbers on various scenarios, our earnings per share estimates are unclear". The provenance of the term is related to the "running" of computer programs.



S

SABR Volatility Models • **Modele zmienności SABR** • A complex mathematical formulation used to quantify volatility in interest rate derivatives. The name stands for its mathematical parameters: "Sigma, Alpha, Beta, Rho".

Safe Haven Assets (vernacular) • **Bezpieczna przystań (o aktywach)** (żargon) • Any asset class that has relatively modest volatility in value and is immune to the storms of adverse market conditions. Examples would include *treasury bills* or bonds issued by strong governments, *investment grade* corporate debt and *blue chip* equities. While the returns on such assets are negligible, safe haven assets are typically sought in order to *preserve capital* during times of financial turmoil.



Not So Wonderful

Clinging to cash equivalents or long term government bonds at present yields is almost certainly a terrible policy if continued for too long. Holders of these instruments of course, have felt increasingly comfortable – in fact, almost smug – in following this policy as financial turmoil has mounted. They regard their judgment confirmed when they hear commentator proclaim "cash is king", even though that wonderful cash is earning close to nothing and will surely find its purchasing power eroded over time.

Excerpt of Warren Buffett's annual letter to his shareholders quoted in "Newsweek", March 9, 2009, p. 41

Sale and Lease-back Transaction • Sprzedaż i leasing zwrotny • The sale of an existing *asset* on a company's *balance sheet* to a third party (often a *financial institution*) that in turn *leases* it back to the seller. Such an arrangement may allow a company to raise its *liquidity*, finance *capital expenditures* and, depending on the *accounting* for the lease, reduce its *leverage* while retaining the use, if not ownership, of "core" assets. It may also be a way to realise the *hidden value* of any unrealised *capital gains* (say, from real estate assets) a company may possess. For this reason, sale and lease-back transactions are often used in *corporate restructuring*. Subinvestment grade companies can also access lower cost capital compared to going to lenders or the capital markets. For a further discussion on the accounting implications of such transactions, see the *Compendium of Accounting in Polish & English*.

Sampling Error • Błąd próby (w statystyce) • In statistics, a sampling error occurs when we incorrectly extrapolate inferences to a larger population from a limited number of test cases. We jump to conclusions too quickly. Simply put, "Confidence is the feeling you get when you don't fully understand the situation." Or worse, our prejudices are often a result of ignorance. In the context of financial decisions, sampling error is reaching false conclusions about an overall, "big picture" situation based upon distorted perceptions or limited access to information. For example, having just gone through a bull or *bear market*, we may reach the wrong conclusions on the market's long term direction. We can try to avoid sampling errors by increasing the number of tests on a random basis (so biases do not creep in). We might call this the wisdom that comes from experience. We also learn to be humble and question the genuine information

content of our observations. On a deeper level of thought, life is one big "sampling error": we can be easily fooled by our inherently limited range of personal experiences.

Don't Be Fooled

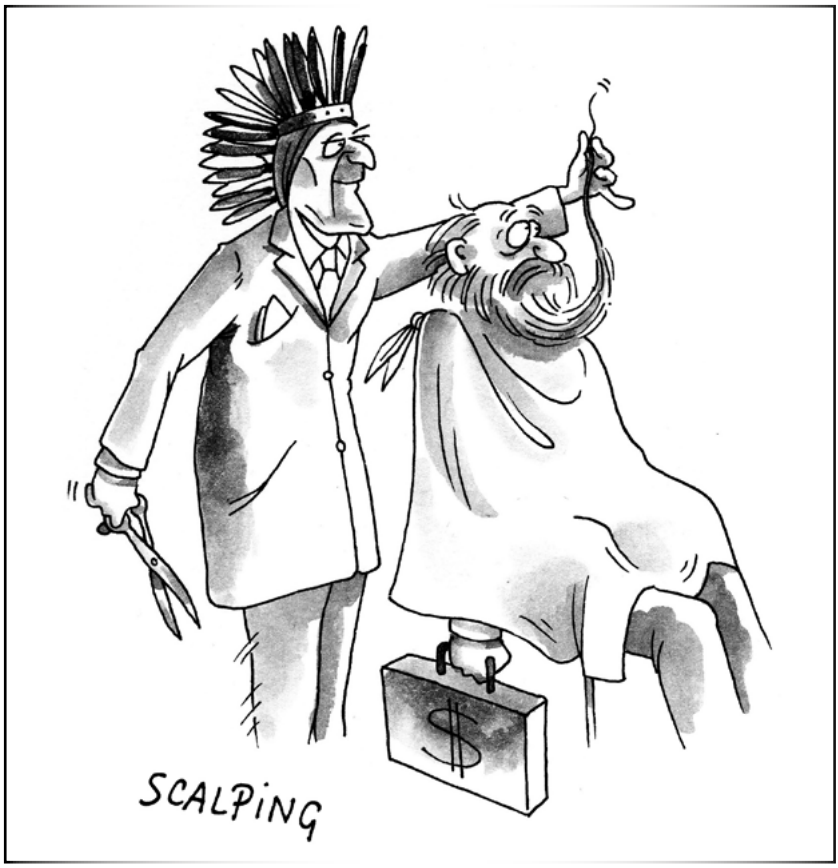
Long glorious weekends can easily be mistaken for the way the world should be. It's like being in London in June and assuming the city has a sunny climate. It's a **sampling error**.

Corporate governance expert on the scarcity of bright ideas
Quoted in "The Economist", May 7, 2002

Samurai Bond (nickname) • **Obligacje samurajskie** • The name given to a yen-denominated bond issued in Japan by a non-Japanese borrower. In a similar spirit, a "shogun bond" is a non-yen-denominated bond issued in Japan by a non-Japanese institution or government. See also *yankee bond* and *bull dog market*.

Say on Pay Movement • **Ruch na rzecz „Decyduj o płacy"** • A *shareholder rights* trend that advocates a direct shareholder approval on *executive compensation* packages. Traditionally, this oversight role was delegated to the board of directors (or in the EU, the *supervisory board*) often through a working committee since it was simply too detailed and private to be in the public forum. However, especially after the *Credit Crisis of 2007–2009*, and the accompanying backlash against high-profile instances of unconscionable payments to Big Shots, the movement is gaining popularity.

Scalping (slang) • **Skalpowanie** (slang) • A word that has two meanings. "Fraudulent scalping" is a form of stock market manipulation where an asset manager uses a client's money to buy a stock that the manager already owns in a personal account. A small profit can then be reaped if the demand exerted by the customer's order moves the stock's price. A more legitimate form of scalping describes the arbitrage of small price gaps created by the bid-ask spread. The term comes from the idea of "cutting off a thin piece" of something but has an unpleasant connotation by its association with the native Indian's war trophy.



Scenario Analysis • **Analiza scenariuszy** • The calculation of several outcomes (e.g. "worst case", "expected case", "best case") based on varying input assumptions. For example, a cash flow *forecast* might have multiple outcomes based on a range of sales volumes, costs or interest rates, etc. If the user is confident about the inputs, a range of outcomes can be defined. Scenario analysis is an important technique in *risk management* by helping to appreciate the answer to "what if?" queries.

Scrap Residual Value • **Salvage Residual Value** • **Wartość końcowa (składnik majątku)** • The *market value*, net of dismantling and liquidation costs of an *asset* at the end of its useful *economic life*. Scrap value has significance on two counts. *Depreciation* is an *accounting estimate* of the value diminishment between an asset's *historical cost* purchase price and its scrap value. *Capital expenditure* decisions treat scrap value as a cash inflow at the end of the project. As usual, *income tax* complicates things: if scrap value proves that too

much *tax depreciation* has been claimed, a taxable *capital gain* arises. The word "scrap" implies hauling off metal to the junkyard dealer. However, used assets (depending on how well they are maintained and market developments) may retain a considerable portion of their value. Some, like real estate, may actually increase in value. But unlike a faithful plough horse that gets put out to pasture, machines or inventory that wear out are allowed little sentiment. They are usually valued at what they will fetch in the second hand market. Contrast with *lease residual value*.

Screening Equity Investment Candidates • **Przesiewanie akcji do portfela** (dosłownie „kandydatów" do inwestycji) • A portfolio stock selection method that specifies in advance what attributes a share must have. Stocks in companies falling within a cut-off are candidates for inclusion in a portfolio. For example, an investor might specify that all companies in the portfolio must have a debt-to-equity ratio of no more than, say, 50%. After a data base search, only companies with less than 50% would be looked at. Other metrics would then be tested until the screens whittled down candidates to a few worthy of investment. Top-down analysis identifies attractive segments first and then companies. Bottom up analysis selects from the entire investing universe. Stock screens can be customized for growth investors (minimum growth rates in earnings), value investors (cheap stocks with low P/E ratios) or market-oriented investors (excess returns based on both growth and value metrics).

Scrip Issue • **Bonus Issue** • **Emisja akcji gratisowych** • New *shares* that are distributed to existing *shareholders* pro rata to their holdings. While the economic impact is initially cosmetic (more shares, each of which is worth less than previously, will have the same *market capitalisation*), share prices might get a lift from retail investor demand being attracted by more affordable prices. The effect is the same as a *share split*. A "scrip dividend" is a dividend in shares in lieu of cash (see also *capital dividend*). The nomenclature "scrip" refers to any piece of paper or parchment with writing on it (i.e. a *share certificate*). Word roots (www.etymonline.com) probably shortened from "(sub)scrip(tion) receipt".

Scripophily • **Skrypofilia** • The collection of old and antique stock and bond certificates. A "scripophilist" is a collector. Although a stock/share or bond certificate may be worthless as a trading or redemption security, the certificates may have collectible value. While the stock scripophily hobby has grown to an estimated one hundred thousand collectors (ref: www.antiquestocks.com) it is modest compared to coin collecting (numismatics) and stamp collecting (philately). Some scripophilists collect antique stocks as financial artwork and deco-

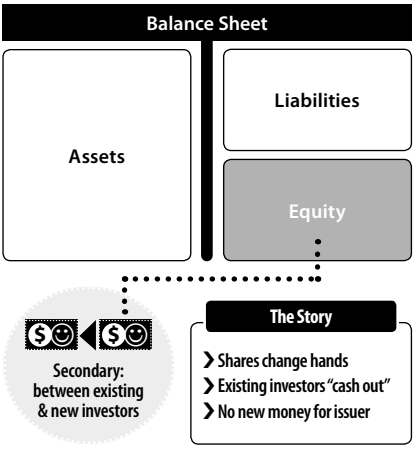
rations. Like many financial documents, certificates often had elaborate designs in order to discourage *forgery*. Other scripophilists collect old stocks for the history and background story behind their issuers. Compared to stamps or coins, an attraction of scripophily is the visual appeal of certificates hanging on a wall.

Seat (Stock Exchange) • **Członkostwo w giełdzie** • The traditional reference to a dealer's membership in a stock market or commodity exchange probably coming from the idea of having a "seat at the table". Since membership in most exchanges is closed, seats have a market value if they can be bought and sold.

Secondary Market • **Rynek wtórny** • A market were players buy and sell *financial instruments* (e.g. *commercial paper, bonds, shares*) after they have been issued to others on the *primary market*. Secondary markets offer several valuable benefits to both issuers and investors. First, it provides a constant flow of information on the value of a security and, in turn, a "feedback loop" to management. This creates a market discipline mechanism that encourages competitive performance. As well, the liquidity of a secondary market offers an exit route from an otherwise locked-in investment position and thus reduces the risk of long term investing. To provide a source of liquidity, a secondary market needs organised exchanges and trading activity, often provided by a *market marker*. Moreover, since the secondary market is "one step removed" from issuers (vs. the primary market where investors have conducted their due diligence), to work effectively it also needs issuer reporting rules and regulatory oversight.

Secondary Offering • **Oferta na rynku wtórnym** • A formal offer by existing shareholders to sell their equity shares to other investors, either as a *flotation* in the public markets or as a *private placement*. In contrast to a *primary offering,* a secondary offering has no impact on the amount of a firm's capital. Rather, the ownership of the capital changes hands. A secondary offering is often utilised by original investors – such as venture capital firms or entrepreneurs – who want to "cash out" (i.e. extract unrealised paper profits) of a business that they have nurtured to grow.

Secondary Offering



Secretary of the Treasury (USA) • **Minister skarbu** (USA) • A cabinet member in the US government responsible for the country's public finances, including a role in the regulation of the private markets. The post is comparable to minister of finance or the *Chancellor of the Exchequer* in the UK.

Millions to Spare

Morenthau, White and Vinson agreed a final distribution of their spare millions on 14 July. 'See Fred, that is why I am **Secretary of the Treasury**', Morgenthau told Judge Vinson waggishly after doing some back-of-envelope calculations. 'I can add and subtract.'

A light moment at the Bretton Woods Conference in 1945
quoted in R. Skidelski, *John Maynard Keynes*, Volume 3, p. 351

Secured Debt • **Dług zabezpieczony** • Bonds or debt with a legally contracted priority of claim on specified assets of a borrower. In the event of bankruptcy, such claims rank ahead of unsecured creditors who, in turn, collectively rank ahead of shareholders. *Investment grade* debt is seldom secured. It is more common for bank loans to *small and medium enterprises* to be secured. For a further discussion, see the *Compendium of Banking Terms in Polish & English*.

Securities • **Papiery wartościowe** • A general term for a subset of *financial instruments* that includes stocks, bonds, warrants, rights etc. By convention, things like derivatives are not usually referred to as "securities" although they may share attributes. In contrast, the word "security" is a collective noun used to describe collateral that is pledged to help protect a loan's repayment prospects. For more on this aspect see the *Compendium of Banking Terms in Polish & English*.

Securities (Traded/Listed/Marketable) • **Papiery wartościowe (w obrocie, notowane, łatwo zbywalne)** • Certificates (or, in the case of *dematerialized* trading, computer records) representing the ownership of *financial assets* such as stocks, bonds, warrants, rights etc. that are typically traded on an exchange. The most common securities are government debt (*treasury bills* and *treasury bonds*), corporate *bonds* and share ownership in the *equity* of large publicly traded companies listed on stock exchanges in New York, London, Tokyo, Frankfurt and other financial centers. The value of securities is determined by the equilibrium of demand and supply. Since supply is fixed in the short-run by issuance, demand determines price. In the case of fixed income securities, demand varies with prevailing interest rates and *credit quality*. Demand for equity shares is more complicated and *volatile*. Expectations about the issuer's underlying future profitability, known as "fundamental" factors and market trading forces, known as "technical" factors come into play. As well, *yields* relative to interest rates (as interest rates go up, equity prices tend to go down). When they are actively traded in "deep" markets securities can be liquidated by their sale at *spot* prices.

Securities Analysts • **Analitycy giełdowi** • Professionals in the *securities research* industry who track, investigate, research, analyze and make recommendations on shares of companies in the *stock market*. Analysts usually have a background in accounting, finance or the industry they are following. Their tools of the trade are *equity analysis*, either "fundamental" techniques (what are the underlying asset value and earnings prospects?) or "technical" techniques (what will the market do next?). Their ability to predict a share's price must be good enough so that investors earn a profit. Analysts also have a number of other constituents. Because companies themselves are a source of information through their *guidance*, they cannot be alienated (hence a "neutral/hold" rating is interpreted as a "sell"). Finally, analysts may come under pressure from underwriters in an investment bank, where they often work, to make favourable ratings. Because of these pressures to compromise, a high degree of independence and business ethics is needed if investors are to put any credence, and pay

any fees, for an analyst's advice. A respected reputation in the stock market can lead to considerable influence and lucrative salaries. When this is lacking, an analyst may be no more than trying to *talk up a stock*. Giving advice to others on what to do with their money can prompt an old challenge: "If you're so smart, how come you ain't rich?" See also *efficient market hypothesis*, *Chartered Financial Analyst*, *Graham, selective disclosure, The Street*.

Everybody is Bullish

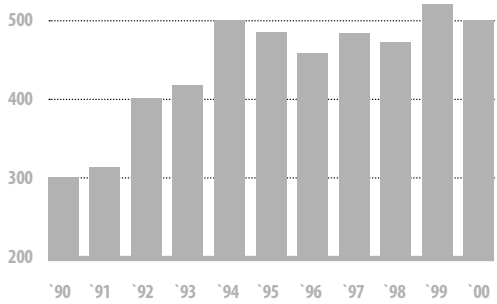
The bull market has turned most **analysts** into salespeople. Investors get less fussy about research quality when stocks are steadily rising. And so analysts are a lot more focused on generating rich underwriting fees than doing real research.

Mike Palmer, a Canadian securities analyst quoted in *Radical Idea: Sell the Truth*, "McLean's Magazine", February, 2001

Securities and Exchange Commission (in Poland) • **Komisja Papierów Wartościowych i Giełd** (w Polsce) • **KPWiG** • A financial regulator in Poland that used to monitor and control corporate reporting, audit practices and the trading of *securities* on the Warsaw Stock Exchange. The SEC's ultimate goal was the public's collective interest in the *transparency*, efficiency and fairness of *capital markets*. The Polish SEC was generally regarded as one of the most effective in Central Europe's *transition markets*. Despite such a reputation, in 2006 it was folded into a "super-regulator" known as the *(Polish) Financial Supervision Authority* (Komisja Nadzoru Finansowego) which consolidated the public oversight of securities trading, insurance, pension funds and banking into one authority.

Securities and Exchange Commission (USA) • **SEC** • **Komisja Papierów Wartościowych i Giełd** (w USA) • A regulator in the USA monitoring and controlling corporate reporting, audit practices and the trading of *securities* on American public exchanges. While the SEC may well defer to such professional bodies as the Financial Accounting Standards Board, it has considerable authority in its own right. Since the USA has the world's largest pool of capital, it diligently exercises such *oversight* authority. The SEC's ultimate goal is the public's collective interest in the *transparency*, efficiency and fairness of *capital markets*. The SEC was formed in the 1930s in reaction to the stock market collapse (the "Great Crash of 1929"). It has become a role model for other countries, including Poland.

SEC
Number of SEC cases filed for security law violations in the USA



Source: Securities & Exchange Commission/"The Economist", 12.05.2001

Alienated

In recent years, the unremarkable notion of a SEC chairman meeting with this group has taken on considerable mental, if not physical, risk. The agency I am privileged to lead has not, of late, always been a kinder and gentler place for accountants, and the audit profession, in turn, has not always had nice things to say about us. Somewhere along the way, accountants became afraid to talk to the SEC, and the **SEC** appeared to be unwilling to listen to the profession.

Excerpts of a speech by the chairman of the SEC to an AICPA convention in 2001 quoted in *Conspiracy of Fools*, 2005, by Kurt Eichenwald, p. 544

Securities Arbitration (USA) • **Postępowanie arbitrażowe** (w USA) • A dispute resolution mechanism in the securities industry. Most securities firms in the USA get advance written agreement from their clients that any disputes or complaints will be submitted to an arbitration process governed by the National Association of Securities Dealers (NASD). This is in lieu of going through the slower and more costly court system, although clients still have this ultimate legal sanction.

Securities Lending • **Pożyczki papierów wartościowych** • Providing securities to others for their temporary use (permanent use would be a buy-sell transaction). Securities lending can be used to allay the costs of *settlement* failure by borrowing and then delivering a security that has been delayed in arrival. When the delayed security arrives, it is used to pay back the borrowed one. Another common use of securities lending is to facilitate the *short selling* of shares (i.e.

selling them in the hopes of buying them back cheaper later on if the price goes down). The borrowed securities have to be returned if and when they are bought back in the market to close a short position. In the meantime, the borrower is contractually liable to return the shares or provide cash payment to replace them at the prevailing market price. This obligation is usually collateralised by liquid security. Securities lenders ("sec lenders"), are typically asset managers or securities custodians. In a different context, securities lending can also refer to bank loans to buy shares based on margin coverage by the pledged securities.

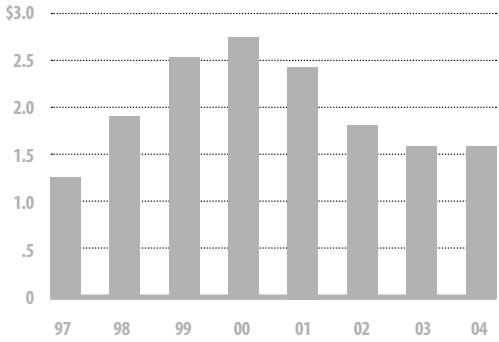
Securities Research • **Analiza papierów wartościowych** • A *financial service* offered by stock brokerages, investment banks or merchant banks that makes investment recommendations to investors on traded *shares*. The recommendations will usually be based on *equity analysis* conducted by a *securities analyst* and written up in reports. Their findings will be summarized into "stock ratings". These may range from "strong buy", "buy", "neutral/hold" or "sell". For various reasons (e.g. the optimistic side of human nature, pressure from securities issuers and conflicts of interest with underwriting activities), there is an observed bias in favour of "buy" recommendations. Despite this prejudice, investors value such opinions for their institutional credibility, expertise, industry knowledge, impartiality or simply the homework done through *due diligence*. The attention paid to *performance* by securities research is a major source of an *efficient market*. In the case of shares with a large stock market *capitalisation*, earnings estimates are intensely scrutinized. Investment banks earn fees from buy-side institutional investors who need *market intelligence* and indirectly through commission income on trades prompted by research recommendations. There are also *cross selling* opportunities to underwriting since issuers will favour a bank that knows and "follows" them. Because it is open to abuses (e.g. making a recommendation in a stock that you have a financial interest in), securities research is a regulated activity. See also *selective disclosure*.

Spoken

Don't confuse brains with a bull market.

Investor's Adage

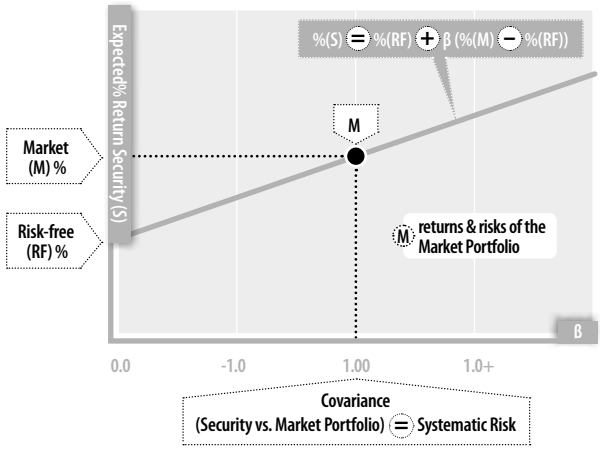
Securities Research
Wall Street spending
$ billions



Source: Sanford C. Bernstein & Co./"The Wall Street Journal", 23.03.2006, p. 22

Security Market Line • **Linia rynku papierów wartościowych** • A visual representation of the relationship between the risk of a security and its expected return where "risk" is measured by its covariance with the *market portfolio* also known as the security's *systematic risk*. The equation for the line is the mathematical expression for the risk free return plus a portion (a standardised measure of systematic risk known as *beta*) of the *risk premium* between the risk free return and the market portfolio return. The SML portrays the essence of the *Capital Asset Pricing Model*: the relevant measure of a security's risk is not its particular standard deviation but rather the incremental contribution that it makes to the market portfolio's overall variance. This marginal impact is measured by the covariance between the portfolio and the specific security or what we call "beta". In equilibrium, all securities and combinations of securities (i.e. portfolios) must lie on the SML. See also *capital market line*.

Security Market Line



Selective Disclosure (stock market) • **Informacje dla analityków** (giełda) • The *stock market* practice of voluntarily giving *insider* information to powerful *stakeholders*, such as *institutional investors* or the *securities research* industry. This commonly occurs with *road shows*, conference calls or "embargoed" (i.e. given out in advance of public distribution) press releases. The value of the new information will often be confirmed by a subsequent increase in the stock's trading volume. A more damaging abuse of selective disclosure is when it is used as a tool to punish critical *securities analysts* by removing them from the inside circle. While forbidden under most *securities regulations*, selective disclosure can be difficult to monitor and control in practice. Companies can claim – with some legitimacy – that it is no more than a proactive *shareholder relations* activity. Another common defence is that the leaked information is not *material*. Selective disclosure is one reason why the *efficient market hypothesis* is less than perfect. See also *earnings quality, insider information/trading.*

Self-Insurance • **Samoubezpieczenie** • A *risk management* approach that dispenses with insurance cover from a third party replacing it with the setting aside of an actuarially calculated amount of money to deal with the contingency of future loss. It may also involve the payment of a premium to a "captive" insurance company (i.e. a special purpose subsidiary within a holding group set up to engage in insurance activities). Self-insurance can also involve simply "living with the risk". An example is the common use of a "deductible" in many insurance policies where the insured agrees to pay the initial losses up to a specified ceiling.

Sell in May and Go Away (stock broker adage) • **Sprzedaj w maju i baju, baju** (powiedzenie maklera giełdowego) • The idea that investments are not worth trading when markets are quiet. The resulting lack of liquidity may make *price discovery* more difficult and may exacerbate price volatility. If so, it is not a good time to be in the market during the summer holidays. The adage may also suggest that no one can enjoy themselves on vacation if they are worried about their financial situation. Finally, the adage suggests some inherent seasonality in the market. Most of this is superstition. While it might have had some wisdom in a leisurely bygone era, being on the sidelines no longer applies in today's hyperactive world. Moreover, efficient and rational markets would anticipate any consistent seasonal market trends and arbitrage them away.

Sell on Rumour, Buy on Fact (stock broker adage) • **Sprzedawaj plotki, kupuj fakty** (powiedzenie maklera giełdowego) • An asymmetrical investing rule that is sensitive to hearsay in selling currently owned shares but more

discriminating when buying new shares. The logic is quite compelling. If the investor's fears prove wrong, the cost of prematurely selling is negligible since you can always buy back into the market having lost only transaction costs of exit and re-entry. However, if fears prove to be correct, you've saved yourself from a cash loss. Going the other way, if you buy into the market on a speculative rumour that proves wrong, you will suffer a real loss that cannot be recouped. If the rumour was in fact correct, you should have bought. However, your only loss is an *opportunity cost* of forgone profit which is easier to bear than the cash cost.

Sell-side of the Market (vernacular) • **Strona podażowa rynku** (żargon) • A broad classification of existing investors in the *capital market* who are in a selling mode. This gives them certain biases and needs. Since they know the investment by virtue of having owned it, they are less interested in information about it (i.e. there is no *asymmetric information problem*). They have already made up their mind to sell and are keen to have liquid markets with lots of potential investors on the *buy-side.* Their orientation is as *traders* versus *buy and hold* investors. They are also relatively more interested in timing as opposed to a *buy and hold* investment strategy.

Sensitivity (Bond Price) ► Bond Sensitivity.

Sensitivity (Fixed Income Asset Price to Interest Rate Changes) • **Wrażliwość (ceny aktywów o stałym oprocentowaniu na zmiany oprocentowania)** • The percentage variation in the price of a fixed interest rate security (e.g. bond) in response to a variation in market interest rates. Because of *yield arbitrage*, financial assets will vary inversely to interest rate movements in order that *yields-to-maturity* are equivalent to market rates. For example, let's say that it has been determined by a mathematical formula that a bond has a sensitivity of, say, 6.42. If market interest rates rise by .50% (e.g. 50 basis points) from 5.21% to 5.71%, the price of the bond will fall by 6.42 x .50% = 3.21%. Sensitivity varies with the maturity of the bond (longer = more sensitive), the level of its coupons (smaller = more sensitive) and the level of interest rates (lower = more sensitive), *zero coupon bonds* being the most sensitive. The calculation of *duration* captures coupon rate and maturity in one measure. The sensitivity of investments can be the basis for proactive portfolio trading (vs. holding until maturity) based on interest rate speculation. Expecting interest rates to fall? Then buy 30 year zero coupon bonds which will be the most sensitive to the interest rate drop and which will go up in price the most.

Separation Theorem • **Zasada separacji** • The idea that enterprise managers should concentrate on maximizing their shareholder value without regard to the firm's risk or diversification since shareholders will have diversified themselves through their own portfolio holdings in the capital markets. Thus the financial decisions of investors are made independently of the investment decisions of companies. Managers should simply concentrate on generating positive *net present values* at the appropriate cost of capital given the firm's *systematic risk*. The theorem does not apply to owner-managed firms such as *small and medium enterprises*. Additionally, the *agency problem* tells us that managers will in fact pay attention to firm specific risk in order to protect their own vested interests as employees.

Sexy (in) Business (slang) • **Seksowny interes** (slang) • Any exciting, original, exotic or admired business opportunity or activity. Thus, business people might speak of a "sexy product", a "sexy strategy" or a "sexy story" etc. Usually connotes creative, high risk-reward activities where high testosterone levels are the norm. For example, the advertising and *venture capital* business is often considered to be sexy the way accountancy and *commercial banking* are not. But, hey, raw sex appeal isn't everything. There is also the charm factor to be considered.

> Is it not strange that **desire** should so many years outlive performance?
>
> William Shakespeare (1564–1616), *Henry IV*, 1597

Shabby Side of the Street (slang) • **Podły koniec ulicy** (slang) • Unethical and poorly managed financial services firms that manage to evade regulatory *oversight* and, because of their modest size, are less sensitive to *reputation risk*. Often they must make up for their operational problems by unethical dealings.

> **Flexible**
>
> They lived on the **shabby side of the Street**. There have always been firms that creep in between the slats, and there always will be. Where there's easy entry and a buck to be made, firms with flexible ethical standards will be there to grab it.
>
> Observation about Gruntal Financial, a defunct Wall Street firm quoted in *The Shabby Side of the Street* in "Fortune", March 3, 2003, p. 69

Shady Deals (slang) • **Ciemne interesy** (slang) • Transactions where there is a suspicion, but not proof, of being dubious or disreputable character. The origins come from something that is in the shade (i.e. indistinct or dark). The connection to suspicion proves a point: business must often be conducted with transparency. Otherwise, "private" will connote "secret" which will, in turn, connote "embarrassed".

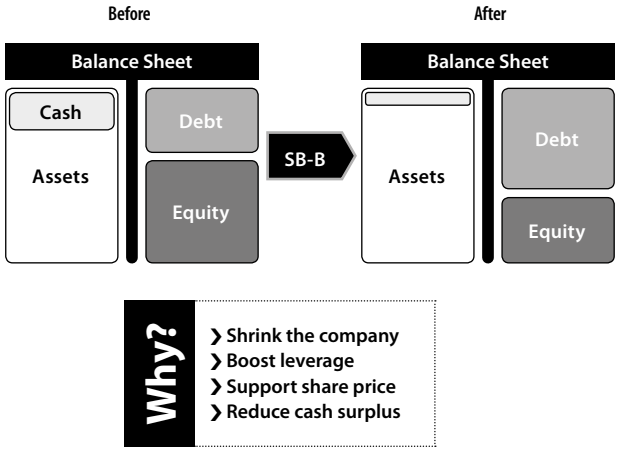
Share • **Stock** • **Akcja** • Ownership of a portion (hence the idea of a "share") of a company's *equity capital*. Shares (see also USA terminology *stock*) have an array of classifications and attributes (which are not mutually exclusive):

- authorized: the maximum amount of share capital which may be issued without an AGM,
- bearer: proof of ownership is established solely by physical possession of a share certificate,
- beneficially owned: for the ease of buying, selling and *custodianship*, shares held *in trust* for another,
- bonus: extra shares issued to *shareholders* based on their existing ownership,
- called up: issued shares for which payment has been requested but not received,
- cancelled: shares purchased in the market by the issuer for permanent withdrawal from circulation,
- dematerialized: shares for which there are no physical certificates available; computer records only,
- issued: the number of authorized shares subscribed by investors,
- nominal value (UK)/Par Value (USA): shares which have a minimum issue price,
- non-voting: shares which do not include the right to vote at an *annual general meeting*,
- ordinary (UK)/common stock (USA): shares with voting and *dividend* rights,
- own (UK)/Treasury (USA): shares purchased in the market by the issuer and held for reissuance,
- paid-in: called up shares for which payment has been received,
- preference shares: shareholder rights which are *subordinate* to common shareholders,
- registered: proof of ownership established by a central registry system,
- share premium (UK)/paid-in surplus (USA): the amount paid for shares which is above its par value,
- split: shares which have been replaced by a higher number of issued shares.

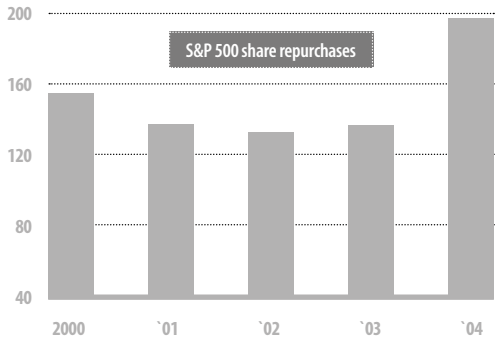
Shares represent a permanent investment and are not redeemed (unless a company is *wound up*). Rather, when investors wish to exit their position, liquid their holdings or cash in on *capital gains*, they sell to other shareholders or into the *stock market*, in the case of publicly traded shares.

Share Buy-back Programmes • **Programy skupu akcji własnych** • An issuer of *equity* shares buying back its own shares in the *stock-market*. The resulting accumulation of *treasury shares* will increase *leverage*, reduce float and increase *earnings per share*. It will also change the ownership structure of the company depending upon who sells. There are various motives for a buy-back. In tax regimes where there was no *dividend tax credit*, the resulting share price increase allows shareholders to reap tax-free capital gains versus taxable dividends. As well, share buy-backs might be employed when new shares were being issued (often through *stock options* schemes) in order to support share price. Share buy-back programmes are also a way for a company to distribute excess cash in the face of attractive capital expenditure opportunities having been fully exploited. Finally, share buy-backs can be used as a *signal* that management thinks that its company's shares are cheap. The flaw in share buy-backs, apart from the questionable merits of money going around in circles, is when shares are purchased in inflated bull markets at excessive *price-earnings* multiples. Another concern can come from depleting cash resources.

Share Buy-back



Share Buy-backs
$ billions



Source: "Fortune", 30.05.2005, p. 74

Share Price Behaviour • **Zachowanie cen akcji** • The fluctuations, and reasons causing them, in share prices in an actively traded *stock market*. Given the financial stakes involved, there is immense attention paid to this issue by the world's investors. There are several basic theories available:

How Share Prices Behave

Theory	Synopsis	Key Idea
Fundamental Analysis	◆ Value = *NPV* of future *dividends* ◆ Capital gains a function of dividends ◆ Cost of capital is used in NPV ◆ Prices are predictable ◆ Accurate information is necessary ◆ Cost of capital affected by interest rates	$P = \frac{d}{(r-g)}$ where: P = price of share ($) d = dividend/share ($) r = cost of capital (%) g = dividend growth rate (%)
Technical/Chartist Analysis	◆ Value = repeat of past patterns ◆ Greater accuracy than mere chance? ◆ Can, at best, detect trend reversals ◆ Market has herd instincts	◆ "Resistance levels" ◆ "Double tops" ◆ "Double bottoms" ◆ "Head & shoulders"
Random Walk	◆ Consistent with fundamental analysis, shares have an "intrinsic" value ◆ Assumption: all information known ◆ Value altered with new information ◆ Values cluster randomly around a mean as new information is random	*Efficient market hypothesis*: ◆ Allocative efficiency ◆ Operational efficiency ◆ Information Processing Degrees of efficiency: weak, semi-strong & strong

Subject to certain conditions (*transparent* information, low transaction costs and *competitive* agents), stock markets have generally proven to be "efficient" in the sense that share prices can be explained rationally based on available information. This means that the Random Walk theory and its sidekick, the *efficient*

market hypothesis, are at work. Since trends cannot be, at least consistently, detected, you "cannot beat the market". The extent of this efficiency is another matter. This is evidenced by the odd investor who does manage to beat the market's average return. Moreover, high price *volatility* indicates that markets can in fact be "surprised" or even panic in spite of economic fundamentals remaining stable. See *market risk*.

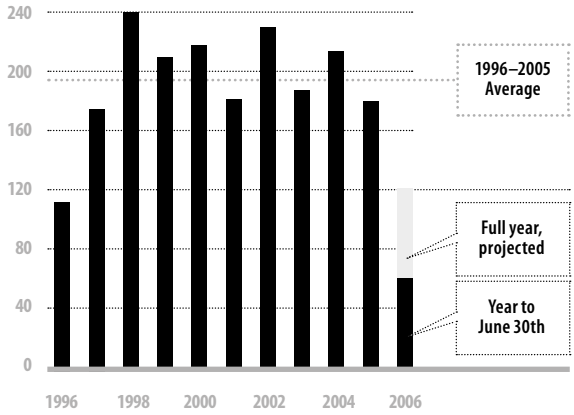
Share Splits • Stock Splits • Podział akcji • Split • Increasing the outstanding *shares* of the company; equivalent to dividing *shareholders' equity* into smaller units. While there is no effect on accounting *book value*, *market capitalisation* may rise as shares (which are typically bought in *round lots* of 100) become more affordable to smaller retail investors. Share splits are used in *shareholder relations*. An expensive share infers that "this is a rich man's stock". Share splits have the same impact as a *scrip issue*.

Shareholder Activism • Aktywizm akcjonariuszy • A greater willingness by *shareholders* to assert their rights in large, publicly traded corporations. These rights would primarily include appointment of acceptable representatives on the board who will in turn push management for more shareholder *value creation*. As well, often special interest groups – such as a "green lobby" – will use token share ownership to advocate a cause at an *annual general meeting*. If necessary, shareholders are also willing to sue in court. Traditionally, shareholders simply "voted with their feet" by selling shares in companies they were not happy with. However, a combination of trends towards better *transparency*, more powerful *institutional investors*, higher standards of *corporate governance* and greater managerial *accountability* have made shareholders more assertive. See also *activist funds/shareholders*.



Shareholder Litigation • Dochodzenie przez akcjonariuszy swoich praw przed sądem • In some jurisdictions (especially USA), it is possible for *shareholders* to act in concert to bring class-action lawsuits against their own companies, their directors and officers for fraud. If they win, funds are transferred from a company, already owned by the shareholders, to the same shareholders, net of expensive legal costs. In the case of going concern, this is a negative-sum game. However, if the company is bankrupt, successful shareholders can elevate themselves to an unsecured creditor status and reap gains. If shareholders were indeed duped by a fraud, lawsuits may have merit. However, shareholders should not be shielded from investment risk if things go wrong. In the USA, the Private Securities Litigation Reform Act (1995) has tried to limit the potential for abuse from frivolous lawsuits when investors fail to adhere to *caveat lector* ("let the reader beware"). It is notable that most shareholder lawsuits revolve around *initial public offerings* where investors are relying heavily on *prospectus* disclosure as opposed to independent *securities research*. A beneficial feature of such lawsuits is that the plaintiffs may often settle by having the company institute better *corporate governance* measures. See also *Aider and Abettor Rules* and *Wall Street Scandal.*

Shareholder Litigation
Number of securities class-action filings



Source: "The Economist", 23.11.2006

Shareholder Relations • Investor Relations • Relacje inwestorskie • The conscious effort by publicly owned companies to communicate with and understand the views of their *shareholders*. On its most basic level, a company must attend to various administrative duties (upkeep of shareholder registers, distribution of *dividends* and *annual reports*, etc.) usually carried out by a "Shareholder Relations Department". As well, when there are *institutional investors* or a large block shareholding, *management* will want to pay close attention to what such influential, and typically vocal, owners are thinking. More proactive shareholder relations will occur in widely held corporations where disaffected shareholders may simply sell their shares to "vote with their feet". Loyalty may also be tested in a *hostile take-over* bid. Companies may therefore devote extra attention and resources to their shareholders. However, this can smack of a superficial public relations effort. Shareholder relations can consume a significant portion of executive management resources. Selective attention to key investors (especially the "Intrinsic" category below) will usually be the most productive use of management's time.

Investor Categories*		
Investor-type	**Role****	**Investing Approach**
"Intrinsic"	20%	• Rigorous due diligence that looks for long term value
"Mechanical"	32%	• Index-type funds based on standard selection criteria
"Traders"	35%	• Short term positions based on market movements

* Based on "Communicating with the right investors" in the McKinsey Quarterly, 2008 Number 2
** Estimated share of US equity markets amongst institutional investors

Shareholders will be the most impressed when their investments deliver good *shareholder value*, respect *shareholder rights* and can deal with *reputation risk*.

Shareholder Rights • Prawa akcjonariuszy • The exercise of collective ownership rights in a joint stock company, especially where shares are widely traded by many individual investors who cannot easily express their desires except by selling their shares. Shareholder rights seek to overcome the *agency problem*. It has come to mean:

- a culture of *management* accountability for performance,
- independent directors (& *audit committees*) who look out for shareholder interests,
- value and market based management compensation and perquisites,
- receptiveness to consider attractive take-over offers and no *poison pills*.

The shareholder rights cause is the most strongly advocated by investors with clout, in particular, institutional investors and *pension funds*. See also *corporate governance* and *stakeholders*.

Important, But Not That Important

"I don't say **shareholders don't count** for Volkswagen, but they count on the same level as our customers and our employees. This is very European. If I would need a lot of capital, we would have to adapt. But as long as I can build up trust through the German system for our shareholders, what I try to do doesn't show up to our competitors [via shareholder disclosure]."

Ferdinand Piech, Chairman, Volkswagen, quoted in "Fortune", March 29, 1999

Shareholder Value Creation • Tworzenie wartości dla akcjonariuszy • A *management* ethos which puts the welfare of *shareholders* as the legal owners of the business above all other priorities. While this was always supposed to be the case, the *agency problem* meant that entrenched management may be distracted by other things (e.g. job perquisites, empire building, pursuing glamour transactions such as *acquisitions*). Saying "our shareholders come first" is akin to praising motherhood. Shareholder value creation is thus more a matter of emphasis than choice. An accounting professor in a Harvard Business Review article first penned the phrase in 1981 (reference: "Fortune", November 18, 2002,

p. 25). Beginning in the late 1980s, shareholder wealth creation became a "movement". Corporate raiders, institutional investors or demanding boards of directors (also known as *supervisory boards*) were more often prepared to oust management in the name of delivering more shareholder value. Shareholder value creation pays more attention to share price reflecting an implicit faith in the *efficient market hypothesis*. It also tends to give greater weight to boosting *earnings per share* growth and releasing unused cash by a healthy *dividend pay-out* or *share buy-back* programmes. Another aspect is a more explicit alignment of manager's interests with shareholders by, say, the use *of stock options*. If there is a flaw in shareholder value creation, it might be *short-termism* or when it is pursued at the expense of other *stakeholders*. See also *total shareholder returns*.

Shareholders • **Akcjonariusze** • The investors that jointly own a joint stock company and who collectively possess its *shares*. See *shareholder relations, shareholder rights* and *shareholder value creation*.

Sharp Dealing (slang) • **Ostra jazda** (slang) • The aggressive pursuit of short-term *profits* that tends to adhere to the letter but not the spirit of commercial relationships. Those who engage in sharp dealing are to be perhaps respected, certainly carefully watched but seldom trusted.



Sharpe Ratio • **Wskaźnik Sharpe'a** • A rough guide to whether the rewards from an investment justify the risk. It is the ratio of the excess return of a diversified portfolio over a risk-free rate to the standard deviation of the portfolio's returns. The ratio was invented by Bill Sharpe, a winner of the Nobel Prize in

economics and co-creator of the *Capital Assets Pricing Model*. The higher the ratio the greater is the return per unit of risk:

Sharpe Ratio		
$\frac{\text{Risk Premium for Incurring Risk}}{\text{Risk Incurred from Volatility of Yield}}$	=	$\frac{\text{Portfolio Yield – Risk-free Return}}{\text{Standard Deviation of Portfolio Yield}}$

Selected Sharpe Ratios for various security classes in the USA show that common stocks (in a fully diversified portfolio) offer the most returns (0.453) given the amount of risk taken:

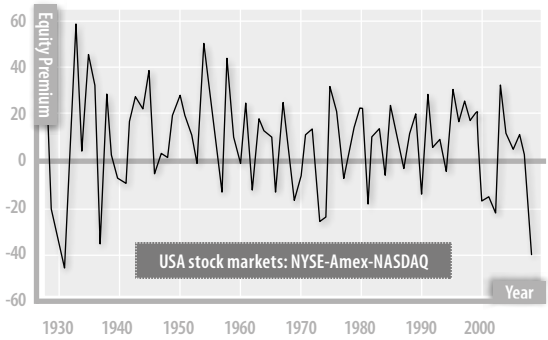
Average Single Period Sharpe Ratios			
Investment	Annual Averages from 1926–1998		
	Premium	Std Dev.	Sharpe Ratio
Long Term Government Bonds	1.8%	9.2%	0.195
Corporate Bonds	2.3%	8.7%	0.264
Common Stocks (S&P 500)	9.2%	20.3%	0.453
Small-firm Common Stocks	13.9%	33.9%	0.410
Sources: Ibbotson Associates/R. Brealey & S. Myers *Principles of Corporate Finance* (6th), p 156 & 164			

Because of an averaging process over successive periods, cumulative risk is reduced by investing beyond a single period. A "holding period" Sharpe Ratio beyond a single year can be calculated by using the square root of the holding period (i.e. for a 16 year holding period use 4) in the Sharpe Ratio's denominator. Thus the Sharpe Ratio goes down "sharply" as the holding period increases:

82 Year Holding Period Sharpe Ratio: US Stock Market (*)	
Component	Result
Average Risk Premium (Average Market Return less Average Risk Free Return)	7.64%
Average Annual Standard Deviation in Risk Premium	21.01%
Sharpe Ratio for a single average year (7.64/21.01) = Standard Deviations from 0%	0.364x
Cumulative Average Sharpe Ratio for a Holding Period from 1927–2008	3.29x
(*) cap-weighted market portfolio of NYSE-Amex-NASDAQ stocks	
Source: www.dimensional.com/famafrench/2009/05/how-unusual-was-the-stock-market-of-2008.html	

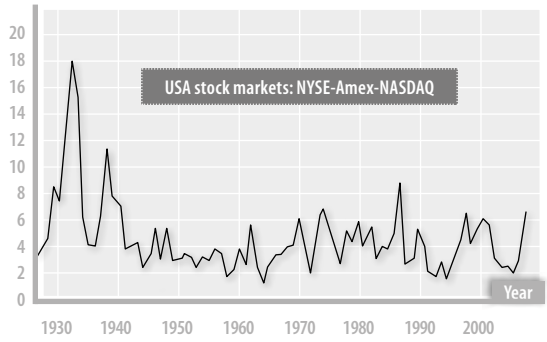
The stock market has attractive long-run yields offset by high volatility in any one period. As reflected in the difference between holding period and single period Sharpe Ratios, investors can be relatively sure of realizing a positive average equity premium but only if they are patient and able to "ride out" volatility over a long term (say, 15+ years) since the probability of realizing a positive average equity premium increases with the length of the holding period. If we assume a normal distribution, we can then calculate the probabilities of a negative expected premium. On the above figures, a single period Sharpe Ratio of 0.364 implies that a premium of zero is - 0.364 standard deviations [(0% – 7.64%)/21.01%] from the expected return of +7.64%. The probability that the premium for a single year could be negative is the area to the left of – 0.364 standard deviations in a normal distribution curve. Using normal curve probability tables, this is about 36%. Thus in any one year, there is about a one in three chance that a stock market investor's return would be less than treasury bills. However, the probability of a negative average premium falls to about 3.4% over a 25-year holding period. Thus even for quarter century holding periods, there is still a modest 3.4% chance that risk-free treasury bills will beat stocks. However there is a much higher probability (100%-3.4% = 96.6%) that equity premiums will be positive and beat risk-free treasury bills.

Sharpe Ratio: Equity Premiums
Annual Equity Premium (Market Return minus T-Bill Return) 1927–2008



Source: www.dimensional.com/famafrench/2009/05/how-unusual-was-the-stock-market-of-2008.html

Sharpe Ratio: Market Volatility
Year-by-Year Standard Deviations of Monthly Market Returns 1927–2008



Source: www.dimensional.com/famafrench/2009/05/how-unusual-was-the-stock-market-of-2008.html

Shelf Registration (USA) • **Wstępna rejestracja emisji akcji** (USA) • A procedure that expedites the issuance of *securities* by having the *Securities and Exchange Commission* approve the bulk of a *prospectus* in advance. It can be thought of as an "in principle" approval. The timing of actual issuance can then be set to coincide with favourable stock market conditions. The company can get a relatively quick SEC final approval by supplying the remaining details on the securities to be sold. Shelf registration is confined to large firms that have an established track record in the market.

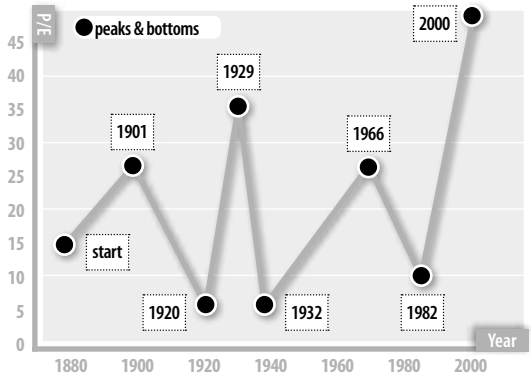
Shell Company • **Firma wydmuszka** • A company with nothing inside it in terms of *assets* and *income* generating capacity. About all it has is a corporate registration and maybe a stock market listing. While shell companies may have some legitimate uses (as preparation for future activities or in a *reverse take-over*), often they can be involved in *frauds* (e.g. incurring debts which can never be serviced) or act as pass through conduits for *money laundering*.

Shiller P/E • **the "Long Term P/E"** • **Wskaźnik C/Z Shillera** • **Wskaźnik długoterminowy C/Z** • A 10 year average *price/earnings ratio* that is designed to gauge how expensive stocks are after smoothing out short-term earnings fluctuations. It was based on a formulation first advocated by the securities research pioneers Benjamin *Graham* and David Dodd in 1934:

Shiller P/E Calculation	
LT P/E =	$\frac{\text{Real (inflation-corrected) S\&P Composite Stock Price Index, January}}{\text{Moving Average over Preceding 10 years of Real S\&P Composite Earnings}}$

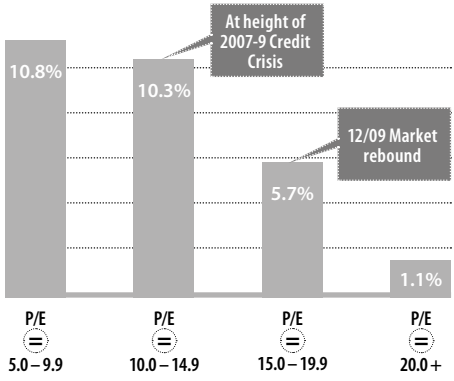
The influential American economist Robert Shiller later promoted it as an indicator of potential stock market *bubbles* in his best-selling book "Irrational Exuberance" (2000). Shiller is a champion of *behavioural finance*, challenging the *Efficient Market Hypothesis* based on the volatility of the stock market often being greater than can plausibly be explained by any rational view of the future. When the Shiller P/E is relatively high (vs. a long run average of, say, 15x), an optimistic market sentiment is likely blinded to hard-nosed value calculations. Ominously, future returns will be correspondingly lower (see graph below) reflecting the impact of over-paying for shares on both *dividend yield* and the greater potential for holding losses on shares that are "overpriced".

Shiller P/E Ratio
USA stock market
– simplified portrayal



Source: *Undercover Economist*, p. 148/Robert Shiller, Yale University

Shiller P/E Ratio
Annualised 10 yr. shareholder returns when shares are purchased at various P/E levels



Source: "Fortune", 21.12.2009, p. 38

Shoe String Financing • **Zaczynać biznes od pary sznurowadeł** • A business activity which possesses minimal *capital*; so little, in fact, that it seems that the company has no more than a pair of nearly worthless shoe strings. A modest *capital base* is, in fact, quite common in *start-up* operations. One of the first tests of a business is often its ability to survive with meagre financial resources. See also *sweat equity*.

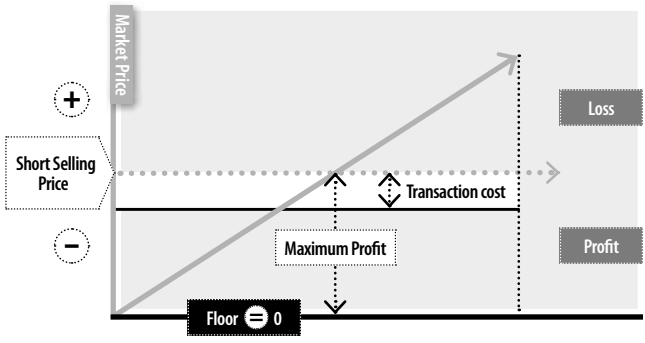


Short Position • **Pozycja krótka** • The state of exiting, or being a net seller, in a market, particularly the futures market. The seller expects to gain by being able to "cover" the sale by buying in the *spot market* at a lower price. If the spot price drops, a profit is made; if it rises, the seller loses. See *position risk* and contrast with *long position*. See also *Texas hedge*.

Short Selling Securities • **Shorting Securities** • **Krótka sprzedaż papierów wartościowych** • Profiting by a fall in a security's prices. You do this by borrowing someone else's security and selling it with the promise of returning it later on by repurchasing it in the market at a lower price. In the meantime, to assure the party that lent you the shares that you will pay them back, the cash

proceeds of the sale are pledged as collateral security. If the market price of the security increases, an extra amount of cash (see *margin call*) is added to the pledge to protect the *security lender's* interests. Short selling allows trading profits to be reaped when share prices go down. While this is a common occurrence in markets, short selling is relatively rare. For example, in the month of March 2008, only 4% of the market's shares had outstanding short positions ("International Herald Tribune", May 2, 2008, p. 15). While the "selling and buying" of short selling should mirror conventional buying and selling transactions (i.e. going long), the transactions are far from symmetrical. Firstly, stocks generally tend to go up over the long-term. So short selling is "swimming against the stream". Secondly, the potential for loss is much higher in shorting. There is no ceiling on a price rise compared to the floor on a price fall equal to the price of the stock. Thirdly, stock exchange rules will tend to discourage short selling because of its contrarian speculative nature and the potential for abuse (say, by spreading false rumours). Finally, short selling is psychologically difficult because of the "negative reenforcement" coming from the vested interests in the rest of the market that is long. For all these reasons, short selling has traditionally carried a bit of a stigma. The fact it profits from the misfortune of others can also make it seem antisocial. Indeed, in the past, the "commercial evil" was often outlawed by short-sighted government authorities. Short selling, in fact, has an entirely legitimate role in efficient markets. It allows *bearish* sentiment to have a voice in the market. Such healthy scepticism fine-tunes security values and counteracts asset bubbles. It also performs a very useful function by helping markets be more liquid. For example, *market makers* often go short for brief periods of time to ensure that their customers' orders are promptly filled. Hedge funds often use short positions to hedge their speculative bets. If we include such rapid and temporary positions, short selling may represent around a quarter of trading volumes. See also *short squeeze*.

Short Selling



Short Squeeze (vernacular) • **Masowe zamykanie pozycji krótkich** (żargon) • A situation where rivals in a market conspire against *speculators* that are *short selling securities.* Especially vulnerable are those short-sellers who are undercapitalised (and thus unable to tolerate too much volatility) or those who are jittery because they have been "burned" with some losses already. The conspirators get together to buy shares of the shorted security in unison. The resulting buying pressure pushes prices up. This hurts the short positions and tests their resolve. If those who are vulnerable or nervous panic ("we bet the wrong way!"), they will try to quickly exit their positions to limit their losses. Apart from betting against the market, a part of their fear comes from the potential for unlimited losses. Unlike being long, there is no ceiling on their potential losses. The rush to cap their losses will force the short sellers to aggressively buy in the market. This, in turn, tends to drive up the price of stocks that have been sold short even further. A vicious spiral can then kick in: mounting losses of short sellers compel them to be even more determined to unwind their positions. They will buy even more aggressively and drive prices up even further. In this way, the "shorts" become their own worst enemy. A short squeeze can cause prices on weak shares to go up even though long-term "fundamentals" suggest a fall in price.

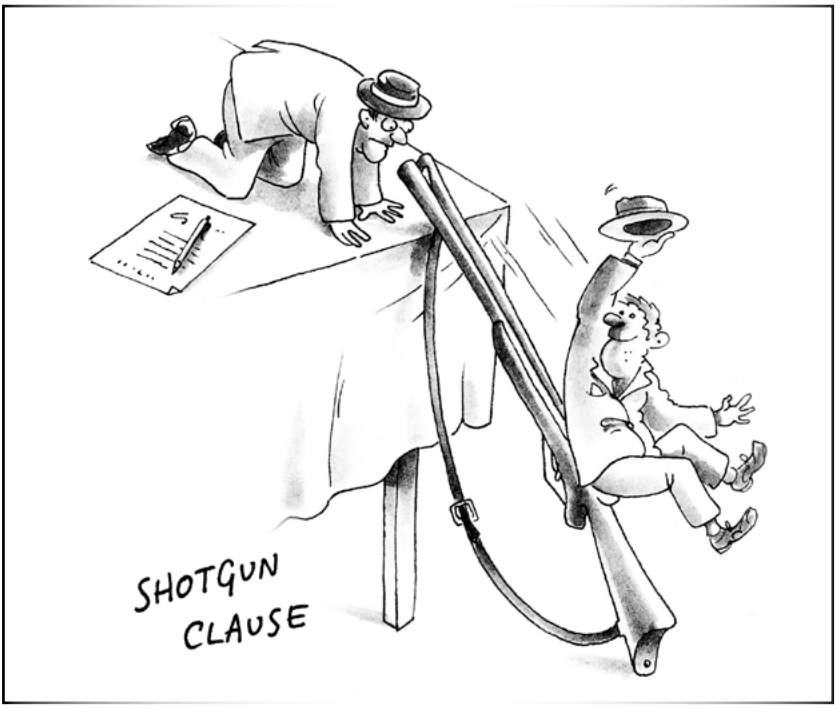
Short-termism (vernacular) • **Doraźność** (żargon) • An approach to management decision making that puts an excessive emphasis on immediate results at the expense of future, long term opportunities. The *theory of the firm* suggests that shareholders want to maximise their wealth in terms of the *present value* of the future's rewards. Therefore, they are willing to be patient but subject to the *time value of money* putting a discount on the future. Short-termism is a common manifestation of the *agency problem*. In order to make budget targets or capture bonuses, etc, managers might be tempted to sacrifice the long-run health of the enterprise in exchange for quick results. Accounting profits (which only capture past performance) may be pursued at the expense of making worthwhile investments (which realize themselves only over the course of time). Other examples of short-termism include economizing measures (e.g. cuts in maintenance, brand support, training) that sacrifice long run value creation in order to temporarily boost profits. That said, there is merit in a proper degree of focus on the "here and now". Keynes' dictum that "in the long run we are all dead" reflects the need for a bias for action. It is a question of balance.

Not on My Watch

Managers noted that when they were evaluated solely on **short-term** financial performance, they found it difficult to sustain [intangible] investments to enhance [long run competitiveness]. Expenditures on such investments are treated as period expenses by the financial accounting model so that cutbacks are an easy way to produce incremental short-term earnings…The adverse consequences will not show up in the short run, and when they do, they may be on somebody else's "watch".

R.S. Kaplan & D.P. Norton *The Balanced Scorecard*, p. 126

Shotgun Clause (vernacular) • **Klauzula przymusowego zakupu** (żargon) • A buy-sell provision used by related parties in a business venture (say a *joint venture* or a partnership) that allows one or more parties to exit at a *fair price*. By contractual agreement, designated holders of ownership stakes have the right to offer their holdings to another designated investor at a specified price.



This is close to a *put* except that the other party has the right to refuse the offer at the specified price. However, a refusal to buy another's holding triggers an obligation to sell holdings to the offering party at the very same specified price. Thus a *call* is created (i.e. a right to buy). In effect, if the price is deemed too high, it stands to reason that a refusing party should be willing to sell. Such a mechanism prevents the holders, who stay in the business, from taking advantage of the party that wants to leave. At the same time, it prevents a holder from being coerced to buy out an exiting party at an unreasonable level. In effect, a shotgun clause creates an internal market for an investment that has no external market. The reference to a shotgun comes from the double-barrelled operation: fire one shot followed by another.

Side Deal (vernacular) • **Interes na boku** (żargon) • Any commercial agreement that is an adjunct to another, main agreement or the market in general. This might naturally and legitimately occur, say, when two parties simply decide to agree when others cannot. However, side deals often connote some *shady* practice, especially if they are done in secret. The lack of transparency may suggest that the parties have something to hide.

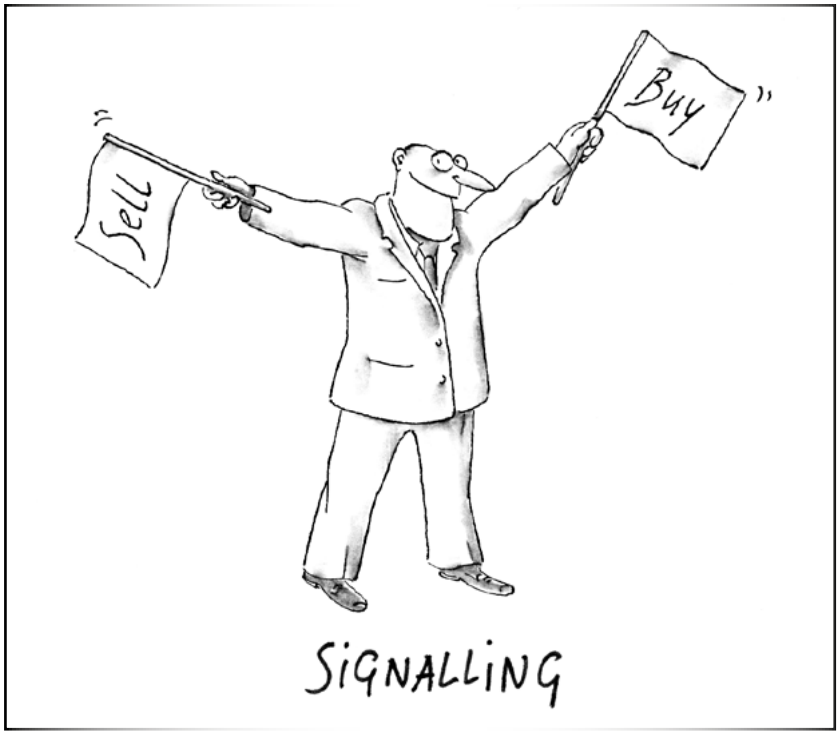
Something to Hide

The apparent sale of assets – three electricity-generating barges – increased Enron's profits by $12m and its operating cashflow by $28m. [But] under a secret oral deal Enron promised a guaranteed rate of return and to buy back the assets within six months. Because [the buyer] did not take any real risk from the apparent sale, the prosecutors say the deal should have been treated as a loan; hence neither the profit nor the operating cashflow should have been recorded on Enron's books. According to the prosecutors, the deal, concluded just as the firm's financial year closed in 1999, helped the Enron subsidiary involved to meet financial targets and Enron executives to earn bonuses. A small part of the case against Mr Skilling is that he pushed through this transaction and knew that the secret **side deal** was concealed from Enron's auditors.

Trial run, "The Economist", September 23, 2004

Signalling (vernacular) • **Sygnalizowanie** (żargon) • The message that an enterprise sends to the *capital markets* through its *dividend* policy. If prospects

are good, dividends are more affordable and can be raised. Share prices will then rise via the *dividend growth model*. Alternatively, if prospects are exceptionally attractive, a firm might signal this to the market by declaring less dividends. Much of finance theory says that dividends should not matter (which rebutts signalling). Unless there are tax implications, shareholders could arguably be indifferent between receiving cash dividends or, if those funds are retained in the business and re-invested, enjoying *capital gains* through higher share prices (assuming prices reflect re-invested dividends kept inside the firm). Moreover, companies can raise fresh capital to replace what has been paid out to existing shareholders. However, those investors who prefer the regular income of a dividend stream compared to periodically selling shares could read dividends as a signal and price shares accordingly. There is a debate whether dividend policy actually signals anything when *efficient markets* are supposed to know the true value of firms regardless of management's efforts to communicate anything.



Agitated

For GM, the problem of whether to **cut the dividend** is huge – in scale, way beyond the $1.1 billion. Were a reduction to be made, there surely would be national, and even global, headlines. That would agitate buyers who are already nervous about GM's viability – who worry, for example, about the company's ability to make good on its warranties. That's an unnecessary worry but it still exists. It is probably not an overstatement to say that cutting the dividend would be a public relations disaster.

The Tragedy of GM in "Fortune" (Europe), February 27, 2006, p. 42

Small Capitalisation Stocks • Small Cap • Spółki o małej kapitalizacji • Enterprises with a *stock market capitalisation* that is small relative to big *players*. This is a relative notion that will vary with the *capital market*. In the USA, for example, the threshold is $250 million, an amount that would be considered large in a smaller market. Because they are typically more nimble and growth driven, small caps may out perform the "big boys" in the long run. However, they also have some handicaps. Because they are small, they get less attention from research analysts and consequently have less of a following, especially amongst large *institutional investors*. This contributes to another common problem: their price *volatility* and a lack of market *liquidity*. To better realise their inherent value, small caps are often tempted to *leveraged buy-outs* or an *acquisition* by a "large cap" (often using its higher valued shares as *consideration*).

Smart Money (vernacular) • **Sprytne pieniądze** (żargon)• A reference to the professional, astute, discipline and well-informed investors that presumably deal in Wall Street. This is in presumed contrast to the rest of us: naive, amateurish suckers. So you might hear someone saying: "The smart money on Wall Street is beating on an increase in interest rates". If you believe in the *efficient market hypothesis* there is no such thing as smart money but rather "lucky money" or perhaps "thinks they're smart money" or even "wishes they were smart money". See also Warren *Buffett*.

Too Smart for Their Own Good

No one is too stupid to make money in the stock market. But there are many who are too **smart to make money**… To lose money [in the stock market], pretend you're really, really clever, and that by reading financial journalism, you can outguess the market day by day. Along with that, you must have absolutely no sense of proportion about money and the world at large.

Ben Stein, economist, writer, lawyer & actor on stupidity quoted in "Fortune" (Europe), September 3, 2007, p. 41

Social Business Enterprise • **Przedsiębiorstwo społeczne** • A visionary idea of combining the *shareholder* interests of corporations with *economic development* in poor countries. Companies would draw on *micro-credit* (see *Compendium of Banking Terms in Polish & English*) financed businesses to incorporate non-profit models into their commercial operations, seeking not just revenue but social returns. To cite an actual example, a multinational yogurt producer might purchase milk in a developing country bought from cows purchased by individual farmers through a micro-credit program. The yogurt producer would invest in the rural factory and commit to buy the inputs and then sell outputs back to the local community, perhaps via distributors who are also funded by micro-credit. The investment would be meshed with a micro-credit program to ensure market supply and demand. While the yogurt producer's returns would match its *hurdle rates*, it could also claim *brand*-enhancing credit for its development efforts. Social business enterprise are advocated by 2006 Nobel Prize winner Muhammad Yunus, the father of the micro-credit movement. See also *stakeholders* and *corporate social responsibility*.

Everybody Happy

We are convinced that in this world, when you are a consumer-goods company and the country is a developing country, it would be crazy to think only about the peak of the pyramid. Is the classic economic model working? No, but I told him, 'I don't want to make charity.' The strength [of **social business enterprise**] is that it is a business, and if it is a business, it is sustainable. Your shareholders are happy.

President of yogurt maker Danone opines on social business enterprise
Quoted in *saving the World* in "Fortune" (Europe), February 5, 2007, p. 44

Socially Responsible Investing • SRI • Inwestowanie społecznie odpowiedzialne • A movement that invests based on a combination of *financial performance* and ethical considerations, in particular *corporate social responsibility* (CSR). The motive for SRI is partly based on altruism and partly on self-interest: in a world of increasing consciousness about CSR, good "corporate citizens" do better in the long run. SRI – also referred to as "sustainability investing" – is a minority in the *capital markets* but is increasing its well-defined stake (e.g. consider the Dow Jones Sustainability Group Index). See also *triple bottom line*.

Soft Landing (slang) • **Miękkie lądowanie** (slang) • A general economic slowdown that avoids the more drastic crash of a recession. Inherent in the business cycle are periods of prosperous high activity followed by lean low activity. The mild recession of a soft landing can be seen as a perfectly healthy correction to an overheated economy. Since the amplitude swings in a boom or bust cycle are largely due to reactions to previous periods, part of the secret of a soft landing is preceding it with the "gentle takeoff" of solid growth as opposed to the speculative frenzy of a "blastoff". Banks have a role in dampening swings by supplying credit in a consistent manner throughout the cycle. Soft landings are also a function of astute monetary policies and maintaining a reasonable level of confidence amongst business and householders.

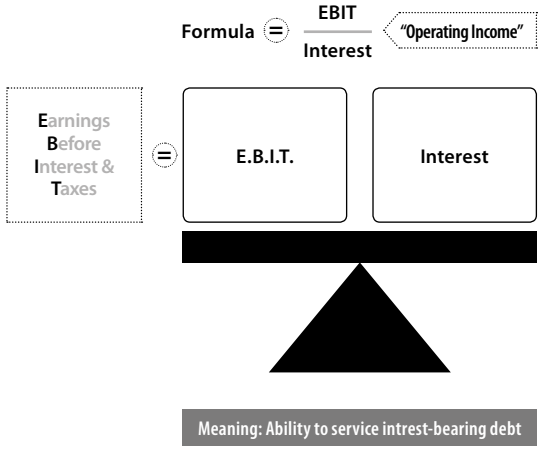
Sole Proprietorship • Sole Trader • Jednoosobowa działalność gospodarcza • An unincorporated business owned by a single person. Sole proprietorships are easy to set up (no incorporation costs) and are often used by *small and medium enterprises*. However, the owner has unlimited liability for the business's debts which can be a disadvantage.

Solvency Ratios • Wskaźniki wypłacalności • A subset of *financial ratios* that focuses on an enterprise's utilization of *debt* and thereby its ability to maintain its *solvency*. The most common ratios include:

Are We Broke?	
Ratio	**Formula**
Debt to Equity	$\frac{\text{Total debt}}{\text{Total } \textit{equity}}$
Debt to Market Equity	$\frac{\text{Total debt}}{\text{Equity at } \textit{market value}}$
Times Interest Earned	$\frac{\textit{EBIT}}{\textit{Interest} \text{ expense}}$
Financial Leverage	$\frac{\text{Total Assets}}{\text{Total Equity}}$
Debt Service Coverage	$\frac{\textit{Net cash flow from operations}}{\text{Scheduled debt payments, including leases (*)}}$
Capital Expenditures Coverage	$\frac{\text{Net cash flow operations – debt repayments (*)}}{\text{Mandatory capital expenditures}}$
Net Cash Flow to Debt	$\frac{\text{Net cash flow from operations}}{\text{Total debt}}$
(*) annual principal payments on term debt (i.e. not short debt pay downs)	

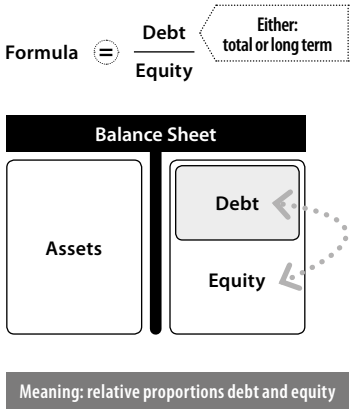
Solvency: Times Interest Earned

Also: "Interest Coverage Ratio"



These ratios are compared over time (trend analysis) or to other *benchmarks*, such as industry peers. They are important tools in *financial analysis* since an enterprise's *going concern* depends on it being able to cope with its *leverage*. Additionally, they will affect the market value of an enterprise's shares. As leverage increases, the *cost of capital* will increase via lower share price to compensate for higher financial risk being borne by shareholders.

Solvency: Debt-to-Equity Ratio



Soulless Corporation (vernacular) • **Bezduszna korporacja** (żargon) • A pejorative reference to enterprises run primarily for the sake of shareholder wealth maximization without regard to social values such as employee morale and community welfare. It also reflects the notion that competitive free markets are impersonal in the sense that only price and performance counts. Most companies respond with an ethos of enlightened *corporate social responsibility* that tries to soften the harsher side of business.

Being Nice

In the present climate of opinion, with its widespread aversion to "capitalism", "profits", the "**soulless corporation**" and so on, corporate social responsibility is one way for a corporation to generate goodwill as a buy-product of expenditures that are entirely justified in its own self-interest.

Milton Friedman quoted in
"Financial Times", June 10/11, 2006, p. 43

Sovereign Wealth Funds • **Państwowe fundusze inwestycyjne** • Investments by state agencies in the financial securities, including equity shares, of foreign entities. Traditionally, large accumulations of foreign exchange reserves were placed into liquid, secure and short-term money market instruments such as treasury bills. This was based on reserves being inherently temporary as part of foreign exchange rate re-equilibriums. However, in some countries, surpluses

grew in both size and duration as part of a permanent build up. In the pursuit of better returns, many countries resorted to equity investments, often as strategic investors. As of 2007, SWFs hold perhaps $2 trillion in assets, spread over about 40 funds. Estimates have total SWF assets topping $13 trillion within a decade (reference: "The Economist"). SWFs are often associated with bailouts perhaps because they see opportunities in bargain prices or as a way to earn a future favour. In late 2007, injections from SWFs into the world's largest banks included Abu Dhabi into USA's Citigoup, Saudi Arabia and Singapore into Switzerland's UBS, and China into USA's Morgan Stanley and Blackstone Group hedge fund. Normally, attracting long term investment capital is a beneficial "vote of confidence" in an economy, especially if it is coming to someone's rescue. However, the rich countries of the West and Japan are worried that state-owned SWF investments from China, Russia and the Middle East will be used for political purposes, perhaps with a hidden agenda. In October 2007, G7 leaders met with the heads of eight SWFs and agreed on a voluntary code of best practices.

S&P 500 • Indeks S&P 500 • An index of 500 stocks formally known as the Standard and Poor's 500 named after the well-known *credit rating agency*. It is probably the most widely tracked index in the world and a *bellwhether* for the state of the US economy.

Special Dividend • Superdywidenda • Dividends paid in addition to a regularly paid dividend. Typically this is done on a one-time basis to reduce excess levels of cash that the company cannot find productive uses for. It is better when capital is returned to shareholders where it can be more productively redeployed. A dramatic example of such a situation was Microsoft's cash kitty that had grown to $56 billion by 2004. It was dispensed with by a special dividend and a share buy-back scheme valued at $75 billion over 4 years (see below). See also *dividend policy*.

Priorities

As we looked at our cash management choices, our priorities were to increase our regular payments to shareholders, increase our stock buyback efforts given our confidence in the company's growth prospects, and distribute additional resources in the form of a **special one-time dividend.**

CEO, Microsoft Corporation, press release, July 20, 2004

Special Purpose Entity • SPE • Special Purpose Vehicle • SPV • Spółka celowa • Podmiot specjalnego przeznaczenia • A legally incorporated body set up to undertake a single, restricted activity usually to accomplish some specified objective, typically to buy and hold certain assets. A *special investment vehicle* is a subset of a SPE. For a further discussion of the reporting issues involved, see the *Compendium of Accounting in Polish & English*.

Speculation • Spekulacja • An investment attitude that actively seeks high returns as the price to pay for high degrees of risk. Speculation tends to be a "loaded" word akin to gambling. Thus, in the credit rated debt markets, anything not rated *investment grade* is described as "speculative". But speculation can be actually based on a rational calculation of a *risk-reward trade-off* that is risk neutral. Thus there is a spectrum of speculative attitudes. Every investor who ventures beyond a risk-free asset is, to a degree, "speculating" (although speculation connotes "aggressive" vs. "prudent" risk-taking). Moreover, carefully calibrated speculation is healthy for capital markets. It allows *access to capital* for entrepreneurs with high-risk, innovative ventures. It also faciltates hedging activities by somebody's willingness to assume risks that others want to avoid. In terms of participants in the markets, business angels, venture capitalists, *hedge funds* and *commodities traders* are the most unabashed speculators, although they would probably say they are just *playing the market*.

All Year Round

October. This is one of the peculiarly dangerous months to **speculate** in stocks. The others are July, January, September, April, November, May, March, June, December, August and February.

Mark Twain, *Pudd'nhead Wilson*

Speculative Grade • Klasa spekulacyjna • Ocena spekulacyjna • A *credit rating* that indicates a nagging amount of doubt about an enterprise's ability to repay *debt*. While there may be no *defaults*, financial *performance* is weak and *cash flow* shortage can be envisioned. Contrast with *investment grade*.

Splits (vernacular) • **Podział** (żargon) • An unbundling of investment returns into a regular income component and a capital gains component. The former is preferred by investors in low tax brackets who need regular cash flow for lifestyle purposes (e.g. during retirement). The later is preferred by high tax bracket tax

payers who would rather defer returns until later and be taxed on a less onerous capital gains basis (e.g. high-income professionals). In the UK, a "split-capital investment trust" was a popular retail investment product that became tainted when several failed in 2001–2002 due to weak markets combined with leveraged.

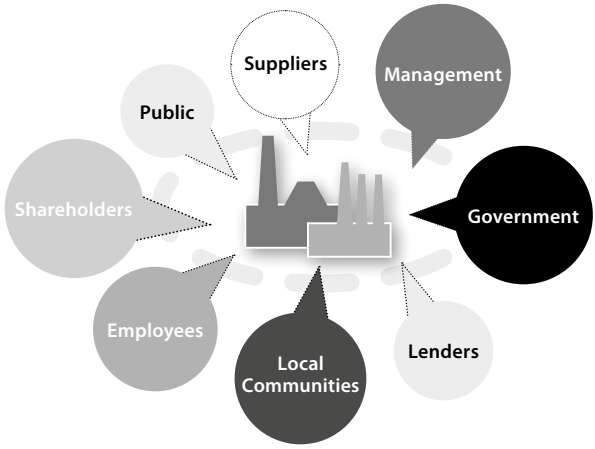
Spread Betting (Financial) • **Gra na marżach** • The application of spread betting techniques to financial *speculation*. In sports, gamblers can bet on the spread in a final score rather than a simple "win or lose" outcome between teams. In a similar fashion, punters can wager the movements of stock indexes or shares through leading spread betting firms (such as IG Group, City Index, Cantor Index, Financial Spreads in the case of the UK). Spread betting closely resembles the *futures* and *options* markets. It is the most popular in the UK, partly because of a strong tradition of closely related sports betting and an exemption from capital gains tax and stamp duty on any winnings.

Stag (slang) • **Stag** (dosłownie: jeleń; slang) • A speculator in securities who typically *churns* shares in quick buy and sell transactions. In the UK, the word has a more precise meaning with regard to *speculation* in oversubscribed shares in an *initial public offering*. Word roots likely come from the aggressive confidence of the male deer, especially in mating season.

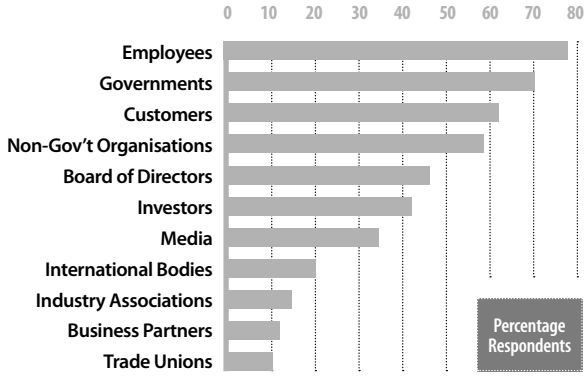


Stakeholders • **Interesariusze** • All entities, both direct, such as *shareholders*, and indirect, such as employees, customers, *lenders* suppliers and public pressure groups, etc, claiming an economic interest in an enterprise. In the case of shareholders and lenders, the economic interest is either via ownership or contractual rights. Traditionally, these parties had the greatest say in the fate of an enterprise. Stakeholder broadens the definition of interest to capture any party whose economic welfare would be impacted by the business (i.e. *management*, suppliers, labour unions, local communities and even governments). In financial distressed situations, such parties are often called upon to contribute to a *restructuring*.

Stakeholders



Stakeholders
Survey of CEO opinions on corporate social responsibility



Source: World Economic Forum CEO Survey/"Financial Times" 20.01.2003, p. 6

The stakeholder concept implies that pure, undiluted profit driven capitalism, which typically focuses on the short term's *bottom line*, needs to be tempered to incorporate other decision criteria besides the owner's self-interest. The difficulty in this view is finding other decision criteria besides the profit motive and respect for property rights used in maximizing *shareholder value*. However, in reality, most well managed enterprises will be naturally run with a careful consideration to the interests of stakeholders (e.g. respecting the law, promoting a positive image in the public eye, satisfying customers, retaining motivated employees).

Healthy Disrespect

We must move closer to the tougher conditions and colder climate of Anglo-Saxon capitalism, based on the **primacy of shareholder's interests**, where the rewards are greater but the risks are also. Capitalism is indeed revolutionary. It respects neither habit nor tradition, neither gender nor class. It is the enemy of any sedentary society. If Europe really does want to become the most competitive economy in the world, it cannot afford to remain sedentary.

Frits Bolkestein, EU Commissioner for Internal Market
quoted in *It's the Single Market, Stupid*, "The Economist",
The World in 2002, p. 38

Stewardship • Zarządzanie powierzonym majątkiem • A state of mind that takes care of business based on a sense of responsibility to others. It is a particularly appropriate sentiment for a banker who is dealing with o*ther people's money.* The underlying sense of stewardship produces such efforts as *safeguarding*, *oversight* and *prudence*. The word has become somewhat antiquated. A more modern usage would be *accountability*. The roots of the word come from the Biblical story of the "Faithful Steward" (Matthew 25:14–28).

Obligation of Trust

To state the facts frankly is not to despair the future nor indict the past. The prudent heir takes careful inventory of his legacies and gives a **faithful accounting** to those whom he owes an obligation of trust.

John F. Kennedy (1917–1963)

Stock Broker • **Makler giełdowy** • A person who buys and sells traded *shares* on a *stock market* as an agent on behalf of an investor. Ancillary services, to help investors decide wisely, might also include investment research and portfolio advice. Additionally, stock brokers can be indirectly involved in market making and the distribution of underwritten share *flotations*. Since stock brokers earn their income on trading commissions, there can be an incentive to *churn*.

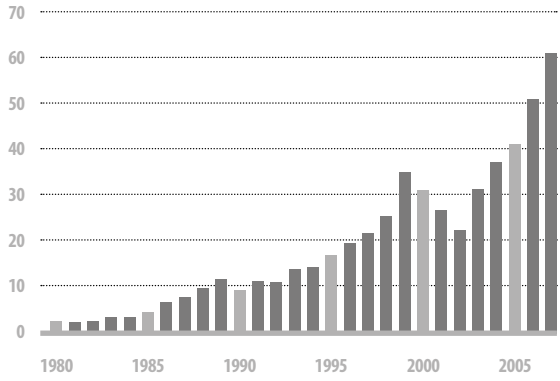
Definition

[A **stock broker** is] someone who invests your money until it is all gone.

Woody Allen

Stock Market Capitalisation • **Kapitalizacja rynku giełdowego** • The total stock market value (outstanding shares x share price) of an enterprise's traded shares. Since shares represent ownership, market capitalisation is the capital market's valuation of an enterprise's net assets or equity. This, in turn, reflects estimates of future earning power or, invoking the dividend valuation model, the net present value of its future dividends. Market capitalisation contrasts with the book value of shareholders' equity that is an accounting measure of equity based on the accumulation of historical costs. Because conventional financial statements do not even try to measure many aspects of financial reality (most notably: economic goodwill, the market value of long term assets or the value of brand names), stock market capitalisation can differ considerably from accounting calculations.

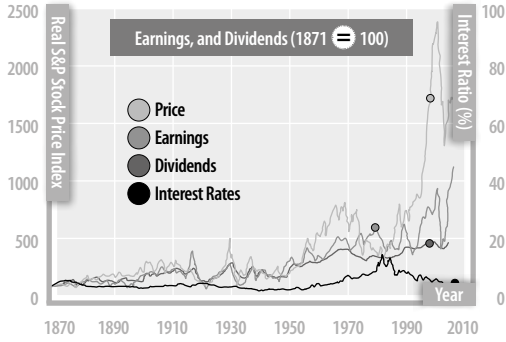
Stock Market Capitalization
World Stock Market Capitalisation 1980–2007, Trillions of USD



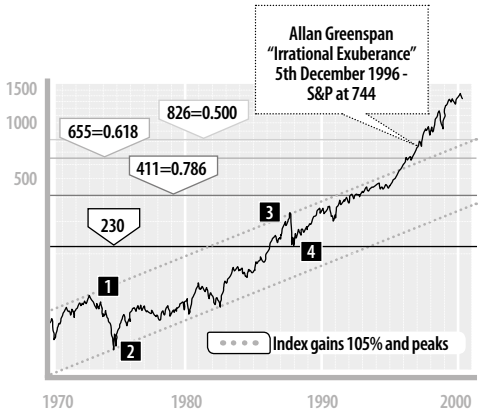
Source: World Federation of Exchanges

Stock Market Performance • **Wyniki rynku giełdowego** • Over the long run, equity shares have offered the best returns to investors albeit subject to relatively more *volatility* along the way compared to other asset classes. This reflects the tendency of underlying economies to grow over time combined with the forces of a *business cycle* that tends to have repeated periods of expansion and contraction in GDP. Stock market volatility can exacerbate business cycles due to the role of market sentiment (see *bull market* and *bearish/bears*) necessitating periodic corrections, as investors adjust misperceptions to economic reality. During the recent dot-com bubble, share prices went to unprecedented highs based on faith in beneficence of technology in the so-called New Economy. It was a confidence that turned out to be badly misplaced. The efficacy of the *Efficient Market Hypothesis* suggests that stock market performance is founded upon fundamental underlying performance and genuine wealth creation in the long run.

Stock Market Performance
20th Century



Stock Market Performance



Stock Market Ratios • Wskaźniki giełdowe • Various ratios used by stock market analysts to compare *share* values.

How To Measure Share Value		
Ratio	**Formula**	**Indicates**
Price/earnings ratio	Market price/share / E.P.S.	• to compare different shares • reflects earnings expectations & risk
Earnings per share	Available Profits (*) / Shares (**)	• compares same shares over time • formal *accounting standards* calculation
Earnings yield	EPS (grossed up) x 100% / Market price/share	• earnings thrown off from market value • grossed up adjusts for *tax credits*
Market-to-Book (Value) Ratio	Stock price / Book Value per share	• large premium = optimistic expectations • large discount = pessimistic expectations
Dividend yield	Gross dividend/share x 100% / Market price/share	• compares dividends to interest coupons • "gross" reflects any tax credits
Dividend cover	Available Profits / Dividends (***)	• ability to pay dividends • reciprocal of *payout ratio*
(*) Earnings after tax and preferred dividends; also adjusted for dilution (**) Outstanding shares or the number of ordinary shares issued (***) Dividends declared or the ordinary dividends payable out of profits for the year		

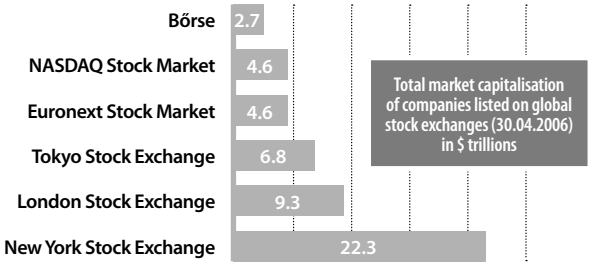
Like most *financial ratios*, stock market ratios are used for their convenience and familiarity. The ratios are often calculated and published for a wide audience.

Stock Market • Stock Exchange • Bourse (European) • Giełda papierów wartościowych • The market for the purchase and sale of *securities*, mostly equity *shares*. Stock markets are closely associated with the development of *capitalism*. Stock markets perform three economic functions:

1. through the process of issuing new shares into the *primary* market, equity *capital* is channeled to users;
2. through the trading of previously issued shares in the *secondary* market, investors have an opportunity to exit or switch; the resulting *liquidity* reduces the *risks* of investing and increases the volume of available capital;
3. the ongoing *valuation* of shares under the forces of the *efficient market hypothesis* is a strong feedback loop to measure and correct *financial performance* and in turn *management* effectiveness.

The world's earliest exchange was established in Amsterdam when it began trading shares in the United East India Company in 1602. See also *stock market capitalisation*.

Stockmarket
$ trillions



Source: NYSE Group/"The Wall Street Journal" (Europe), 24.05.2006, p. 3

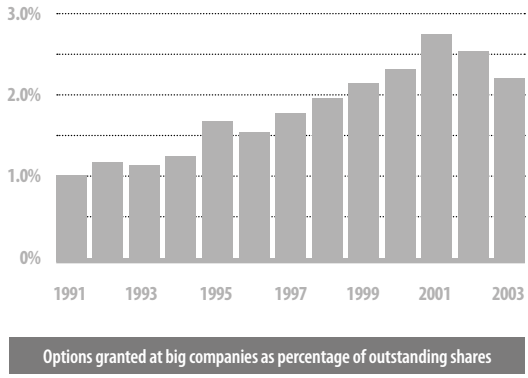
Stock Options, Debate About • Opcje na akcje (debata) • Stock *options* – a popular form of share-based compensation – have become one of the most controversial topics in business. Stock options have two powerful attractions. For small, entrepreneurial *start-ups* they were a way to turn on valued employees in the absence of an ability to pay them their true worth in cash. At the other end of the spectrum, for large corporations with professional management, they helped mitigate the *goal congruence* problem by giving them a financial stake in the business they were running. This better aligned them to the growing emphasis on *shareholder value creation*. Stock options sometimes fit well with social values (at least in the USA). The entrepreneurial spirit denotes: people who produced wealth should have a share of it. When shareholders also gained, it was a classic *win-win* arrangement. In the USA, stock options became very popular in the late 1990s. For example, consider just one (albeit prominent) company: Microsoft. The banking firm of Goldman Sachs estimated that $50 billion in Microsoft options was cashed in between 1993 and 2003. In one banner year (2000), California residents paid *capital gains taxes* (lower than taxes on *dividends*) on $85 billion worth of stock option income (both references: "Maclean's Magazine", July 28, 2003, p. 35). However, in a classic instance of "too much of a good thing", many had reservations about stock options. They seemed to exacerbate such undesirable trends as:

- excessive focus on short term results since manager's time horizon was shorter than a firm's,
- temptation to abuse accounting with earnings management to create artificial results,

- a *casino capitalism* attitude that took excessive risks at the shareholder's expense,
- lax stewardship as managers reaped huge rewards that they really did not "earn",
- little independent control of deals due to weak governance by boards,
- wild swings in government deficits (from taxes paid on exercised options).

One way to address these concerns was simply to better measure their impact. In the early 1990s, the USA's *Financial Accounting Standards Board* advocated recognising stock options as an expense in the income statement. In reaction, the US Congress, as a result of lobbying by high technology firms anxious to incentivise their staff, threatened to remove FASB's standard setting authority. It is unusual for any accounting issue to be so politicised. Three things happened to bring stock options into the forum of public debate. Stratospheric payments to several high profile executives (e.g. Dick Grasso of the NYSE got $140 million; Michael Eisner of Disney got $120 million) jolted the capital markets ("who can possibly be worth that much?!"). Next, the demise of Enron, Worldcom and other high-profile *accounting scandals* were linked, even if only indirectly, to the above abuses. Finally, the stock crash that pricked tech bubble in 2002 left many shareholders angry as well as poorer. They naturally began to question the fundamentals of "the system" that could do so much damage to their wealth. The result has been a movement towards both tempering their generosity and disclosing their impact. See executive *stock options*.

Stock Options
Number of SEC cases filed for security law violations in the USA



Source: Pearl Meyer & Partners, "International Herald Tribune", 02.04.2004, p. 11

Delusions

Everyone could delude themselves that **stock options** came free. Not unnaturally, they were dispensed like confetti to chief executives and employees. American executives could then rejoice in the perverse fact that this invisible cost yielded a visible credit to the profit and loss account because it was tax deductible. By some estimates, more than 90 per cent of share repurchases (made by publicly traded companies) in the market's peak year of 2000 went to managers and employees. So corporate balance sheets now carry a legacy of excess leverage. The likes of WorldCom and Enron were merely pathological extremes. Everyone was up to something. And where stock options continue to be used, everyone still is.

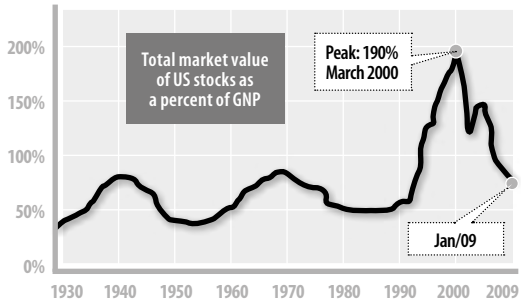
John Plender, "Financial Times", 2003

Stock Split • **Split** • **Podział akcji** • Splitting the value of issued shares into smaller denominations to enhance their marketability on the stock exchange and thereby boost their price (slightly). For example, shares trading at, say, €150 each would require a minimum investment of €15,000 for a 100-share *board lot*. This might be too much for many retail investors. A significantly lower price would draw out demand for the shares and boost price. Stock splits are also taken as a *signal* that the company's prospects are favourable, a sentiment that will also tend to increase share value. (The distinction between stock split and a *script issue* is that stock splits do not affect *reserve capital*; rather issued capital is simply re-denominated.)

Stock Symbol • **Symbol giełdowy** • A unique symbol assigned to a security. NYSE and AMEX listed stocks have symbols of three characters or less. NASDAQ-listed securities have four or five characters. If a fifth letter appears, it identifies the security as something other than a single issue of common stock. Stock symbols are also known as "tickers" or "ticker symbols".

Stock Values versus GNP • **Wartość akcji w porównaniu do PKB** • The notion that there should be a rational relationship between the total value of an economy's stock market *capitalization* and its output as measured by GNP. Traditionally this has averaged somewhat above 50% (see chart) within a band of 40% to 80% of GNP. Strategic buying and selling decisions can be made accordingly.

Stock Values vs. GNP



Source: "Fortune" (Europe), 16.02.2009, p. 27

Proportional

In the short run the market is a voting machine, but in the long run it's a weighing machine.

Attributed to Benjamin Graham

Stocks (USA) • **Akcje** • **Udziały** • The US equivalent of equity *shares*. In the UK, "stock" refers to inventory while "loan stock" refers to traded debt securities. While the words are synonymous they are not used interchangeably. From stock we get stock market (but not "share market"), stock broker (but not "share broker") and stock exchange (but not "share exchange"). Word roots – uncertain (www.etymonline.com); perhaps comes from "trunk" from which gains are an outgrowth or a "money-box" (c.1400). Meaning "subscribed capital of a corporation" goes back to 1612.

Humour File

The way to make money in the stock market is to buy a **stock**. Then, when it goes up, sell it. If it's not going to go up, don't buy it!

Will Rogers (1879–1935)
American humourist

Stop Loss Limit • Zlecenie „zapobiegania stratom" • A standing instruction to sell a *security* at the market price in the event that its price reaches a

predetermined threshold. In this way, while a loss cannot be eliminated, it is at least limited (reference: a traditional adage: *"your first loss is your best loss"*).

Rule No. 1

The first thing I want to know in a trade is not how much I can make, but how much I can lose. So my No. 1 rule is using **stop-losses**.

Yra Harris (a "trading god")
quoted in *12 Peak Performers*
in "Fortune" (Europe), October 30, 2006, p. 42

Straddle • **Opcja podwójna** • **Siodło** (slang) • A combination of a pair of *options* that, together, will lose value if the market falls or rises. A straddle is *in the money* if the options expire worthless so that the premiums can be retained.

Strategic Investor • **Inwestor strategiczny** • An investor whose ownership stake is both sufficiently high (25% to 50%+) and close to its own activities that it will exercise influence or even *control* on *management*. Based on their knowledge of the investee's industry, strategic investors will tend to take an active role in the *corporate governance* of the business. Strategic investments are often a preparatory stage to the full ownership, take-over and operational integration of a business. See *consolidation accounting* and contrast to *institutional investor*. See also *private equity fund*, *venture capital* and *hedge fund*.

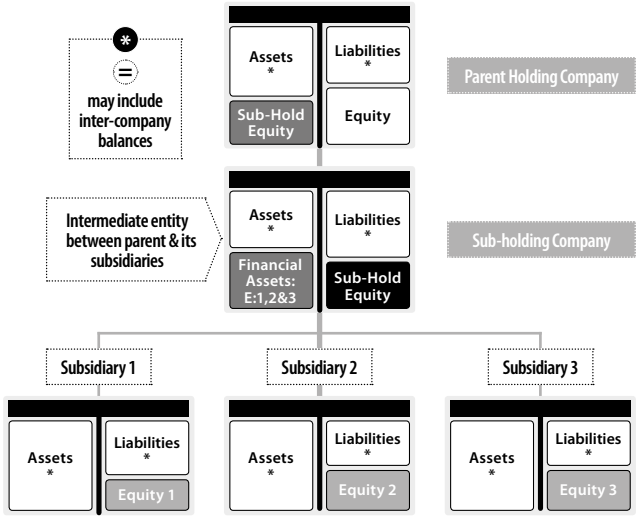
Strike Price • **Exercise Price** • **Basis Price** • **Cena realizacji opcji (bazowa)** • The contractually specified price in an option agreement at which the holder can exercise the option by buying or selling (depending upon the type of option) the underlying. The strike price compared to market prices determines whether the option is *in the money* (has intrinsic value) or out of the money (has no intrinsic value).

Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities • **STRIPS** • The practice of separately trading a bond's principal and interest components. The principal is treated as a *zero-coupon bond* while the interest payments are treated as an *annuity*. Initially, investment banks used the word "strip" to refer to any such separation of cash flows. The US Treasury then formalised the practice and the full name by issuing such securities.

Structured Finance • **Finansowanie strukturyzowane** • A *corporate finance* activity that creates, through complex negotiations and the exercise of capital market, tax, legal and accounting considerations, special purpose loans tailored to meet the specific needs of corporate borrowers. Examples might include aircraft and ship leases, sophisticated real estate deals and *securitization* transactions. The trend in the world of *disintermediation* is that structured finance transactions, which earn a higher *yield* to the lender by providing more value added to borrowers, are tending to supplant the conventional, *plain vanilla* product of *commercial lending*.

Sub-holding Company • **Spółka pośrednia w holdingu** • An intermediate entity between a parent company and its operating subsidiaries. The sub-holding company will typically also be a conduit for cash flows between the parent and its operating arms. A sub-holding's unconsolidated balance sheet will consist of its ownership of subsidiary shares as well as accounts payable and accounts receivable if there are inter-company advances. Usually a sub-holding company has few, if any, operating assets. The extra layer of sub-holding companies makes corporate ownership structures more complicated and increases the expense of compliance to corporate laws. They may be set up for purposes of secrecy (masking the true ownership of operating subsidiaries), tax planning or to limit recourse from the claims of creditors at the operating company level. In the event of a *bankruptcy*, sub-holding companies can complicate and even frustrate the orderly liquidation process.

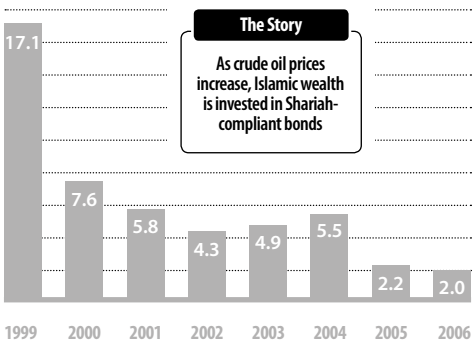
Sub-holding Company



Subsidiary, Financing of • **Finansowanie jednostki zależnej** • Shareholders of a holding company with subsidiaries usually want to view the group on a consolidated basis that treats assets and liabilities as if there were no legal divides between them. This is because the parent's control effectively puts everything into a pool from the perspective of ownership rights. In the case of financing decisions, the approach is much different. Lenders to a parent entity cannot count a subsidiary's cash flows in any debt service capacity calculations. Nor will a subsidiary's assets qualify as collateral security. This is because the borrower-parent's separate legal status versus its subsidiary prevents any recourse to the subsidiary's financial resources. The subsidiary's contribution to debt servicing will be confined to upstream *dividends* or *management fees* for the parent. As long as shares in the subsidiary can be sold, a subsidiary represents asset value to the parent. However, this potential source of cash flow would be subject to considerations about their *liquidity*. Only in the case of having *guarantees* from the subsidiary will lenders consider treating the two entities as one. For these reasons, most lenders prefer to lend directly to a subsidiary and perhaps get a parent guarantee as background support.

Sukuk • **Sukuk** • An Islamic bond, compliant with Sharia[h] laws, that uses real *estate* property or other assets to generate an income stream equivalent to the interest that would be paid on conventional debt. To satisfy Islamic investors, sukuks must be religiously correct, such as prohibiting proceeds being used for such things as gambling, guns or alcohol. Issuers must have the approval of qualified Islamic scholars who certify that the instruments are compliant. Many secular issuers are using sukuk bonds to tap large pools of capital in oil-rich Arab countries.

Sukuk
Worldwide issuance
in $ billions



Source: Bloomberg/"International Herald Tribune", 02.05.2007, p. 14

Bridging Worlds

These days **Islamic finance** is probably the only area where you could say that western institutions are actually helping the Islamic world to develop. I think the banking industry provides a bridge between the Islamic world and western worlds today.

Make Money, Not War, "Financial Times", September 23/24, 2006, p. 18

Sum-of-the-Parts Analysis • **Analiza sumy części składowych** • An approach to equity analysis that starts by disaggregating a company's total value into various identifiable "silos" of value (e.g. by brand, division, market). Typical valuation approaches might be via *net present value* of forecasted cash flow streams. Any difference between the sum of the parts and the total stock-market value can thereby be identified and perhaps questioned. A discount (see *conglomerate discount*) might suggest that the business would be best broken up to release value. Or a premium might suggest the perception of operating synergy (whose ephemeral value is often questioned).

Supervisory Board (Germany) • **Rada Nadzorcza** (Niemcy) • A continental European equivalent to the Anglo-Saxon *board of directors*. Supervisory boards consist entirely of outside directors, including representatives of lenders, trade unions, employees and other *stakeholders*. While this gives them independence, supervisory boards tend to confine themselves to a more passive *oversight* role. This is consistent with their historical roots in 19th century Germany were banks often had equity stakes in enterprises. The banks needed a way to "keep an eye on" management that was more frequent than the annual general meeting. In terms of day-to-day operating decisions, greater power resides with a *management board* consisting of executive members of the *management* team. In comparison, directors on an Anglo-Saxon board tend to get involved in committees such as audit, strategy, executive compensation and risk, etc. in which there is more decision ratification.

Supply-or-Pay Contract • **Umowa typu „dostarcz lub płać"** • A contractual *hell-or-high water* obligation to supply a minimum amount of products or services at a specified price to a designated buyer. If the supplier cannot deliver as agreed, it must either provide supply from an alternative source or pay cash to the buyer sufficient to compensate for any extra costs of alternative supply or, worse, the resulting commercial damages to the buyer from a supply cut-off. A supply-or-pay contract effectively eliminates supply risk. It is sometimes used in

project financing to reduce a project's risk. The supply-or-pay obligation is only as strong as the buyer's capacity to honour the commitment. Compare to *take-or-pay contract*.

Support Level ▶ Resistance Level.

Surrender Value • **Wartość wykupu (ubezpieczenia)** • The cash value of a life insurance policy that combines payment in the event of death before retirement or a refund of premiums at retirement. Such "whole life" policies are in effect a combination of an insurance component (called "term" or pure insurance) and a savings vehicle. An accumulated amount of cash is paid out at any time if the policy holder chooses to relinquish the insurance coverage and cancel the policy. The trend towards *unbundling* is tending to make such policies less popular amongst consumers.

Sweat Equity (slang) • **Kapitał wypracowany w pocie czoła** (slang) • The hidden but possibly real value in a *small and medium enterprise* accumulated from the owner's hard work and business skills as opposed to any funded investment of cash or assets. While it is difficult to quantify sweat equity, it can have value to a lender or investor, both in terms of the earning capacity of the business and an incentive to succeed coming from the owner's stake.

Sweating Assets (vernacular) • **Angażowanie aktywów** (żargon) • Making *assets* 'work harder' by using them more intensively. This can allow greater productivity and more profits. Examples include adding another shift or doing contract work on behalf of others. Sweating assets will be reflected in a higher *asset turnover* ratio. Sweating assets is a common tactic in a *turnaround*.

Swindles • **Szwindle** • Cleverly disguised *frauds* that entice gullible investors or lenders into giving financial support to a fake scheme. In the meantime, they can be elusive enough to trick *auditors* and *regulators*, at least for a while. A classic example is a *Ponzi scheme* or "financial pyramid". Swindles are often designed to fool auditors and other "whistle blowers". In 1930s, an audit firm was duped into accepting *management's* false declaration of off-site goods in a warehouse. From then on, *generally accepted auditing standards* included the necessity to physically check *inventory*. Another famous instance of "pulling the wool over" auditors was the "Great Salad Oil Swindle" of the 1950s. A swindler used *warehouse receipts* to pledge vegetable oil as collateral for bank loans. The oil was ostensibly inventoried in large, bulk storage tanks but the oil was confined to a hidden pipe; the rest of the tank was full of water. The auditor, who used a

dip stick to measure the oil's depth, was fooled into believing that the tank was full of millions of litres of oil when in fact it contained a only a few hundred. The ability of management collusion to deceive outsiders is one reason why *audit opinions* acknowledge that an audit is no guarantee against a fraud or swindle.

Switch Transactions (slang) • **Transakcje switchowe** (slang) • An artificial creation of activity volumes in a market through the use of self-cancelling transactions. By prior arrangement, an investor agrees to buy into a new issuance of securities in return for being able to sell back to the issuer an equal amount of comparable securities. While there is no ultimate increase in the buyer-cum-seller's position, the intermediate transactions leave the impression of an active market which can be then exploited by the issuer finding third party investors to buy into the "liquid" market.

Switching (slang) • **Papugowanie** (slang) • Trading on the heels of client deals that move the market and capturing small but relatively risk free profits. See also *front running*.

Synergy • **Synergia** • Synergy is the notion that the whole is greater than the sum of its parts. This is, of course, an obvious truth in the right instances. Consider a good marriage or a good partnership. Where it can easily get misconstrued is in business. *Mergers*, for example, are often rationalised on the merits of expected synergies: duplicate costs can be eliminated or competition reduced. Yet mergers can have substantial costs such as redundancy payments, systems integration and *management* distractions which effects customer service. Coming together can negate many of the benefits of a union. Indeed, many studies have shown that a majority of mergers never fulfil their promised synergies. *Accounting*, which tends to see 2+2 = 4, has an important role to play as a "reality check" on such visionary thinking.

Arithmetic?

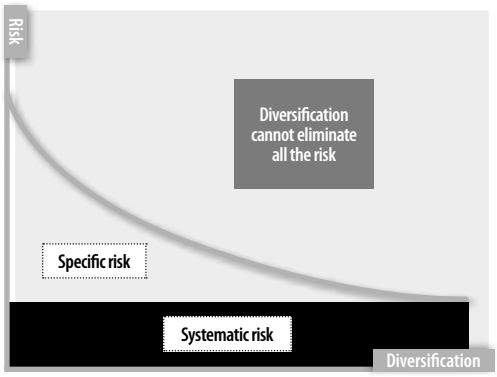
Synergy was the new magic word [of the 1960s], and what it meant, in essence, as various corporate presidents and stock promoters explained over and over, was that two and two could, under astute management, equal five.

Andrew Tobias, Foreword
Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds
Three Rivers Press, 1980

Synthetic Securities • **Syntetyczne papiery wartościowe** • Used in its loosest context, a synthetic security is synonymous to a *derivative*. A more specific usage is any combination of financial instruments producing a market instrument with different characteristics than could otherwise be achieved on their own. For example, a "synthetic asset" might be created by purchasing a *call option* and simultaneously selling a *put option* on the same stock: the investor will have the same opportunities (and risks) as actually owning the stock. Or, in the case of a "synthetic liability", the fixed payments on a *bond* may be swapped into floating interest payments thereby altering the nature of the original asset and creating a "manufactured" financial instrument. There are as many variations of the theme as there are derivative instruments and the creativity of financial engineering. The real attraction of such concoctions is not that they are able to mimic conventional financial instruments (why bother if you can have the real thing?). Rather, it is their potential to create new, innovative instruments that makes synthetics truly useful.

Systematic Risk • **Ryzyko systematyczne** • A risk that affects all the assets or *securities* within a *portfolio* regardless of the amount of diversification. It could also called "undiversifiable risk", "market risk" or "common risk". Systematic risk comes from forces that nobody can escape such as the general performance of the overall economy. A key idea in the *Capital Asset Pricing Model* is that such risk is the only risk that a well-diversified investor can expect to be compensated for. In effect, all other risks specific to a particular asset disappear because of the benign effects of diversification. In an efficient market, the only compensation in higher returns is for the degree of systematic risk as measured by what is labelled the *beta*.

Systematic Risk



T

Take-or-Pay Contract • **Umowa typu „odbierz lub płać"** • A contractual, *hell-or-high water* binding obligation on a buyer (or "off-taker") to purchase a minimum amount of products or services at a specified price. If the buyer cannot or will not purchase as agreed, it must pay cash. Some stringent versions even require payment if no product has been supplied. A take-or-pay contract effectively eliminates selling risk and is often used in *project financing* to reduce one of the key risks of a standalone project. Take-or-pay contracts are often used as part of an *off-balance sheet financing* technique. An *analytical adjustment* can be made to have the present value of take-or-pay obligations added to a sponsor's balance sheet (both as an asset and a corresponding liability). Compare to *supply-or-pay contract*.

Take-over • **Przejęcie** • The acquisition of one company by another. In the event that it is "friendly" in the sense that the to-be-acquired company's *management* recommends it to *shareholders*, it will result in a voluntary *merger*. A "hostile" take-over occurs when incumbent management objects, either because the share purchase price and terms are considered inadequate or because of a desire to protect their jobs. A "take-over battle" may ensue in which the company will usually go to the highest bidder. See also *poison pill* and *white knight*.

Talk-up A Stock (slang) • **Lansowanie akcji** (żargon) • Making favourable *securities research* opinions in a conscious attempt to boost a share's price in the market. While spreading false rumours is illegal, there is no restraint against being *bullish*. Investors pay attention to analyst's reports for their credibility as objective market experts. But there is always the potential of a *conflict of interest* when investment research is conducted along side investment banking, especially in *underwriting*. Shares go to the market easier – and investment banking

fees are more lucrative – if an analyst's report is favourable. So instead of hard-nosed intellectual honesty and clear thought, the tendency can be towards corporate flattery. "Sell" recommendations can be especially tough to issue in a bull market. The *efficient market hypothesis* might tell us that the stock market is smart enough to see that "opinion giving" should not be the same as "selling".

Quotable

Honesty was never a profit centre on Wall Street.

Talking Up the Market "Financial Times", July 20, 1999

Target Stock Price • **Docelowy kurs akcji** • A rough estimate of what price a stock will trade at in some specified future period. A securities research analyst might go beyond just predicting a rise or fall in price by citing an actual price based on a forecast of the company's performance.

Tax Equivalent Basis • **TEB** • **Baza ekwiwalentu podatkowego** • An adjustment to non-taxable income whereby it is *grossed up* by an amount which would have been payable if it was subject to normal *income tax*. The higher amount can then be used to make consistent comparisons of *yields* between *tax-exempt securities* and taxable securities.

Tax Exempt Securities • **Nieopodatkowane papiery wartościowe** • Debt securities issued by government authorities (municipalities, regions, central states) whose interest, under tax law, does not attract income tax. The exception to the normal policy of taxing financial income is made to encourage savers to invest in the worthy cause of financing government expenditures. Because of *arbitrage*, the before-tax yield on such securities tends to be equivalent to the after-tax yield on taxable instruments.

Tax Shield (vernacular) • **Tarcza podatkowa** (żargon) • The reduced amount of *income tax* which has to be paid resulting from either a *transaction* or a *capital expenditure*. For example, the tax shield on a fully deductible expense (i.e. fully eligible to reduce taxable income) is: amount x [tax rate]. The net, after tax incremental cost of the expenditure is therefore: amount x [1- tax rate] or [amount – tax shield]. *Interest*, for example, is deductible for tax purposes and so reduces the after-tax cost of debt capital:

Tax Shield Calculation: Interest Expense			
Tax P&L	**No Debt**	**With Debt**	**Difference**
Operating Income	100,000	100,000	
Interest Expense	0	– 20,000	– 20,000
Taxable Income	+ 100,000	+ 80,000	
Taxes Owing (40%)	– 40,000	– 32,000	+ 8,000
Net Profit after tax	+ 60,000	+ 48,000	(*) – 12,000
(*) proof of tax shield formula: 20,000 x (1 – 40%) = 12,000			

The tax shield reminds us, at least in a taxable company, that we need to look at the after-tax consequences of transactions.



Taxes, Financial Analysis of • **Analiza finansowa podatków** • Taxes (primarily *value added tax* and *income tax* – see the *Compendium of Accounting in Polish & English*) are a cost of doing business. A distinct aspect of taxes is that there is relatively little direct reciprocal consideration in return (government services being a public good) and their cost is largely levied on the "honour system" of a self-assessment basis. Both these aspects tend to encourage tax minimisation in varying degrees ranging from legitimate tax planning to criminal tax evasion. Financial analysts doing a thorough due diligence might have various focus points with regard to taxes. First, they'll want assurance that there is no *latent liability* from improperly declared taxable income that might be

someday challenged by the tax authorities. Another issue is *quality of earnings*. If the tax authorities don't recognise the existence of taxable income, why should the investors? Thus, some analysts take comfort when taxes are payable (see quote below). Finally, there may be the need to forecast future cash flows for valuation purposes. In this regard, under the "liability method" of deferred tax accounting, a firm's income tax expense can be broken down into cash and non-cash items:

Income Tax Components – Liability Method

1		2		3		4
Tax Expense	=	Tax Payable	+	Δ Deferred Tax Liability	-	Δ Deferred Tax Asset

1. Income tax expense reported on the income statement under GAAP/IFRS
2. Cash taxes payable based on a statutory rate applied against taxable income per tax returns
3. Future taxes payable at future statutory tax rates based on the reversal of timing differences
4. Future taxes to be saved based on reversal of timing differences adjusted by lost deductions

One of the attractions in deferred tax accounting is its ability to show the relationship between statutory tax rates and effective tax rates (reported income tax expense as percentage of reported income before tax). Under cash basis accounting, a firm might be paying, say, 10% cash taxes when the statutory rate was, say, 40%. Readers will naturally wonder why there is a difference. The general public might also resent what appears to be favourable tax treatment for a business. Under deferred tax accounting, any timing differences (say, by using accelerated tax depreciation) will be incorporated into the income tax expense figure. Only permanent differences (re: taxable income on tax returns versus financial statement income) will alter effective tax rates. Such differences will be reconciled in the financial statement footnotes. However, deferred taxes may create a distorted view of financial reality necessitating an *analytical adjustment* to convert a never-to-paid deferred liability into quasi-equity on the balance sheet.

Paying What's Due

I don't like companies with very low **tax rates**, because it's a sign either that the [tax authorities] will catch up with them someday or that the profits they report are overstated.

Jen-Marie Eveillard, a respected Wall Street fund manager quoted in "Fortune" (Europe), June 25, 2007, p. 41

Technical (Stock-market) Analysis • Chartism • Analiza techniczna (giełdowa) • The interpretation of patterns in the charts (hence "chartism") of past prices to try to predict future share price movements. This is done largely without regard to the company's underlying situation or performance. Patterns include *head and shoulders*, "double tops", trends, waves and even Fibonacci's "golden ratio" of 1.618. The *Efficient Stock Market Hypothesis* (weak variant) tells us that share prices already incorporate all past information. Price movements are therefore random reflecting brand-new information. This suggests that chartism should not work at all, except perhaps in markets (e.g. foreign-exchange) where non-profit maximizing authorities such as central banks are involved. Chartism has relatively little credibility amongst theorists. That said, chartists would remind you that *fundamental* analysis (e.g. examining economic statistics and financial results) is hardly infallible. And, to the extent that there is a psychology to the market (see *behavioural finance*), their predictions may have a self-fulfilling aspect. See also investment *performance*.

Head in the Clouds

All that talk of long waves is distinctly mystical and seems to take the deterministic view of history that human activity is subject to some pre-ordained pattern. **Chartists** fall prey to their own behavioural flaw, finding "confirmation" of patterns everywhere, as if they were reading clouds in coffee futures.

Buttonwood: Technical Failure
in "The Economist", September 23, 2006, p. 75

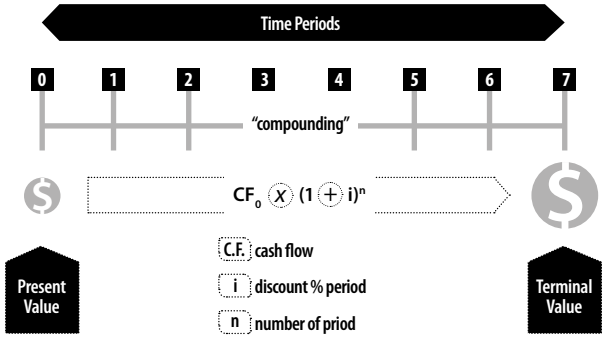
Technical Rally • Korekta techniczna • A sudden movement in share prices that is unconnected to any changes in the underlying performance of the companies but rather is driven by internal market dynamics. For example, shares might have reached a *resistance level*. Or, shares sometimes move erratically as a *settlement date* is approached. A technical rally can often be spotted by *technical analysis*. See also *witching hour.*

Tender Offer (Securities) • Oferta przetargowa • Tenders were first developed by governments selling their securities. A tentative selling price would be offered to the market. Potential buyers would respond by indicating how much they wanted at the specified price (by prior agreement, their bid, unlike the seller's price, was firm). What if insufficient demand was expressed (i.e. because the price was too high)? Since the offer was conditional upon selling everything,

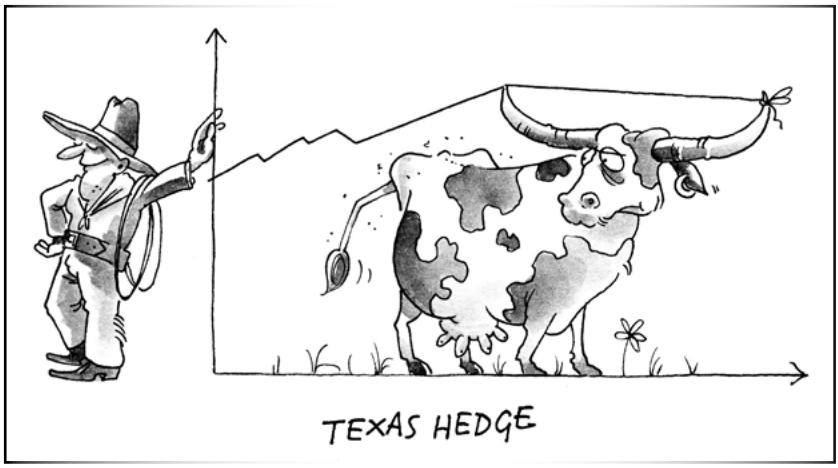
it could be withdrawn. A new, lower price could then be offered. In this manner, the market could be "tested" and a clearing price could be discovered by trial and error. In a like-wise fashion, firms may use a tender offer to retire outstanding debt traded in the *secondary market*. If interest rates have risen since issuance, the market value of their fixed coupon debt will have dropped. This offers an opportunity for gain if a higher face amount of debt can be extinguished. However, this manoeuvre only makes sense if the company has spare cash. If it has to borrow money at higher interest, the gain will be effectively cancelled by higher future interest costs. Tender offers will also be used in share buy-back schemes. Word roots: French – tendre = "to offer".

Terminal Value • **Wartość końcowa** • Expected value of an asset at the end of a forecast period. If the asset is growing through the *power of compounding*, it will be worth its present value multiplied by $(1 + i\%)^n$ where "i%" is the annual growth rate and "n" is the number of periods in the future. Alternatively, if the asset is diminishing in value, it will be the residual or scrap value.

Terminal Value



Texas Hedge (USA slang) • **Teksańskie transakcje zabezpieczające** • **Teksańskie transakcje hedgingowe** (amerykański slang) • A commodity seller, who is *long* in the *cash market*, taking a long position in the *futures market* thereby magnifying the impact of any *volatility* in markets. A normal *hedge* would involve taking a *short* position in the futures market. The name comes from cattle ranchers who either had a taste for *speculation* or got mixed up in their hedging transactions.



Theory of the Firm • **Teoria przedsiębiorstwa** • A fundamental concept in *economics* that says that long-term expected value maximisation is the primary goal of an enterprise. Expressed as an equation:

What Business is All About					
Value of Firm	=	P.V. Expected π	=	$\sum_{t=1}^{N}$	$\frac{TRt - TCt}{(1+i)^t}$

Where:	Components	Drivers:
π	Profits	Accounting measure
TR	Total revenue	Marketing
TC	Total costs	Production
I	Interest	Finance costs
T	Time period	'clocks'
N	Number of years	Durability = solvency

This equation perhaps just formalises the obvious: businesses not only want to *make money* but as much of it and as soon as they can. The obvious simplicity of the theory covers some deeper complexities. For example, total revenues are a function of sales volumes, prices, marketing strategies, distribution channels; total costs are a function of production volumes, inputs, technology, scale economies, etc; discount rates are driven by *capital structure*, leverage and financial markets; strategy, organisation structure, staffing, government regulations will effect them all. Moreover, there are interdependencies between TR, TC and I (look how *economies of scale* can reduce costs allowing price reductions that in

turn boosts demand). Like most economic models, the Theory of the Firm is based on certain assumptions (e.g. absence of uncertainty; full availability of information; low transaction costs) that may only approximate market reality. Arguably, firms pursue different goals than optimising (e.g. "satisficing", market share growth, risk minimisation). That said, the Theory of the Firm reflects a strong, indeed a very strong, tendency and accounts for the behaviour of most businesses. See also *economic profit*.

The Street (USA slang) • **Ulica** (kolokwializm funkcjonujący w USA) • The *stock market* which is physically located around Wall Street in New York City. The phrase tends to connote rumours and informal information sources (gleaned in stock broker's bars, inside trading or the considered opinion of analysts).

On the Corner

[The street] is where life and money intersect.

Excerpt from the corporate profile of
www.TheStreet.com, Inc

The Trade (vernacular) • **Branża** (żargon) • A collective noun for participants in one's line of business, either as customers, competitors or suppliers.

It is Written

Many have committed sin for gain,
And those who seek to get rich will avert their eyes.
As a stake is driven firmly into a fissure between stones,
So sin is wedged in between **selling and buying**.

Sirach 27: 1–2

Three Fs • **Trzy F** • A humorous albeit perhaps accurate description of where budding entrepreneurs source capital to launch their *start-ups*: family, friends and fools. See also *equity gap*.

Throughput Agreement • **Umowa o przerób** • **Przesył z gwarantowanym minimum usługi i płatności** • A *hell-or-high water* contract to put material through a processing or transportation facility and pay the accompanying tariff. It may be used in *project financing* situations to eliminate the mar-

ket risk of a facility's capacity utilisation. A throughput agreement is equivalent to a take-or-pay contract that is "back-to-back" (i.e. mirrors) with a *supply-or-pay contract*. In a throughput agreement, a single party commits to both the "in" and the "out" sides. It is a common arrangement for, say, a gas or oil pipeline in which the facility does not take ownership of the product while in transit. This is in contrast to a supply contract for an input and a separate take-or-pay contract from a buyer to purchase an output. Such an arrangement is designed to assure that an intermediary, who takes legal ownership of the product, will have a fixed margin for the buying and selling of "their" product.

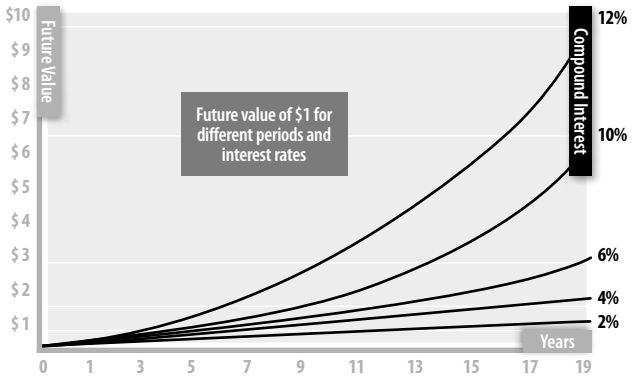
Time Value (of an Option) • **Wartość czasowa (opcji)** • A valuation estimate of the possibility of an option having some future *intrinsic value* that may arise before the option's expiry. Even if an option has no intrinsic value at the moment, it might have one sometime in the future. The present value of this future opportunity to make a profit is quantified by mathematical formulation, the most well known being the *Black-Scholes* option pricing model. As an option approaches expiry, its time value erodes to nil. The time value and the intrinsic value combined constitute the option's fair value.

Time Value of Money • **Wartość pieniądza w czasie** • The fundamental economic law that an equal sum of money in the future will be worth less than the same amount today. Holders of *financial assets* will in turn want to be compensated by *yields,* in the form of *interest*, *dividends* or *capital gains,* for waiting to receive cash flow. The higher the yield and the longer the wait, the greater amount of money needed. There are various reasons why the timing of cash flow has an effect on how it is valued:

Rather Have It Sooner Than Later	
Reason	**Description**
Inflation	◆ Purchasing power of money falls over time
Risk	◆ The future is more uncertain than the present
Consumption Preference	◆ Savers prefer enjoying things sooner than later
Opportunity Costs	◆ Alternative returns are available for the future

The time value of money is the logic behind *net present value* and *discounting* concepts. Financial markets quantify the time value of money through the *fixed income term structure*.

Time Value of Money

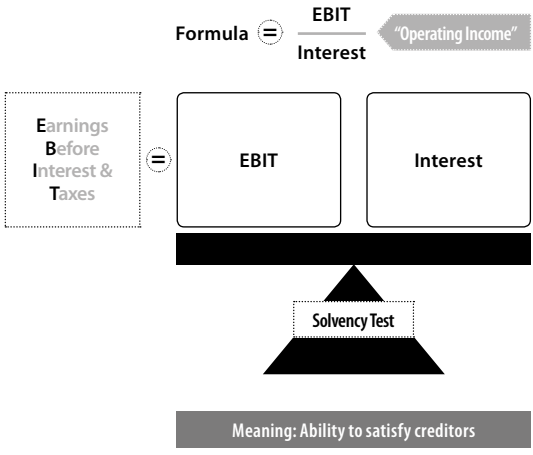


Source: "Financial Times" – *Mastering Finance*

Times Interest Earned Ratio • Wskaźnik zdolności do spłaty odsetek •

A financial ratio that compares operating earnings or, more precisely, earnings before interest and taxes to interest charges (the two are not quite the same; EBIT may include some non-operating items) in order to gauge the firm's ability to carry its debt loads. A rough benchmark suggests that 3:1 is a satisfactory minimum threshold. Since the ratio excludes scheduled principal payments, which can trigger a default as much as missing an interest payment, it is not an infallible measure of solvency. However, since keeping interest current is a necessary if not sufficient condition to sustain solvency, the ratio is useful. It is often calculated in conjunction with the *debt-equity ratio*, a balance sheet test of solvency.

Times Interest Earned Ratio
Also: "Interest Coverage Ratio"



Tip (Stock Market) • **Typ** • **Poufna informacja o kursach akcji na giełdzie** • Informal advice on a hot stock. This might be rendered by someone with inside information or otherwise "in the know" because of their supposedly astute investment skills. It is also worth remembering that anyone who has already made an investment has a vested interest in getting others to buy, either to encourage further buying that will drive the price up or simply for the psychological comfort of having some else affirm their decision. "Tip Sheets" are publications or internet sites that offer such investing advice. In all, it is worth remembering the adage that: "Free advice is worth what you pay for it". See also *rumour mill*.



Tobin's q • **Wskaźnik q Tobina** • A ratio which measures the incentive of the firm to invest and/or be taken over. When q is greater than 1 (i.e. capital equipment is worth more than the cost of replacing it), firms will tend to invest, either because assets are well managed, they enjoy a competitive advantage or because there are future growth opportunities. When q is less than 1, firms will tend to disinvest or acquire assets through merger. As well, such firms themselves can

be vulnerable to take-over if new management can better deploy underutilised assets.

Tobin's q	
Formula =	$\frac{\textit{Market value} \text{ of assets (*)}}{\text{Estimated } \textit{replacement cost}}$
(*) measured by stock market value of equity plus the book value of debt & liabilities	

A difficulty with the calculation is in estimating replacement cost. If inflation is moderate, this information is not typically reported (although *historical cost* adjusted by inflation rates might be a proxy). As well, it is quite possible that assets are worth more than their purchase value but lack scope for further exploitation of profit opportunities. The ratio was developed by the American economist James Tobin (reference: *A General Equilibrium Approach to Monetary Theory* in the "Journal of Money, Credit and Banking", 1:15–29/February, 1969) and has been the subject of enough independent research to support its predictive power. See also *market-to-book (value) ratio* and *stock market ratios*.

Today's Money • Aktualna wartość pieniężna • An adjustment made to the *nominal* amounts used in *historical costs* to reflect inflation's impact on the *real* value in today's money. As an easy example, consider the sale, for $12 million, of a real estate asset that was bought for $5 million 7.2 years ago. With inflation, averaging 10%/yr, how much money have we made in real terms? The answer comes by converting the $5 million historical cost to today's money:

Today's Money	
Calculation	**Example**
Original cost ("yesterday's money")	5 million
Value in today's money 7 years later (*)	10 million
Sale price in today's money	12 million
Nominal profit: 12 million–5 million	7 million
Profit in real terms	2 million
(*) using *rule of 72:* money doubles every 7.2 years (i.e. 72/10 = 7.2) at 10% compounded interest	

Too Interconnected to Fail Doctrine • Zbyt powiązani, by upaść • The notion that modern financial markets and institutions are so interconnected through counterparty relationships such as *derivatives* and *settlements*, that it would be hazardous to the whole system to let a significant participant fail. The

idea is a variation of the *too big to fail doctrine* applied to deposit-taking commercial banks (see the *Compendium of Banking Terms in Polish & English*). If the doctrine is indeed adhered to, then regulations need to be spread beyond existing boundaries and governments must be prepared to rescue any larger financial player – not just a bank – who is interconnected. The logic of this argument was invoked in 2008 when the US Federal Reserve backstopped J.P. Morgan Chase's rescue of the Bear Stearns investment banking firm with a $30 billion guarantee of Bear Stearn's bad debts. The precedent to extending a public safety net into what was traditionally "you're on your own, Buddy" territory brought into question the traditional *right to fail doctrine* of the free market.

Think It Over

This new phenomenon of '**too interconnected to fail**' is now a permanent part of the financial system… and there needs to be a wider debate about the [moral hazard] consequences of this.

Investment banker quoted in the *The Cost of a Lifeline*
from the "Financial Times", April 24, 2008 p. 11

Total Enterprise Value • TEV • Całkowita wartość przedsiębiorstwa • The value of a firm's total sources of *capital* adjusted for any excess cash. It is a useful metric in calculating the total resources needed to take-over a company in those instances where a change of ownership would trigger (via any "change of ownership" *force majeure* clauses) a mandatory repayment of debt and redemption of preferred shares. Capital excludes non-interest bearing liabilities such as supplier debt or deferred taxes on the assumption that a change of ownership would not require any automatic repayments. See also the similar concept of *enterprise value*.

TEV Calculation		
TEV	=	Market Capitalization + Interest Bearing Debt + Preferred Stock – Excess Cash

Total Leverage Effect • TLE • Całkowity efekt dźwigni • The relative impact on *net income* from fluctuations in *sales* that is due to the use of *leverage*. TLE is in turn a result of combining *operating leverage,* as measured by the *operating leverage effect* and *financial leverage,* as measured by the *financial leverage effect*:

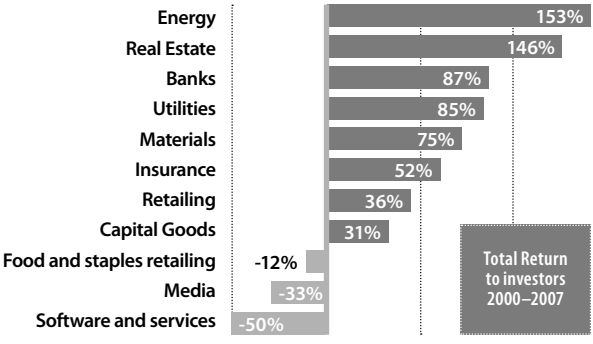
Profit Sensitivity								
% Change Net Income	=	% Change Sales	X	*TLE* = Gross Profit / Net Earnings	=	OLE = *Gross Profits* / *Operating Profits*	X	FLE = Operating Profits / BT Net Income

The calculation is actually inaccurate in most instances since it requires an income statement calculated on a marginal cost (see the *Compendium of Accounting in Polish & English*) basis that segregates contribution (price less variable costs) from fixed costs. Most financial statements do not strip out this way. That said, the TLE reminds us how operating leverage (re: cost structure) and financial leverage (re: capital structure) are multiplicative and amplify one another. Combining the two can be hazardous if sales are volatile.

Total Shareholder Returns • TSR • Całkowita stopa zwrotu dla akcjonariuszy • The returns, measured as an annual yield basis, that an equity investor reaps from both receiving dividends and enjoying the capital gains from increases in the market value of the traded shares. For most stocks, TSR must include an element of price appreciation in shares since *dividend yields* are typically confined to, say, 3–5%.

TSR		
Calculation =	$\frac{\text{Dividend} + (MV_O - MV_C)}{\text{Market Value}_{\text{Open}}}$	x 100%
MV_O	= Market Value Open	
MV_C	= Market Value Close	
Dividend	= Dividend per share	

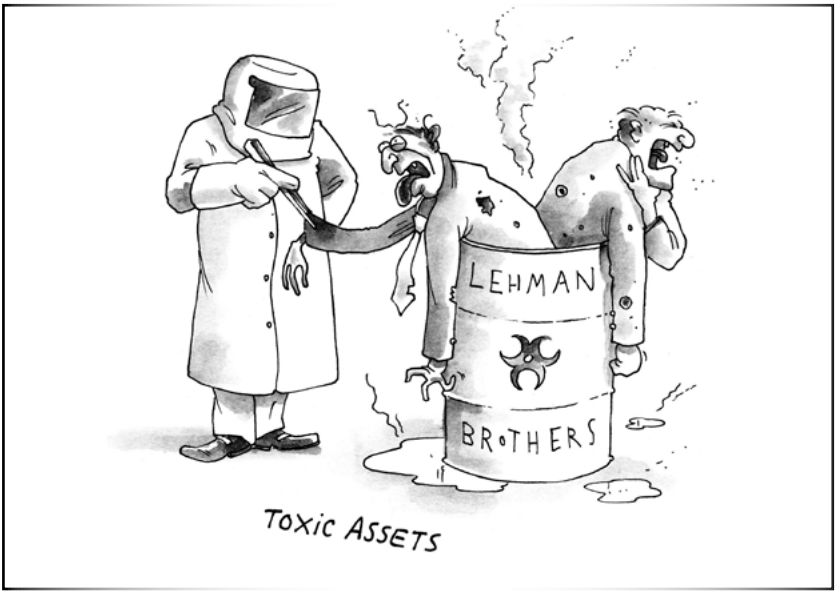
Total Shareholder Return



Source: Bloomberg/"Fortune" (Europe), 14.05.2007, p. 56

Tout a Stock (vernacular) • **Naganianie do zakupu akcji** (żargon) • An informal reference to recommending or promoting a certain traded equity (share) based on it being a "bargain", "steal" or "under-valued". If you already have shares in the stock, it may only be an innocent stock-picker's pride at work, although it will be conveniently beneficial of others also to buy and push up your stock's price. More aggressive, and less wholesome, touting occurs when a broker needs a commission (see *churning*) or when an underwriter is trying to move shares.

Toxic Assets (vernacular) • **Toksyczne aktywa** (żargon) • A broad reference to any financial institution investments that are complex, speculative, inherently difficult to value, subject to fair value mark-to-market accounting and, most important of all, taint market confidence in the holder. The connotation of "poisonous" comes because they can infect otherwise healthy balance sheets causing "death" (i.e. insolvency). Toxic assets are most often associated with the *collateralized debt obligations* that were used to securitize *sub-prime* mortgages during the lead up to the *Credit Crisis of 2007–2009*. Mortgage market conditions first deteriorated in the USA with a sharp rise in default rates and foreclosures. Surprisingly, given their undoubted credit ratings, even the supposedly safe tranches of CDOs showed signs of value impairment. In the meantime, the secondary market for CDOs was restricted (because of regulations, CDO holdings were largely confined to banks and other financial institutions). If a desperate bank tried to shed itself of toxic assets, there were few, if any, buyers. Those toxic assets that did sell went at a very deep discount. In a *flight to quality* in which no one would touch anything remotely risky, market prices went into a self-perpetuating freefall. However, there was more bad news. Because of fair value accounting rules, the carrying value of toxic assets was not immune to market prices. Follow-on write-downs caused even more losses even if toxic assets were not for sale. Fear about those banks stuck with toxic assets was great enough that inter-bank credit markets ceased to function at the height of the crisis. It is quite possible that toxic assets have intrinsic values that are much higher than their balance sheet carrying amount at fair value. However, in the absence of a liquid market (which the *Troubled Asset Relief Program* (TARP) seeks to alleviate) banks can only wait for more favourable market conditions.



Tracking Stock • **Akcje oznaczone** • A class of parent company *stock* that tracks or reflects the *earnings* of a division or subsidiary. Also known as "letter stock" or "targeted stock". Tracking stocks are either distributed to parent company shareholders or take the form of an *initial public offering*. Legal ownership, physical use and control of the operations remain in the parent's hands. However, earnings are reported separately and are attributed to the tracking stock. Thus, legally, shareholders have a share in the parent company but their entitlement to dividends is based on the performance of designated operations. This will allow the trading stock to be valued separately in the *stock market* at a *price earnings ratio* that reflects the subsidiary's distinct earnings stream. Issuance of tracking stock is often a preliminary step to divestiture or possibly to create an "acquisition currency" to buy something. In the meantime, it allows the parent and subsidiary to share common benefits, possibly operating synergies, tax losses and a debt rating. Tracking stock was an innovation of General Motors (USA) following its 1984 investment in Electronic Data Systems and later, Hughes Electronics – two companies with very distinct attributes compared to the automobile business. Both operations were ultimately disposed as GM retrenched to its core business. The idea of tracking stocks became a fad near the peak of the stock market in 1999 and 2000 as many companies looked for ways to get high value for their high *price-earnings* internet operations. Their popularity has since waned. See also *corporate restructuring* and equity *carve-out*.

Trade Finance • **Finansowanie handlu** • The financing of international trade by *financial institutions*. Just as banks finance the *operating cycle* in domestic transactions, they may become involved, with some associated complications, in the financing of international sales transactions. Offshore sales can be simply thought of as extensions of domestic financing activity. The *documentary letter of credit (DLC)* does not involve much credit risk per se, unless a confirming bank is asked to accept payment risk from a bank or country that lacks creditworthiness. In these instances, export credit insurance may be available from government "export credit agencies" (e.g. Hermes, Eximbank, Coface and EDC) anxious to promote their export sector. In terms of relationships to commercial enterprise, trade finance may be split into two distinct categories: *import credit* or *export credit*.

Trade Loading • **Kumulacja sprzedaży** • Aggressively moving product into delivery channels to temporary boost reported sales revenue. In the following period, revenues will either fall off as excess inventory must be worked down or product will be returned. See *channel stuffing*.

Trader • **Trader** • A person who is employed to trade securities on behalf of an owner, typically a financial institution such as an *investment bank*. Since the stakes, and rewards, are often relatively high, traders must be sharp-witted, have a nose for profit-taking and be psychologically attuned to risk-taking. All this tends to make them the swashbucklers of the financial world. Constant *mark-to-market* valuation means that their performance is both transparent and immediately apparent. To give freedom to their talents, most banks typically give their traders wide decision-making latitude, albeit subject to strict boundaries on position limits so that risks are contained. The latter is important because of the common temptations when using *other people's money*. The intimate nexus that links decisions and results allows a trader's compensation to be highly performance-based. Talented traders can often earn lucrative bonuses in good years. The pressure of the job, and an "up-or-out" hiring mentality, and retire-early bonuses means that most traders are either fairly young or hard-bitten survivors.

Typical

He was a typical **trader** – rambunctious, loud, and demanding – exactly the sort of personality that should be kept away from a bunch of edgy, starched-shirt bankers.

Kurt Eichenwald *Conspiracy of Fools*, 2005, p. 628

Trading (Securities) • **Obrót papierami wartościowymi** • **Handel giełdowy** • The buying and selling of securities to earn a *profit* through *capital gain*. The profit can be realised through a transaction or a book profit with *mark-to-market* accounting. Trading should be contrasted to "investing" which tends to be an exercise in patient, long-term holds. A *trader's* focus has to be short term and transactional. When he (or she) is wrong, he drops his position, cuts his losses and exits. He only hopes that he has not sold at the bottom of the market. A trader moves on, trying to make up for any losses sustained by taking another *position*. One key advantage of trading is that while it "plays" the market, it also respects the market's judgement on value. In this sense, the market is never wrong: a thing is worth what price it fetches. Information gets transmitted faster and further in a market of traded securities. Contrast this with the delusion that can build up when investors or lenders "fall in love" (i.e. cannot recognise mistakes). The disadvantages of trading are the buying/selling costs, especially if there is *churning*, and the superficial commitment that comes from always being "for sale". See also *market risk, efficient market hypothesis, arbitrage, programmed trading.*

Trailing P/E • **Porównanie okresowe cena/zysk** • A price-earnings ratio that compares current share price to earnings per share over the most recent four quarters. The alternative is to use a leading P/E ratio which uses forecasted earnings per share. The trailing version is perhaps less relevant to future-oriented investors but more reliable (since earnings will have been audited or at least not be subject to forecast error in the case of unaudited quarterly numbers). Typically the trailing version is quoted unless the company is in the midst of radical swings in quarterly earnings.

Transient Shareholding • **Akcjonariusz krótkoterminowy nastawiony na szybki zysk** • A classification of share ownership in a company that is for a relatively brief period of time (say less than 1 year). Such investors typically come in and out looking for a quick profit as opposed to a *buy and hold* strategy. They are presumably less patient and place pressure for short-term results. Some argue that such investors are not genuine *stakeholders* and should not deserve to be given voting rights. That said, most corporate laws specify that shareholder rights are unconditional. Whether an investor is in for the short or long haul, they have equal rights.

Treasury Bill • **T-Bill** • **Treasury Bond** • **T-Bond** • **Obligacja skarbowa** • **Bon skarbowy** • A *debt security* issued by governments. T-Bills were invented by Walter *Bagehot* in the 1870s in England as a convenient way for the

government (the financial arm of which was called the *Treasury*) to finance "temporary" cash needs (which are now permanent). To be attractive to the *money market*, T-bills mimicked commercial *bills of exchange* i.e. a short term (most typically 3 months), issued at a *discount* and negotiable. T-bonds are longer term securities with maturities up to 30 years. Both instruments are considered *risk* free in terms of *default* (if only because a government can print more money to service them). In the case of T-bonds, the market value of principal will fluctuate in inverse relation to market *interest* rate changes. If the t-bill portfolio is traded, its value will be *marked-to-market*.

Government Funds Itself Like a Business

An issue of **bills** at various dates, with various periods to run, would, we are persuaded, be advantageous to the government by enabling it to borrower cheaper; and convenient to the market, by opening to it a new species of 'short time' investment. And a larger aggregate of unfunded debt might thus be kept afloat at a considerable saving to the public.

"The Economist", *Why Not Issue Exchequer Bills at Short Dates?,* 1876

Treasury Inflation-Protected • TIP Security • Skarbowe papiery zabezpieczone przed inflacją • A financial instrument offered by the US Treasury designed as an *asset preservation* tool to shield investors from inflation. The face value of each TIP security is adjusted every six months to reflect the change in the consumer price index. TIPs can be purchased online (www.treasurydirect.gov) and at no fees. Considering that governments are the root source of inflation, it is nice to see a government willing to protect its citizens from its ill-effects.

Treasury Policy (Corporate) • Polityka skarbowa (w przedsiębiorstwie) • The guidelines used in the everyday *management* of *short term* sources of *cash* and *credit*. Treasury policy will affect most *working capital* accounts with the exception of inventory (which tends to be driven by market and production considerations). The main components of a treasury policy would cover the following: Treasury policy should be integrated into the overall strategic situation. A business in a highly cyclical market, for instance, would want a buffer of extra cash resources to sustain itself through any downturns. Treasury policy will usually be a topic to be addressed in the *annual report's* section on the *operating and financial review*. *Financial statement users* want to know how the business manages its *liquidity*, in particular to assure that solvency is assured. See also *financial director.*

Treasury Policy	
Area	**Some Issues**
Cash	• Minimum balances • Currencies held • Use of marketable securities
Credit	• Credit granting criteria • Early payment discounts offered • Collection policies; how tough?
Short Term Finance	• Reliance on bank lines • Use of supplier credit • Availability of *spontaneous* credit
Financial Institutions	• House banker • Diversity of banking relationships • Standby lines of credit
Dividends	• *Share buy-back* program • Payout ratio • Frequency of payments

Treasury Stock Method (Diluted EPS Calculation) • Metoda kalkulacji rozwodnionych zysków na jedną akcję • A method used to calculate the impact on fully diluted *earnings per share* from the over-hang of warrants or options whenever there is a complex share structure:

Formula						
Incremental Shares from Warrants/Options	=	$\frac{MV-P_{Strike}}{MV}$	x	# Shares	x	Conversion Ratio
Where: MV = average market value common shares P_{Strike} = exercise or "strike" price of "in-the-money" options or warrants # Shares = number of shares that qualify for options or warrants Conversion ratio = ratio between option/warrant and the number shares						
Example: MV of $25; 1 warrant issued at $20 for 50,000 shares						
Incremental shares	=	$\frac{\$25-\$20}{\$25}$	x	50,000	x	1
Incremental shares	=	10,000				

The treasury stock method assumes that the proceeds from selling treasury shares at the warrant's or option's exercise price are used to buy and cancel traded shares in the market that have been purchased at market price. Any shares that cannot be purchased are a "residual" that makes the warrants/options dilutive.

Illustrative Proof								
Warrants		Strike		Proceeds		MV		Cancelled
+50,000	x	$20	=	$1,000,000	÷	$25	=	40,000
- 40,000	= cancelled shares							
+ 10,000	= incremental increase = dilutive impact							

Trust Fund • **Fundusz powierniczy** • An investment fund of *securities* held on behalf of someone else's (the „beneficiary") interests. While a trustee is the legal owner of the fund, and can therefore manage and administer it (according to *contract*ual terms), it is for the beneficiary's sake. A common example would be a *pension plan* in which contributions are invested by professional asset managers and held until they are paid out to a contributor upon retirement.

Trust Preferred Shares • **Trust Preferred Stock** • **Uprzywilejowane pupilarne papiery wartościowe** • **Akcje w zarządzie powierniczym** (USA) • Preferred shares, structured in such a way that the fixed dividend is tax deductible to the firm in the same manner as interest on debt.

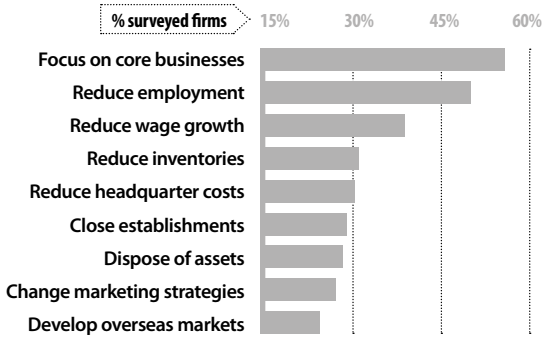
Turnaround Management Association (USA) • **TMA** • An international non-profit association dedicated to promoting better practices in "corporate renewal" and *turnaround* management. Established in 1988 in the USA, TMA has more than 8,100 members (2008) throughout much of the industrial world. See www.turnaround.org

Turnaround, Corporate • **Uzdrowienie, sanacja przedsiębiorstwa** • The self-help restoration of a company's competitive *performance*, first by a reversal of operating problems and then by generating sustainable *profits*. Fixing a bad company, especially if it is financially distressed, can be extremely difficult. Outsiders, who are usually asked to be either patient or accommodating, should remember these nostrums (see table p. 122).

Since nervous creditors may have little incentive to co-operate with management in a turnaround, a *standstill* is often required to give the company a chance to attempt operational improvements. The alternatives to a turnaround include *recovery workout* (a forced turnaround initiated by lenders), sale of the business to a more viable competitor or *liquidation*, either by a voluntary *wind down* or a *bankruptcy*.

Can It Be Fixed?	
Consideration	**Description**
The Past Is Prologue	• A vicious cycle poor performance leading to poorer performance can result from previous mistakes, *harvesting* efforts and the damaged *confidence* of suppliers, customers and employees; companies can get themselves into the trap of a downward spiral which only a crisis can reverse.
Present *management*	• Incumbent top management is seldom able to achieve its own redemption because of various traits in human nature including the comforts of habit, complacency, the difficulty of admitting mistakes and reluctance to take bold, radical action.
Future prospects	• The fundamental viability of a company – in terms of market share, cost base, ability to satisfy customer needs and competitor strength – may be lacking; no amount of internal adjustment will cure it.

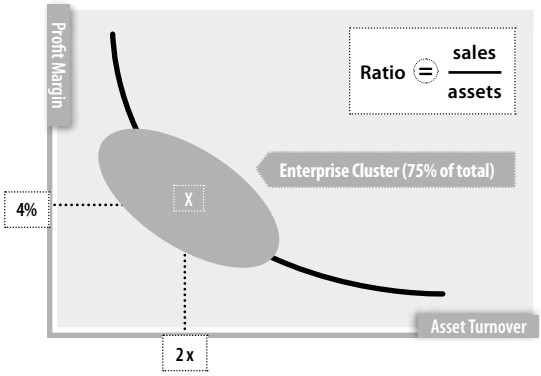
Turnaround
Most important steps in a recession



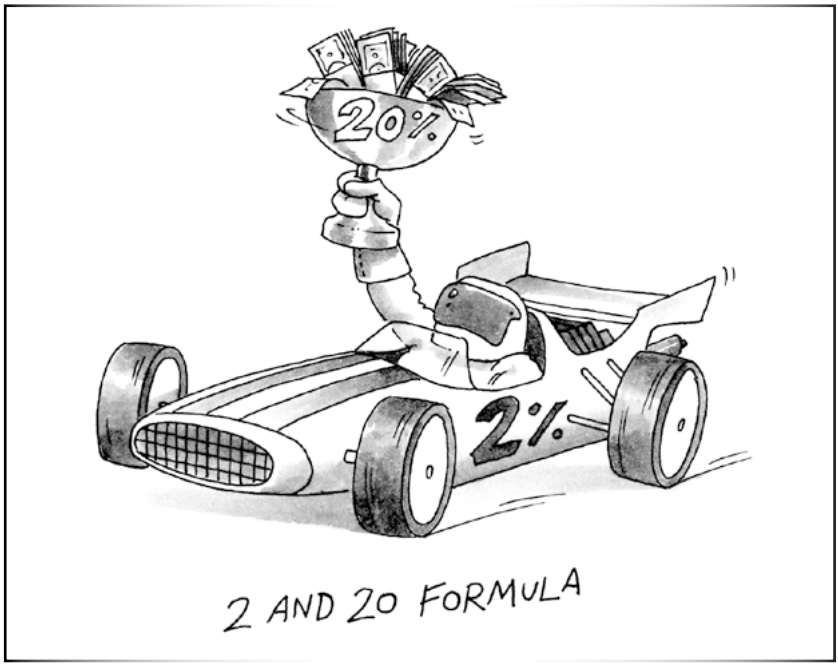
Source: P.A. Geroski & P. Gregg, *Coping with Recession: UK Company Performance in Adversity* quoted in "The Economist", *Survey of Management*, 09.03.2002, p. 18

Turnover Ratios (Assets/Liabilities) • Wskaźniki obrotu (aktywa/zobowiązania) • *Financial ratios* which compare balance sheet "stocks" (i.e. amounts at a single point in time), to *income statement* "flows" (i.e. volumes over a period of time). The resultant ratio is a measure of either efficiency (re: *fixed assets*) or liquidity (re: current assets/liabilities). The appropriateness of turnover can be related to external market forces. For example, receivables turnover should match the terms of sale offered if customers are healthy and collections are properly organized. As well, turnover can be related to internal factors such as profit margins (i.e. fast moving consumer goods will have low prices and low margins but enjoy high turnover). Luxury goods, in contrast, may have low turnover but will be offset by high margins. Because of technological imperatives and competitive pressures, asset turnover often tends to cluster in industry-wide patterns.

Turnover of Total Assets
Source = USA:
22 industries 1977–1988



2 and 20 Formula • **Formuła 2 i 20** • A typical compensation scheme for *alternative investments* such as a *private equity fund* whereby 2% of asset value (either original cost or *net asset value*) is allowed for day-to-day operating costs and a 20% slice of any incremental profits they deliver. The later profit-sharing arrangement is meant to incentivise general partners as well as reflect their superior talents in generating value for investors.



U

UCITS ► Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities.

Under the Table (slang) • **Pod stołem** (slang) • Any reference to a hidden transaction (as opposed to one that everybody can see on "top of the table"). In particular, it is used in reference to something shameful or illegal such as a *kickback* payment in the *purchasing function* or *bribery*. Contrast with *transparency*.

Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities • **UCITS** • **Przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe** • The European Commission's rather formalistic and unwieldy description of what many elsewhere call a *mutual fund*. Common EU-wide rules exist to regulate and protect consumers when investing in UCITS.

Underweight • **Rekomendacja: niedoważaj** • The degree to which an investor may choose to hold less than a normal or conventional holding, especially in the case of an index fund which is designed to be closely adhered to. The term can also be a securities research euphemism for a negative opinion. So a diplomatic analyst might say: "Based on our concerns about this stock, we recommend an underweighted position" (i.e. nothing wrong but if you have shares, sell them).

Underwrite (Insurance) • **Gwarantować (ubezpieczenia)** • To accept an *insurance* contract which offers protection to an insured party in exchange for premium income. The underwriter may in turn engage in *reinsurance* with another insurance company in order to share the exposure in exchange for sharing the premium. The key is that the underwriter interfaces with the insured and initially accepts the full risk. Word roots: to write down the signatures of *names* on a contractual document.

Underwrite (Investment) • Subemisja (inwestycje) • Gwarantowanie emisji • Committing to be the primary and first investor in securities with the intention to sell a portion, possibly even all, of the position to other investors in the *secondary market*. Thus the underwriter is, in effect, acting as a "bridge" between an issuer and the buyer, whether they are long term investors or opportunistic traders. For example, an *investment bank* might take up the shares of an *initial public offering* and then, utilising its connections in the market (e.g. brokers and permanent investors), distribute the shares far and wide (making it more digestible for the market to absorb). Or, a *commercial bank* might make a large corporate or sovereign loan that is too much to bear on its own with the intention of syndicating it out to other lenders later on. Profits on such transactions are earned through "underwriting spreads" (see below) of the buy-sell price difference. It is quite possible that the underwritten investment is so temporary that it is more like a commission–earning service than a trading transaction. However, an underwriter always faces the risk of being "stuck" with a position that the market doesn't want, at least at the price offered. The bank is either forced to reduce the price and forfeit its spread in order to "move" the security or hold onto a position in the hopes market prospects will improve later on. As well, often an underwriter is compelled to hold onto at least a portion of the investment as proof of its confidence in the security (the market saying: "if it's such a bargain why don't you invest?"). The primary value-added from underwriting comes from *signalling*: a respected player is bold and well-informed enough to "step up to the plate". There is also an issue with *due diligence*; the market needs to know that somebody has taken a good look at the issuer. This, in turn, tends to make the subsequent sell-down self-fulfilling. Investors say to themselves: "Well, if it's good enough for a Goldman Sachs or a J.P. Morgan Chase (or whoever), it's good enough for us". The underwriting function also includes other ancillary, reenforcing services such as valuation and giving advice on the timing, structure and pricing of an issue. The alternative to underwriting is sell securities to the capital markets directly. While this might be feasible for well-known issuers, the advantages (reference certainty of funds raised, speed of access to the market, etc.) of an underwritten deal are so manifest that most large chunks of capital are raised through an underwriting.

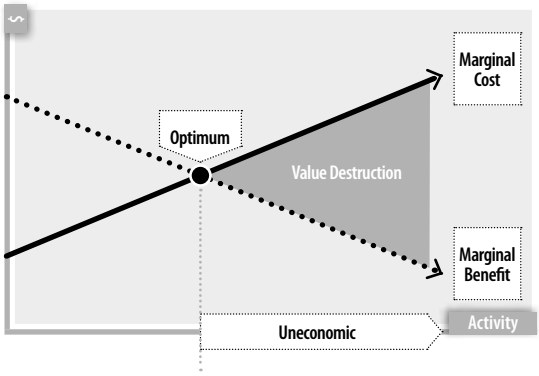
Good Old Days Gone

During the bubble years there was enough new high-margin activity – equity underwriting, high-yield debt, and M&A – to make up for [shrinking margins]. Now those remaining profit pots are drying up too. **Underwriting** spreads have dropped by 8% in the past two years.

Can This Bull Run Again? quoted in "Fortune" (Europe), December 30, 2002, p. 67

Uneconomic • **Nieekonomiczny** • A pejorative description of any financially or commercially unattractive activity that is neither profitable nor makes *commercial commonsense.*

Uneconomic



Shame

In the current vocabulary of condemnation there are few words as final and conclusive as the word "**uneconomic**". If an activity has been branded uneconomic, its right to existence is not merely questioned but energetically denied. Anything that is found to be an impediment to economic growth is a shameful thing, and if people cling to it, they are thought of as either saboteurs or fools. Call a thing immoral or ugly, soul-destroying or a degradation of man, a peril to the peace of the world or to the well-being of future generations; as long as you have not shown it to be "uneconomic" you have not really questioned its right to exist, grow, and prosper… the religion of economic has its own code of ethics, and the First Commandment is to behave "economically" – in any case when you are producing, selling or buying.

E.F. Schumacher *Small is Beautiful*, Chapter 3

Unfunded • **Nieskapitalizowane** • Any future liability for which no money has been put aside. Rather, obligations will be met as they come due in what is called "pay as you go". The term is commonly employed with regard to pension plans. The unfunded portion of a pension plan is the net present value of future ex-

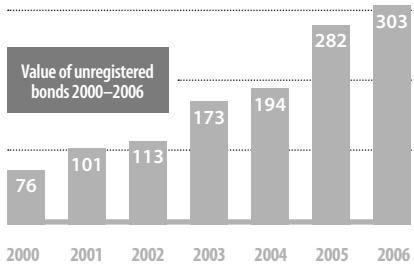
pected payouts less the fair value of any moneys put aside to service the future obligation. Under international accounting rules, the unfunded amount is a liability on the pension provider's balance sheet.

Unit Trust ► Mutual Fund.

Unlisted Securities • **Papiery wartościowe poza obrotem giełdowym** • Equity *shares* that are not qualified by regulators to be quoted on a main *stock exchange*. They can, nonetheless, be traded on an unlisted securities market (in the UK, the *Alternative Investment Market*). While there is lower liquidity and less investor interest (due to less investor protection) in such markets, unlisted securities have less stringent listing qualifications. This means smaller companies can afford to go public earlier, providing them a staging ground for evolving into an issuer of *listed securities*. See also *small capitalisation stocks*. Compare to *listed security* and *over-the-counter market*.

Unregistered Bonds • **Obligacje na okaziciela** • Bonds that are not registered with a *securities regulator.* Not being subject to the required disclosure for publicly traded debt, they can only be privately issued and traded. International companies with recognised names are able to issue such bonds because institutional investors are often confident enough to invest without the benefit of registration. In return for diminished liquidity (being excluded from public markets) and opaque pricing (trades are not tracked by public reporting systems), investors earn a modest (say, about 0.10 percent) yield premium. In the USA, this market has been growing swiftly (see below) in response to expensive compliance costs imposed by the Sarbanes-Oxley Act. In other markets, unregistered bonds are also associated with *tax evasion* since the identity of investors is unknown.

Unregistered Bonds
$ billions outstanding



Source: Lehman Brothers Holding/"International Herald Tribune", 15.02.2007, p. 16

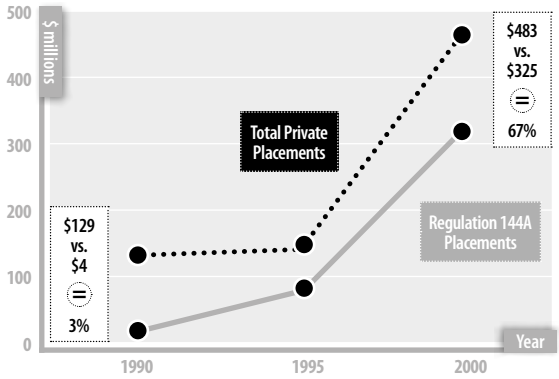
Dark Side

[**Unregistered bonds**] are a darker world of the bond market. They're off the radar screen.

Institutional investor quoted in the
"International Herald Tribune", February 15, 2007, p. 16

Unregulated Capital Market • **Nieregulowany rynek kapitałowy** • Most *capital markets* are highly regulated in order to protect investors. However, in the case of large, sophisticated *institutional investors*, regulations may be suspended in order to facilitate *access to capital* by reducing the regulatory burden from stringent disclosure and reporting requirements. Thus *private placements* are generally unregulated. In the USA, the SEC has even allowed *secondary trading* (through Regulation 144) if investors have assets of $100 million or more. See also *hedge fund*.

Private Placement: Secondary Market
Deal Flow per year



Source: Investment Dealers Digest/ Saunders, Cornett Financial Institutions Management

Unsettled Transaction • **Transakcja nierozliczona** • *Security* transactions entered into before period-end but paid for, or "settled", after period-end. Under trade date *accounting*, these transactions will be recognised in the *books* at the period end.

Unwind a Position (vernacular) • **Zwijanie pozycji** (żargon) • An investment trader's informal description of reversing an investment strategy in an abrupt, "fast as you can" but orderly way. The connotation of unwinding sug-

gests that the transactions will take some time to execute since dumping in the market is either impossible or prohibitively costly in an illiquid market.

Unwinding Cost • **Koszt likwidacji instrumentu finansowego** • The cost to exit out of or extinguish a *financial instrument*. Depending on contractual terms and market conditions, unwinding costs may be either positive/favourable or negative/unfavourable.



V

Valuation Principles • **Zasady wyceny** • The techniques used to value an *asset* for buying or selling transaction purposes (in contrast to *accounting* that is for measurement purposes). Arguably, any asset is simply worth "what it will fetch in the marketplace". However, both investors and speculators need an independent criterion in order to enter the market or set their price. In the case of physical assets, valuation is usually based on what an asset will sell for in an *arm's length* sale, net of associated transaction costs. *Financial assets* are typically valued by discounting, at an appropriate *discount rate*, the anticipated future *cash flow* generated by the security:

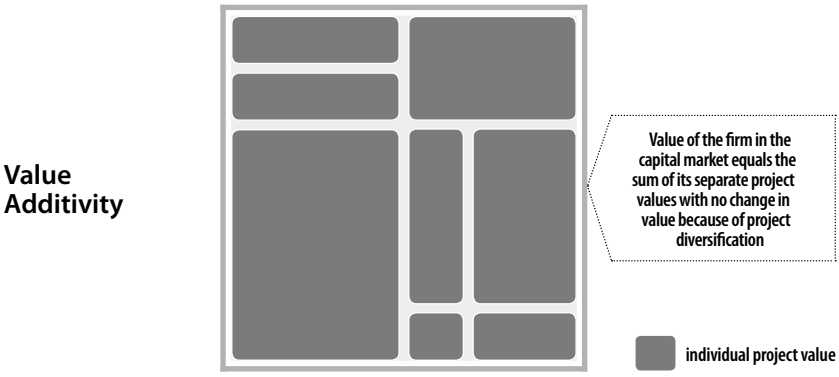
Value			
Value	=	$\sum_{N=0}^{\infty}$	$\frac{\text{Cash Flows}}{(1 + r\%)^N}$

Thus, to a finance person, value boils down to a couple of parameters. First, how much cash will be forthcoming and when? Second, what is the *time value of money* and how much of a *risk premium* is needed to compensate for the future's uncertainty? Valuation principles become the most complex when future cash flow is not *contract*ual but is related to market *performance*. The value of *shares*, for example, will depend on how much money the company earns as well as the investment alternatives in the market for an equivalent stock. See also *dividend growth model*.

Value Added (vernacular) • **Wartość dodana** (żargon) • Strictly speaking, "value added" would simply be the difference between input values and output values (see *value added tax* in the *Compendium of Accounting in Polish & English*). However, the term's connotation extends further to how firms provide

something genuinely extra to consumers in the face of their existing competitive alternatives. It is often used in the context of a new business activity to focus how, and whether, a new offer distinguishes itself from what is already available on the market. For example, in such a spirit, we might (hopefully) be able to say: "The value added from this book comes from giving readers insights that they did not have before".

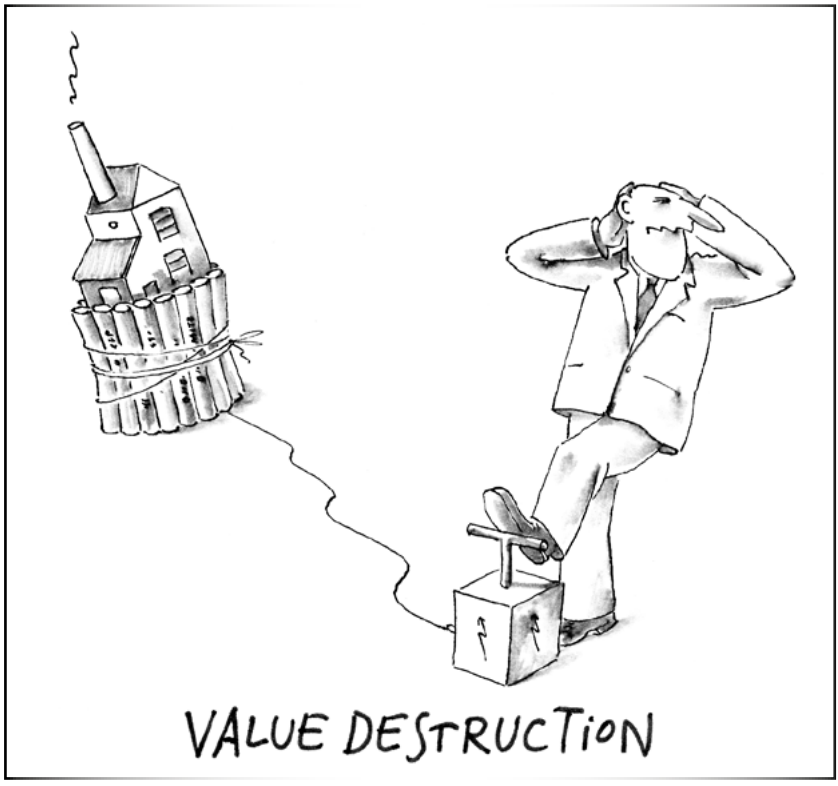
Value Additivity Principle • Zasada sumowania wartości • The notion that a firm's value is simply the sum of its individual, separately valued projects without any value being attributed to their collective relationship or synergy. Expressed as an equation, the present value (PV) of two assets together is simply their total of values apart: PV(AB) = PV(A) + PV(B). Value additivity is a simple but important principle in corporate finance and one that is often taken for granted. It allows managers not to worry about internal diversification (their shareholders will attend to that) and not think that by diversifying they can add value. Moreover, a constant discount rate (the *cost of capital*) can be used to appraise capital expenditure projects without changing the discount rates as a firm's mix of projects changes.



Value Chain Analysis • Łańcuch wartości (analiza) • Understanding the linked set of value-creating activities in going from the *raw material* and services provided by suppliers to the *finished goods* sold to customers. A value chain is about perception. It identifies where costs come from, where *management* needs to focus attention and how suppliers and their customers are really in an informal kind of *partnership*. For example, introducing *just-in-time* inventory management might seem like a good idea for a manufacturer. However, it often imposes a need on suppliers to carry larger inventories as buffer

stocks to protect themselves against production scheduling instability. If suppliers succeed in raising prices to compensate themselves for higher costs, the benefits of JIT will be reversed. Value chain analysis helps identify where true efficiencies can be achieved and how suppliers and customers can co-ordinate for their mutual gain.

Value Creation/Destruction • **Powiększanie wartości, utrata wartości** • Any *strategy* or *performance* which radically alters *shareholder value*. While generating profits increases shareholder net worth and therefore creates value, the term connotes a greater quantum leap in value which will usually be reflected in share price. For example, investments in projects with high net present value will do shares a lot of good. Or a clever and innovative business model, perhaps augmented by new technology, may propel shares to new heights. On the down side, sustained *operating losses* will reduce *net worth*. Or, poorly chosen asset deployment that results in sudden asset impairment also destroys wealth. Many mergers, for instance, purport to "create value". If they fail, however, and companies have to be demerged, there is often value destruction.



Value Investing (vernacular) • **Inwestowanie w wartość** (żargon) • An approach to investing that looks for fundamental, deeper value from a company's future earning capacity. However, because the rest of the market does not seem to appreciate such value, the shares are underpriced and offer a buying opportunity. For example, a sleepy and unglamorous business might be quietly plugging away to exploit opportunities in its marketplace. It will be generating good returns and steady growth. Yet it may have a low *price-earnings ratio* because the stock market is not very excited about the company's story. Or, investors may not be doing enough homework to appreciate the opportunity staring at them from the financial figures. Shares in such a company are considered a "value stock". Value investing is in contrast to speculation and "growth investing" that focuses on business with high earnings growth and high P/E multiples. The idea was attributed to *Benjamin Graham* and is successfully employed by such luminaries as *Warren Buffett*.

Venture Capital • **Kapitał wysokiego ryzyka** • High risk *capital*, typically supplied in the form of shareholder's equity, which is used to finance start-ups, leveraged acquisitions, high-tech breakthroughs and other tricky investment propositions. It may be supplied from funds or through individual business angels. In the face of such a *risk appetite*, target returns must be generous (say, 30–50% per year) and are usually captured after a medium term exit of 5–7 years. "Vencaps" cash out as their winners go to the next stage of their growth (e.g. buyout or going public). The other, less serendipitous investments are either written off or sold at a loss. Often venture capitalists will take a proactive approach over *management* in order to protect their interests and provide hands-on coaching. The venture capital game tends to be "hit and miss" on any particular bet. Rather it is designed to average out over a portfolio's track record. A typical mix might include "duds" (lemons which flop), "superstars" (exceptional, jackpot returns sometimes called "plums") and "the living dead" (viable but performing below expectations). Such disparate outcomes make venture capital an exciting and glamorous business that requires creativity, commercial savvy, sound judgement and an ability to tolerate high levels of risk. That said, it is not about taking punts on whacky ideas. Rather, since the essence of entrepreneurship is "making things happen", venture capitalists are highly selective about backing their choices (see p. 134). A robust source of venture capital is very important to an economy's dynamism. Its strong presence in the United States is one of the reasons why that economy has been so successful in providing *access to capital*. See also *private equity fund*.

Needles in Haystacks

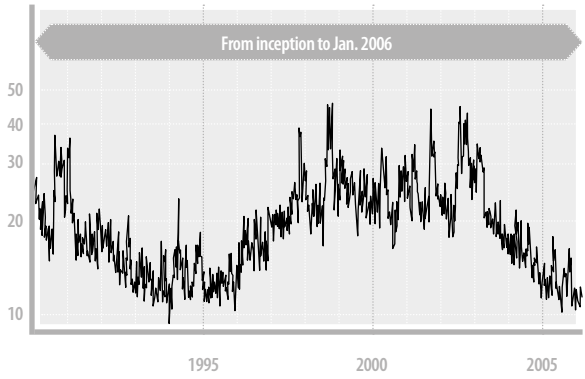
Over the past 30 years, I estimate that I've looked at an average of one business plan per day, or about 300 per year… [yet] I may invest in only one or two per year of which a good half fail to perform. The problem with these companies is rarely one of strategy. Good ideas and good products are a dime a dozen. Good execution and good management – in a word, good *people*, are rare… I look for an entrepreneur who can manage. A conventional manager isn't risk oriented enough to succeed with a new **venture**, while an entrepreneur without managerial savvy is just another promoter.

Arthur Rock, *Strategy vs. Tactics from a Venture Capitalist*
quoted in the "Harvard Business Review" on Entrepreneurship

Venture Catalyst (USA vernacular) • **Katalizator kapitału wysokiego ryzyka** (żargon stosowany w USA) • A service industry, which has sprung up in the USA's Silicon Valley, helping start-up businesses to raise *venture capital*. This effort can include helping to find investors (often by having access to a venture capital fund), partners and customers. Often technically-oriented entrepreneurs are too small to merit the attention of venture capitalists or require hands-on advice and coaching in financial matters. Venture catalysts try to fulfil such a role. In return, they will take a fee, often payable in *stock*.

VIX Index • **Fear Index** • **Wskaźnik VIX** • **Indeks strachu** (potocznie) • An index of forward looking market *volatility* that is used as a proxy for *systemic risk*. VIX is the ticker symbol for the Chicago Board Options Exchange Volatility Index, a popular measure of the volatility of S&P 500 index options implied by the prices of options based on option pricing models. Reflecting expectations (hence the idea of it being a "fear index"), the VIX represents one measure of the market's uncertainty over the next 30 day period.

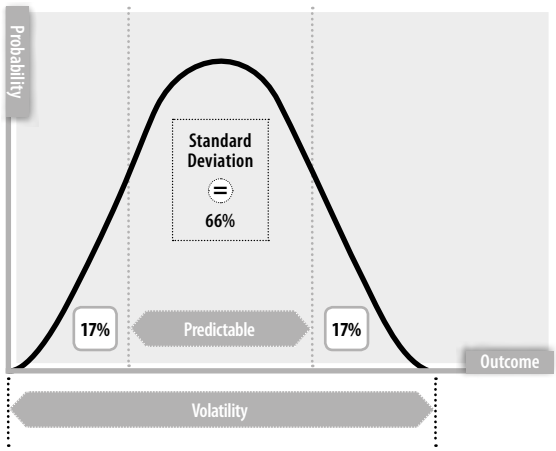
VIX Index



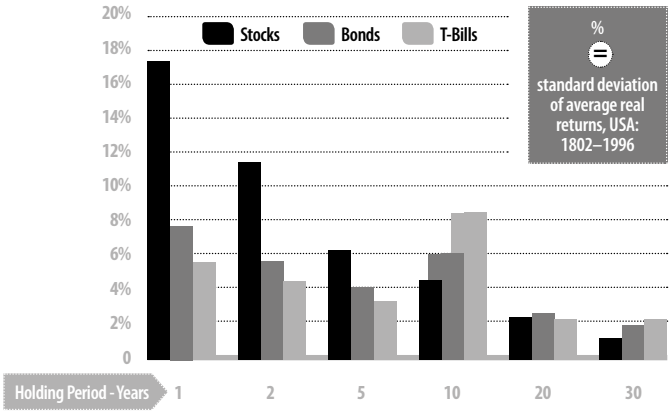
Source: finance.yahoo.com

Volatility • **Wrażliwość** • **Zmienność** • **Podatność na wahania** • The unpredictable and sudden variation in prices due to the free operation of the varying forces of demand and supply in a market. As a result of volatility, there is both *market risk* and opportunity for *trading* gain. Volatility tends to average out with time ("what goes up must come down" and vice versa). In the meantime, it makes the investor's life "interesting". For risk-averse investors volatility is unpleasant (in contrast to speculators who welcome it). Living from day-to-day in the "here and now" of the short run, most of us take cold comfort that swings in our fortunes will dampen over the long run.

Volatility

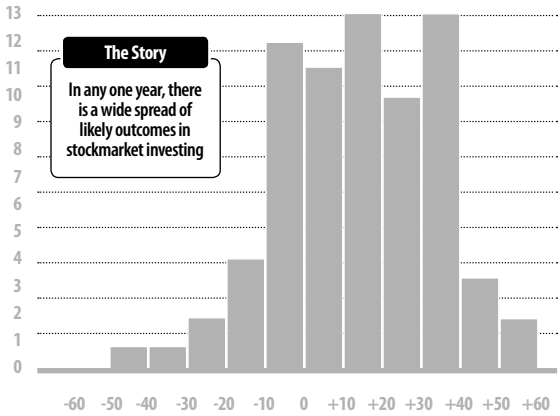


Volatility



Source: "Financial Times", *Mastering Finance*, p. 9

Volatility: Equities
USA S&P 500 Annual returns 1926–1997

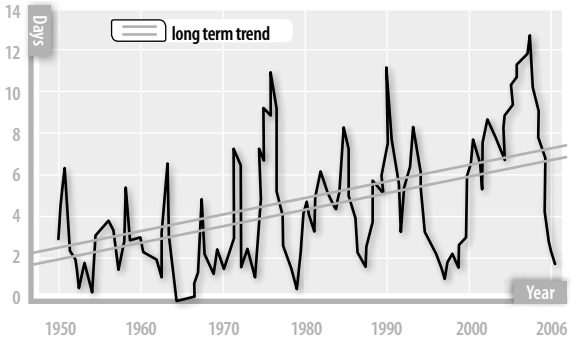


Source: R. Brealey & S. Myers, *Principles of Corporate Finance* 6th edition, p. 163/Ibbotson Associates

Thus sources of volatility will either be shunned or at least must be compensated for by higher expected yields. There are signs of late that the financial world is getting more volatile. In the case of *financial assets*, volatility tends to increase from *deregulation* that allows markets "to find their own level". Another source of volatility is *globalization* that both increases the depth of the market forces at work and brings in market factors from a wider area. Going the other way, volatility is dampened by *transparency* and access to reliable information (see the *Compendium of Accounting in Polish & English* for such entries as *earnings quality*). By incorporating relevant news, price changes tend to occur in incremental adjustments instead of the sudden leaps when investors are caught off guard by

surprises. Since volatility is a variation around a mean, it can be reduced, but not eliminated, by diversification. The residual volatility that affects everybody is measured by a security's *beta*. Its statistical attributes allow it to be quantified with such tools as *value at risk*. See also *efficient market hypothesis*.

Stockmarket Volatility
Days per month with a change of 1% or more in the S&P 500 index



Source: Crestmount Research/"The Economist", 13.05.2006, p. 77

Vote Buying Manoeuvre • **Kupowanie głosów** • Buying voting common shares with the sole intention to exercise their voting rights (as opposed to valuing them for any investment motives). For example, a lender to a publically traded company in financial distress might want to ensure that a proposed rescue plan by a strong third party take-over is accepted by shareholders. However, the shareholders might object if the take-over price is at a deep discount. If the lenders could vote, they would be in favour of the take-over. Once the distressed company becomes a part of a stronger entity, their default risk will disappear. Through the use of derivatives this could be accomplished without necessarily making a large investment in equity shares. For example, the creditor could simultaneously buy shares in the market and buy a put (i.e. right to sell) at the purchase price. The creditor then sells a call (i.e. a right to buy) to pay for most (but unlikely all) of the put. After voting at the shareholder meeting, the creditor sells the shares. The net loss on the transaction becomes the cost of the hedge to protect the creditor's interests as a lender. Moreover, if the lenders' loans are traded in the secondary market, they will likely go up in price on the news of the rescue. Thus the economic interest of the shares is decoupled from their value as voting interests.

Vultures (slang) • **Sępy** (slang) • An informal and humorous reference to anybody who is prepared to make money by investing in companies in *financial distress* in the hopes that they will fetch a better price later on after being fixed

(see *turnaround*), broken-up or resurrected after panicky markets calm down. Funds that are set up to exploit such opportunities are called "vulture funds". In this analogy, the birds of prey patiently hover above the dead "carrion" of insolvent enterprises or the *living dead*. Vultures tend to have a contrarian perspective (see quote below). Like their namesakes in nature, vultures actually have an important and worthy role to play in cleaning up the landscape. Vultures are the equivalent, and in the same vein, to *bottom-fisher*. See also *locusts*.

Upside Down

Some of them look back fondly on the bursting of the dotcom bubble; others feel nostalgic about the 1990s recession. **Distressed-debt traders**, who buy bonds no one else will touch, and turnaround specialists, who pull companies back from the brink, operate in a topsy-turvy world, where bad times are good and corporate wreckage yields rich rewards.

*The **vultures** take wing* in "The Economist", March 31, 2007, p. 77



W

Wall Street • **Wall Street** • The financial district in America where the New York Stock Exchange is located on lower Manhattan (referring to a stone wall at the edge of the original city limits). Wall Street connotes the US *capital market*, in particular, traded *securities*. Because of its size and depth (over US $15 trillion *market capitalisation* in 2007; reference Wilshire Associates), the US market is the most significant in the world and makes Wall Street, its hub, a VIP – very important place. It certainly has the highest concentration of market expertise and money power found anywhere else. Indeed, sometimes the world of high finance is so rarefied that people are prompted to say that "Wall Street is not Main Street" (i.e. the everyday world in the rest of America). The immensely successful investor *Warren Buffett*, for example, lives and works out of Omaha, Nebraska (about as far, in spirit, from Wall Street as you can get). Like the *City*, Wall Street is also a state of mind. See also *Dow Jones Industrial Average, Graham,* and *wealth effect*.

Crown Jewel or Curse

Money moves in murky ways. When **Wall Street** works well, it is capitalism's crown jewel. It is a wellspring of new technology, less poverty, higher living standards, more consumer choice and realised ambitions. When Wall Street works poorly, it is capitalism's curse. It is a source of instability, squandered wealth and broken dreams. What we have to fear today is a world awash in savings that cannot be productively invested – and what we have to hope for is that Wall Street, always in search of the next deal, would never let that happen.

When Capitalism Turns Cautious, "Newsweek", 2003 Issues, p. 66

Wall Street Journal, The • **Wall Street Journal, The** • A widely followed and influential business newspaper owned by the Dow Jones Company which also gave its name to the main index of the New York Stock Exchange. As of 2008, Dow Jones was bought by Rupert Murdoch's News Corporation empire after concerns about the WSJ's editorial independence were resolved. See *financial press*.

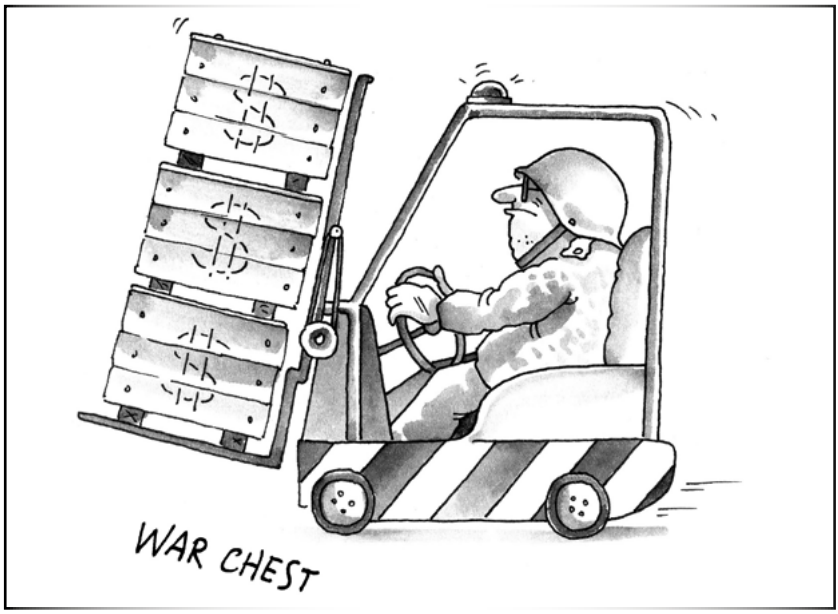
Wall Street Scandal • **Skandal na Wall Street** • The nasty surprises of fraud or accounting improprieties that seem to periodically rock the US stock market. In the wake of Enron and the 1999–2001 dotcom bubble, 2002 was a particularly bad year (see below). Mercifully, scandals are relatively rare. However, they can have a much broader impact by undermining trust and confidence in the rest of the capital market. If there are enough of them, they can even raise the cost of capital for equity. The culprit is usually fraudulent *financial reporting* and lax auditing (see also related entries in the *Compendium of Accounting in Polish & English*). It is not a company's poor performance per se but rather the delusion of good performance that leads to trouble. Better disclosure, especially on such sensitive issues as potential conflicts of interest, insider trading activities, client relationships, market-sensitive lawsuits, and regulatory investigations, etc, would also help to expose shenanigans. Apart from criminally punishing the culprits, the typical fallout from too many scandals is a backlash of assaults by class-action lawsuits, regulators and even legislators. The investing public also becomes jaundiced (see *Main Street versus Wall Street*).

Wall Street Scandal	
Company	**Share Price (*)**
• Enron	– 99.9%
• Global Crossing	– 99.7%
• Adelphia Communications	– 99.1%
• Peregrine Systems	– 95.6%
• Qwest	– 95.6%
• Worldcom	– 93.8%
• Dynergy	– 88.9%
• ImClone	– 79.4%
• Tyco International	– 78.4%
(*) January 1st, 2001 to June 26th, 2002	
Source: *Another Cowboy Goes Bust* in "The Economist" (Print Edition), June 27, 2002	

Might there be deeper flaws at work – say an ineffective regulatory framework or a "culture of greed" – that are inherent sins of American stock markets? Considering the size of the $15+ trillion market (2007), scandals are in fact statistically rare. For most market players, quite apart from the strength of their ethical backbone, cheating simply doesn't pay. Additionally, scandals are probably an inherent side-show of acquisitive human nature. The odd scandal (but only odd) might simply be the price to pay for a robust *equity culture* that normally operates without a hitch.

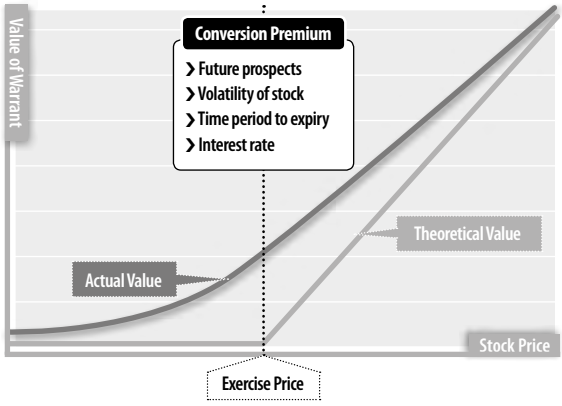
War Bonds • **Obligacje wojenne** • Government debt issued in times of war to finance military expenditures. War bonds are designed to appeal to people's patriotism. They are often accompanied by promotional campaigns and artistically enhanced with war themes. In WW II, for example, the US treasury raised $185 billion through such specialised *treasury bonds*. Financing a war by means of bonds, as opposed to income taxes, have interesting political implications. Wars financed by debt are more palatable to voters since they do not see the financial cost of the war immediately hit their pocketbook.

War Chest (vernacular) • **Zapasy wojenne** (żargon) • An exceptionally large, in terms of normal transactional needs, accumulation of *cash* resources kept on hand for either *prudential* or *speculative* motives. The term is often associated with large corporate firms who are preparing to do a take-over transaction. The idea of "war" refers to being able to finance a conflict, such as a bidding war against a competing buyer.



Warrant • **Warrant** • **Świadectwo udziałowe** • The right to buy a *financial asset* (usually an equity share) at a specified exercise price that is above existing market prices at issuance. Equity warrants are often issued with *bonds* as a "sweetener" to give lenders an opportunity to capture the upside of a borrower's performance. In return, interest costs can be reduced. Warrants can also be sold alongside common shares or given to others in lieu of cash payment (say, in payment for an investment bank's fee). Warrants have a similar function to *call options*. However, they are issued by the company (vs. an exchange) and have a lifetime measured in years (vs. months). Up until its expiry date, a warrant will have a value similar to an option with a combination of an intrinsic value and a time value (see *Black-Sholes Option Pricing Model*). Because of their extended life spans, warrants will be more volatile than their underlying security. Another version of a warrant is a "covered (or naked) warrant" issued by banks and securities firms. When actively traded, they are a popular speculative vehicle amongst retail investors because of their lower outlay and reduced downside risk compared to buying a share directly. Contrast with a *right* (a warrant attached to existing shares).

Warrant
Equivalent to an
American call option

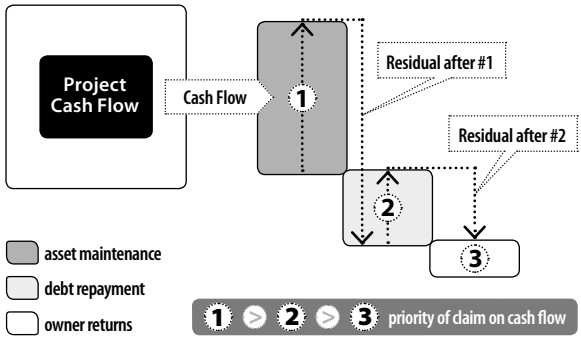


Source: "Time", 04.02.2008, p. 54

Waterfall Repayment (vernacular) • **Spłata kaskadowa** (żargon) • A commonly used *project financing* technique that tightly controls the distribution of cash flow according to a predetermined priority of uses that ensure that debt servicing remains the highest priority subordinate only to the non-discretionary expenses required to sustain the project's operations. The waterfall is typically managed by the use of a cash "trap account" that captures all project cash receipts. The account is then overseen by an independent body (such as an

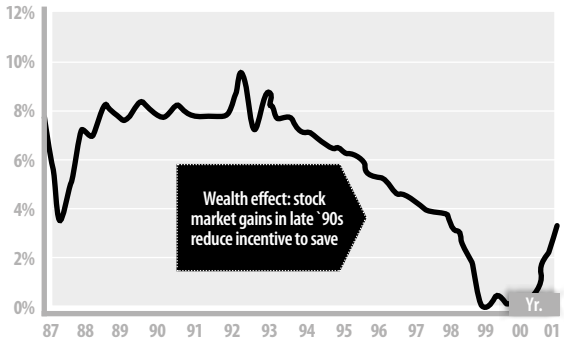
agent working on behalf of a lending syndicate) that monitors and disburses the cash. By design, project owners/sponsors only get unrestricted access to the project's benefits after the lenders' obligations have been satisfied. Waterfall repayment mechanisms are also used in collateralised debt obligations.

Waterfall Repayment



Wealth Effect • **Efekt bogactwa** • The economic phenomenon where changes in the value of people's *wealth* will affect their spending habits. If the values of their investments grow, say because of the *stock market* or housing prices going up, they will tend to save less and spend more. This can create a virtuous cycle causing prosperity, increased business *profits* and, in turn, higher stock prices. However, the reverse can occur if a *bubble* bursts: lower *financial asset* values leads to lower consumption levels and a vicious cycle of even lower financial asset values. *Credit card* debt can be a catalyst for the wealth effect since many consumers finance their lifestyle on debt. The wealth effect has been called the link between *Wall Street* (the world of finance) and Main Street (the world of every day business). Since the wealth effect can potentially affect the rate of inflation, monetary authorities may chose to influence it, even though most central bankers seldom concern themselves with asset prices (unless it is to ease the effects of a *bubble* bursting).

Wealth Effect
USA: personal saving % of disposable personal income



Source: US Census Bureau/"New York Times"

Weather Future • Pogodowa transakcja futures • A *derivative contract* whose value is determined by the temperatures in specified locations. One popular version is issued by the *Chicago Mercantile Exchange* and is linked to temperatures in 29 cities worldwide. In 2005, $36 billion of such derivatives were traded (reference: "Time", December 24, 2007, p. 58). Investors in weather futures are typically companies that have something to gain or lose from a change in the weather (e.g. energy producers, insurance firms and tourist ventures). They can use such a future as a hedging tool. For different motives, speculators are attracted to their price volatility. With the increasingly volatile weather conditions caused by global warming, weather futures are gaining in usefulness and appeal. See also *ecological investments.*

Weight (Portfolio Investment) • Waga (inwestycje portfelowe) • The share of a particular investment within an overall *portfolio*. If the share is characterised as a "market weight", it will be equal to a share found in some *index*. Often stock market *research analysts* will recommend stocks by describing them as "overweighted" (i.e. buy) or "underweighted" (i.e. sell).

Weighted Average Cost of Capital • WACC • Średni ważony koszt kapitału • The combined costs, in either after tax *interest* expense on debt or expected *dividends* on equity, of an enterprise's *capital structure*, calculated on a pooled basis to give a "weighted" or "composite" cost of capital for the whole enterprise:

Example: Weighted Average Cost of Capital						
Long Term Capital Component	**Financing Share (1)**		**Pre-tax Cost**	**Tax Shield**		**Weighted Cost**
Long term debt	30%	x	(2) 12%	(3) (1–35)	=	2.3%
Preferred shares (4)	20%	x	10%	0	=	2.0%
Retained earnings (5)	30%	x	15%	0	=	4.5%
External equity (6)	20%	x	20%	0	=	4.0%
	100%		**Weighted Average Cost**			12.8%
Explanatory Notes						
1. Weights are shares of long term financing sources, either based on relative market value (ideally) or accounting values on the balance sheet.						
2. Interest coupon on debt i.e. before tax cost of bonds						
3. Adjustment factor for tax sheltering (*tax shield*) since interest is deductible for calculation of taxable income.						
4. Preferred share *dividends* are contractual (albeit conditional upon profit generation); no tax shelter since dividends are not deductible from taxable income.						
5. Opportunity cost to shareholders of retaining funds inside the company vs. distributing funds for reinvestment elsewhere at equivalent risk levels; measured by either *capital asset pricing model*, adding a *risk premium* to the company's bond yield or *dividend growth model*.						
6. Yield on shares to maintain *earnings per share* and hence share price of existing shares that are valued by the *dividend growth model*. However, incremental yield must be higher than existing to compensate for *flotation costs*.						

The WACC is an important factor in *capital budgeting* decisions. While a long-term investment project may be financed by a particular capital component (i.e. pure debt or pure equity), the decision to invest should be based the firm's overall WACC that reflects a long run optimal balance amongst the various capital components. WACC is also used in the calculation of *economic value added*. In a low inflation environment, the WACC for companies with a large stock market capitalisation might range from, say, 10% to 15%.

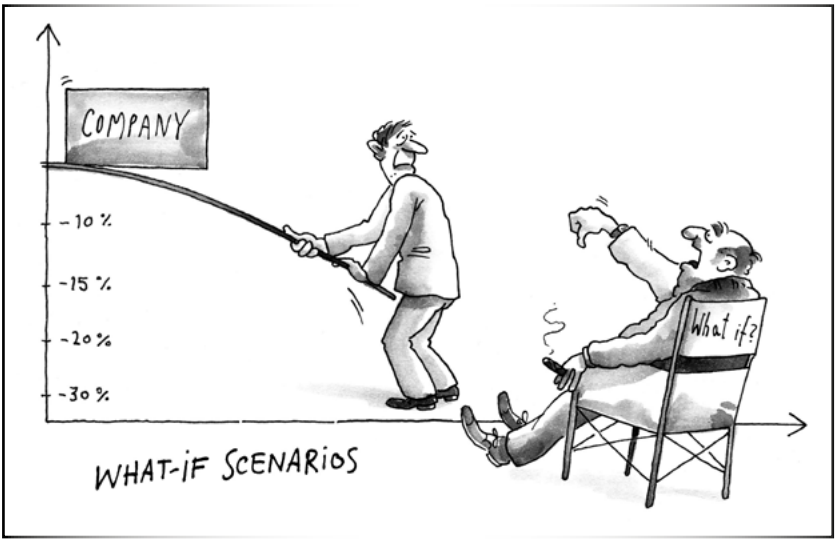
Welsh (rare) • **Wykiwać** (rzadkie) • A description of evading an obligation or debt, often because of a moral failing such as rationalising it with a convenient excuse.

Misery Likes Company

Anger about bailouts of banks or carmakers does not weaken the moral barrier to default. But people who live in neighbourhoods where home repossessions are frequent are more likely to **welsh** on loans.

"The Economist", June 27, 2009, p. 89

What-if Scenarios (vernacular) • **Scenariusz „co, jeśli"** (żargon) • A financial planning and investment tool that looks at a company's forecasted performance under various assumptions. Thus, we ask: "What if sales fell by 15%, what would be the impact on profits or cash flow…?" The exercise is a useful way to gauge commercial risk and is made feasible by powerful *spreadsheet* tools.



Where Are the Customers' Yachts? (rhetorical question) • **Gdzie są jachty klientów?** (pytanie retoryczne) • A thought provocation based on the title of a popular and enduring book first published in 1940. The author Fred Schwed was a successful professional trader who made his fortune in 1929 just before the *Great Crash*. Cashing out, he then retired from *Wall Street* to write. Penned in a cheeky style, the book has been called a "hilarious classic" for its irreverent look into the inner workings of *finance capitalism*. The reason there are no customer yachts is that only finance people are making enough money to afford the darn things. Wall Street's seeming ability to prosper, no matter how

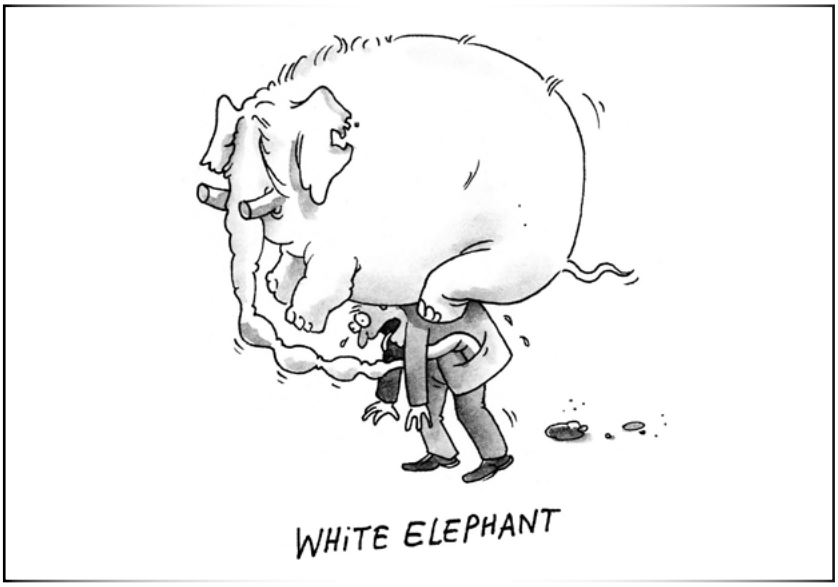
small-time investors are faring, is telling. Might the *smart money* of sharp operators and insiders be exploiting the gullible public? It's scepticism in the best tradition of the antagonism of *Main Street versus Wall Street*.

Dumb Question

Once in the dear dead days beyond recall, an out-of-town visitor was being shown the wonders of the New York financial district. When the party arrived at the Battery, one of his guides indicated some handsome ships riding at anchor. "Look, those are the bankers' and brokers' yachts. **Where are all the customers' yachts?**" asked the naïve visitor.

Excerpt from *Where Are All the Customers' Yachts?* by Fred Schwed, 1940

White Elephant (slang) • **Biały słoń** (slang) • Any large, expensive and grandiose project or asset that lacks value because it is obsolete, poorly located, inefficient, badly planned or not wanted by the market. Any attempt to sell it will often result in a steep *asset discount*, perhaps down to scrap value. Like the name implies, white elephants are large but unnatural phenomena. Nobody wants to finance one. Word origins: from the Burmese belief that albino elephants are sacred and can't be used for work. Rather they must be lavished with expensive and time-consuming care.



A Waste

The A380 was a serious mis-investment. Mis-investments waste people's money. They also take cash away from far more important projects.

"International Herald Tribune", October 7–8, 2006, p. 18

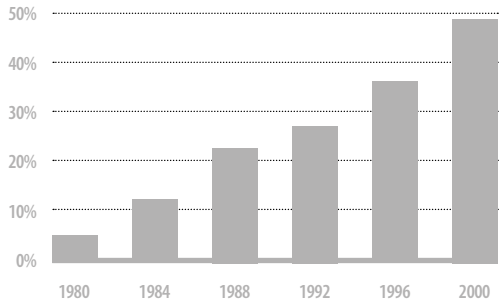
White Knight (slang) • **Biały rycerz** (slang) • A friendly bidder who rescues a targeted company being pursued in a hostile take-over bid. The white knight bidder is typically encouraged to come forward by incumbent *management* who perceive either a better deal for *shareholders* (higher share purchase price or a better potential for synergies) or someone more sympathetic to their personal interests (in terms of hiring or dismissing them).

Widespread Share Ownership (Impact of) • **Powszechny akcjonariat (oddziaływanie)** • Ownership of stock market equity shares spread across a large portion of the population. Households traditionally owned shares indirectly through intermediary financial institutions such as investment banks, insurance companies and pension funds. Because it required investor savvy and the financial resilience to withstand volatility, using common equity as a personal savings vehicle was confined to either the wealthiest or most risk tolerant members of the society. The rest of us put our hard-earned savings into safer, simple instruments such as bank deposits, the *money market*, bonds or real estate. Over time, with more universal *financial literacy*, better access to information (especially via the internet) and innovations like *mutual funds*, more of the public are venturing into the stock market on their own. This tendency has become especially apparent in the 1990s. For example, by 2000, global stock market *capitalisation* had reached over 100% of global GNP, more than twice the capitalisation in 1990. The trend is the most pronounced in developed countries with high GNP/capita where households directly owning shares range from a high of 50% (USA) to a low of 10% (Japan). There are far reaching implications from widespread share ownership (see table p. 149):

Widespread share ownership will likely have a particularly profound impact on *financial reporting*. Issues that previously concerned just *Wall Street* – such as *earnings quality* and *audit risk* – will begin to be of interest to Main Street. The general public will start to pay more attention to matters that previously were only of interest to the financial community.

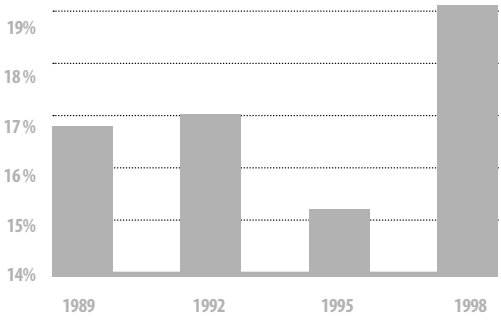
When Everyone Owns a Few Shares	
Impact	**Consequence**
Income Distribution	◆ Wealth is spread more evenly throughout society
Employee Attitudes	◆ More alignment of interests with employers
Political Preferences	◆ More sympathy for economic freedom & market-oriented policies
Productivity	◆ Shareholder pressure on management performance
Entrepreneurship	◆ Access to start-up & growth funds; less dependency on banks
Shareholder Rights	◆ Greater need to protect minority shareholders
Transparency	◆ Need for broad and open disclosure for unsophisticated investors
Economic Conditions	◆ *Wealth effect*, both positive and negative, effects consumption

Widespread Share Ownership
% US Households owing mutual funds



Source: "The Economist", 28.10.2000

Widespread Share Ownership
% US Households with direct share holdings



Source: "The Economist", 28.10.2000

Wilcox's Gambler's Ruin Prediction Formula • **Przepowiednia ruiny spekulanta autorstwa Wilcoksa** (dotycząca ruiny spekulanta) • A rough

rule of thumb to calculate the net proceeds upon winding up a business by liquidating its assets and paying off all creditors:

What Might Be Left?	
Cash & marketable securities	Market value
Current assets	70% of book value
All other assets	50% of book value
Less: current and long term debts	Face value
EQUALS	Liquidation Proceeds

The formula is rough indeed. Actual realisation is a function of net realizable values equal to distressed sale prices less costs that may be totally unconnected to going concern book values. Liquidation costs (e.g. legal fees, sales commissions), especially if involuntary, can eat into proceeds. That said, it is a useful framework for such analysis and has a charming name.

Williams, John Burr & Finance Theory • Williams, John Burr i teoria finansów • Williams (1899–1989) was the author of the insufficiently appreciated classic "The Theory of Investment Value" (1938) and was one of the first economists to interpret stock prices as determined by "intrinsic value" (that is, discounted dividends used in *fundamental analysis*). Harry Markowitz writes in his Nobel Prize autobiography: "The basic concepts of portfolio theory came to me one afternoon in the library while reading John Burr Williams" (reference: *Great Moments in Financial Economics: Present Value* by Mark Rubinstein in the "Journal of Investment Management"; First Quarter 2003). Williams' insight was to apply the idea of *present value* to conclude that stock price would be the present value of all its future dividends:

Williams* Formula		
P_0	=	$\Sigma_t D_t/r(t)^t$

In Williams' formula the sum is taken from 1 to ∞ (i.e. infinity), D_t is the dividend paid at date t, r(t) is the current (date t = 0) annualized riskless discount return for dollars received at date t, and P_0 is the current (date t = 0) value of the stock. Williams argued against discounting earnings instead of dividends (see quote below from his book). Williams' formula was later restated into the popular *Gordon Growth Formula.*

Stock vs. Dividends

A cow for her milk,
A hen for her eggs,
And a stock, by heck,
For her **dividends**.

Old farmer's Wisdom

Window of Opportunity (metaphor) • **Sposobność chwili** (metafora) • **Wykorzystać okazję** • A popular expression describing a limited space in time that offers a chance to exploit an attractive but fleeting opportunity. Thus the pushy salesperson might say: "Buy now! Before it is too late and prices go up." By implication, the opportunity is short-lived and will disappear. This puts pressure on the decision maker to act, sometimes hastily. It emphasises the importance of timing in business as in carpe diem: "seize the day".



Winner's Curse • **Klątwa zwycięzcy** • The adverse consequences of engaging in a bidding frenzy, offering too much and then getting stuck with an over-valued possession. The fear of suffering from winner's curse is one reason why securities issues, especially *initial public offerings*, must be underpriced: uninformed investors need an enticement to overcome their potential for regret. Winner's curse is also a common hazard in *acquisitions and mergers*. If the buyer has overpaid from the outset, it will be difficult to ever make the acquisition commercially attractive. Moreover, under new IFRS accounting standards, an overpayment can result is a large write-down of goodwill (which results from high prices) if there has been a subsequent *impairment* of goodwill. See also *deal heat*.

Win/win Negotiations • **Negocjacje typu „obie strony wygrywają"** • The notion that an agreement can be reached in which both sides not only benefit (this will happen when any deal is reached; otherwise there won't be an agreement) but also, perhaps more importantly, both parties can feel good about it. This is opposed to the idea that a negotiation is a "zero-sum" game with a clear winner and a loser. Win/win negotiation takes creative energy and empathy which are rare skills. It is very beneficial whenever ongoing *relationships* are valued.

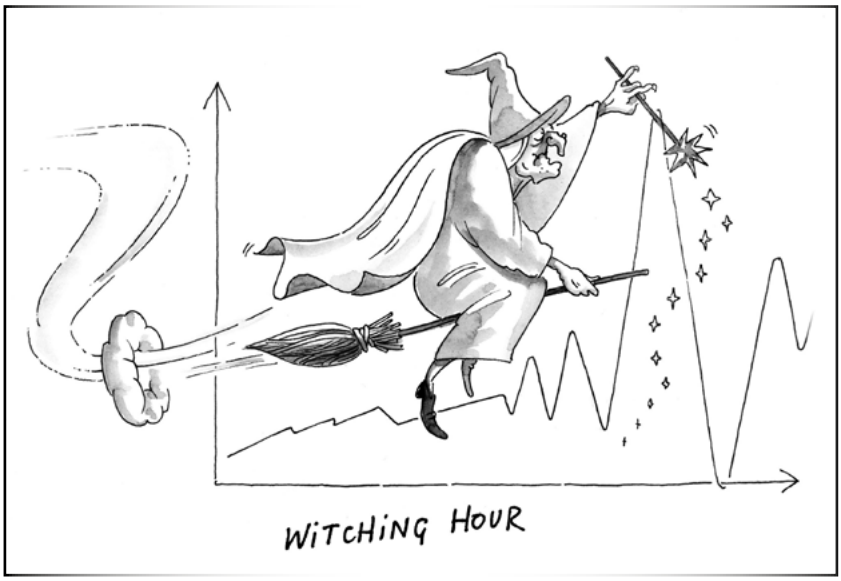
Wisdom of Crowds • **Mądrość tłumu** • The notion that "crowds" (i.e. large numbers of independent decision-makers), are capable of making the best collective judgements when there is a wide range of opinions and diverse sources of information so that biases cancel out instead of reinforcing each other. In the case of financial markets, the "crowd" is the stock market and its manifestation is the *efficient market hypothesis*. The term "wisdom of crowds" is a play on the words of the classic finance tomb *Extraordinary Popular Delusions and The Madness of Crowds* (1852) by Charles MacKay which explored the behaviour behind investment manias. See also *behavioural finance*.

Strength in Numbers

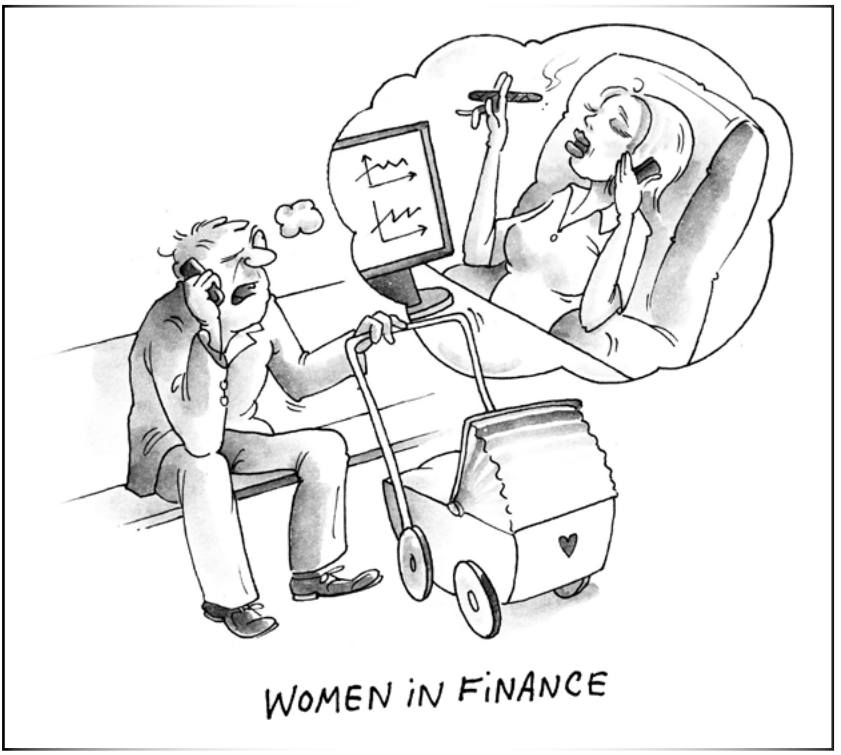
Ask a hundred people to answer a question or solve a problem, and the **average answer** will often be at least as good as the answer of the smartest member. With most things, the average is mediocrity. With decision making it's often excellence.

James Surowiecki *The Wisdom of Crowds*, 2004, p. 11

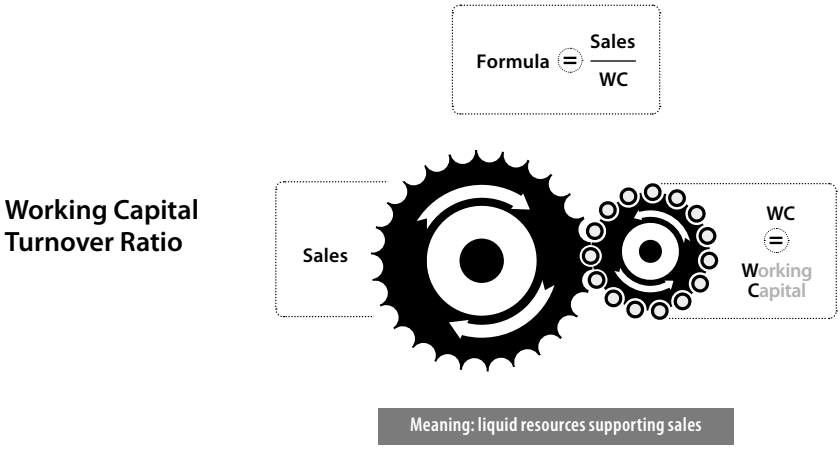
Witching Hour (vernacular) • **Godzina cudów** (żargon) • A time in the stock market when particularly heavy trading causes unusual spikes of *volatility* as traders try to close out positions. For example, this could occur just before a widely traded stock *index option* expires. The "triple witching hour" occurs when three expiry dates coincide: stock index futures, options on such contracts and options on individual stocks in the index. To avoid witching hour volatility, exchanges often spread out expiries. The idea of a "witching hour" comes from the notion that unpleasant forces are at work.



Women in Finance • **Kobiety w finansach** • A general, worldwide trend in finance is that there is higher participation by women in the labour market. This is facilitated by the rise of technology and service jobs in the modern economy. In the USA, for instance, there are almost as many women working as men (we are excluding the unpaid household work). How are women faring in financial activities? It would seem rather well, especially considering that they may have innate advantages. Studies have shown that American companies with more women in senior management earned a higher return on equity (Catalyst Consulting). In investing, women are capable of making consistently better decisions than men (Digital Look website). Women are less likely to *churn* investments and overcommit to risky investments (Merrill Lynch). Overall reference source: *A guide to womenomics* in "The Economist", April 15, 2006, p. 73–74.



Working Capital Turnover Ratio • Wskaźnik rotacji kapitału obrotowego • The relationship between the flow of annual sales revenues and the stock of *working capital* (taken either at year end or an average during the year). Since an investment in working capital is necessitated by production and selling activities, the direct causality will be reflected in changes in sales. The working capital turnover ratio can be tracked over time ("trend analysis") or compared to peers. It is particularly useful for detecting *over-trading*. If sales are growing faster than new working capital is being generated, the turnover ratio will increase. For a manufacturer, a healthy working capital turnover ratio might range between, say, 8:1 and 12:1.



Writer (vernacular) • **Wystawca opcji** (żargon) • The party who issues an *option* by creating (i.e. writing up) a contractual obligation to either buy (a put option) or sell (a call option) a specified thing at a specified price within a specified timeframe at the request of the holder. In return, the writer will earn a fee (the premium) for such a commitment.

Wrongful Trading • **Kontynuacja działalności przy ukrywanej utracie płynności** • Continuing to do business and incur greater amounts of debt when top management knows that the business is insolvent, thus, exacerbating an already bad situation. Wrongful trading is defined under most bankruptcy laws or perhaps separately (e.g. in the UK, the "Insolvency and Companies Directors' Disqualifications Act" of 1986). The laws impose a *fiduciary duty* on management and directors that extends beyond shareholders to creditors. Some laws treat wrongful trading as equivalent to *fraud* and make it criminally punishable. While such a duty is just, it can complicate the recovery of enterprises in *financial distress* because management will naturally be afraid to continue to operate if an attempted *turnaround* subsequently fails. The result is that the *going concern* of a failing business can suddenly disappear when management decides it had better "walk away" from any personal exposure. See also *stakeholders*.

X

X (USA slang) • **X** (amerykański slang) • A ten-dollar bill; based on the Latin numerical symbol for the number 10.

XC (stock exchange abbreviation) • **XC** (okres bez premii – skrót giełdowy) • A *bond* that is being traded without its interest coupon.

XCL (insurance abbreviation) • **Spółka z nadmiernym poziomem zobowiązań bieżących** • A company with excess *current liabilities*.

XD (stock exchange abbreviation) • **XD** (bez prawa do dywidendy – skrót giełdowy) • A share that is being traded without its declared *dividend*.

Xetra • **Xetra (giełda elektroniczna)** • An after-hours market for trading selected equities and warrants quoted on the Frankfurt Stock Exchange. It is designed to allow trading after trading has closed on the main exchange (US stock exchanges are open six-nine hours). This better facilitates international *arbitrage* operations across time zones.

X-int (stock exchange abbreviation) • **X-int** (bez prawa do odsetek – skrót giełdowy) • A *bond* that is being traded without its interest coupon. See also *XC*.

X-pr (stock exchange abbreviation) • **X-pr** (bez przywilejów – skrót giełdowy) • Any *financial instrument* without its normal privileges.

XR (stock exchange abbreviation) • **XR** (bez praw – skrót giełdowy) • A share that is being traded without its *rights*.

XW (stock exchange abbreviation) • **XW** (bez prawa poboru – skrót giełdowy) • A share that is being traded without its *warrants*.

Y

Yankee Bond (vernacular) • **Obligacja jankeska** (żargon) • A *bond* issued in the US capital markets by a non-US borrower, most often a Canadian entity. It is a similar notion as a *Samurai bond* or a *Bull Dog* bond.

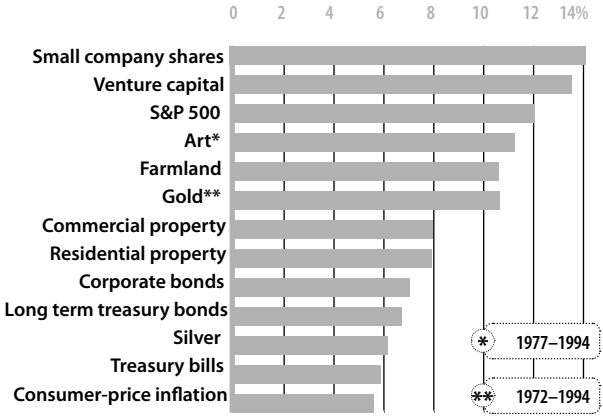


Yearling (UK slang) • **Roczniak** (slang brytyjski) • A bond with a term-to-maturity of one year or less. They can be issued by local government authorities in Britain. Its name derives from cattle that are less than one year old.

Yellow Sheet (USA) • **Żółta kartka** (USA) • The traditional name for a daily list of prices and firms who are participating in the *over-the-counter* market for corporate *bonds*. The original list, which was on yellow paper and which is now computerized, is published by the National Association of Securities Dealers. See also *pink sheet* with regard to equity securities.

Yield (Investment) • **Stopa dochodu, rentowność (inwestycje)** • The annual *net income* from an investment expressed as a percentage of its original cost. Yield is thus a measure of investment return or productivity that distinguishes between the capital invested and its income. Yield can come in various guises: "current yield" (coupon rate divided by the investment's market price), *yield-to-maturity* (an internal rate of return calculation), "bond equivalent yield" (annualised semi-annual return), "yield-to-call" (yield on a bond that is redeemed before its maturity), "yield-to-refunding" (yield before prepayment restrictions expire), "yield-to-put" (returns if the bond is put back to the issuer). Investment yield on a particular instrument will tend to be a function of risk-free yields, a credit spread (to compensate for risk), duration (length of time to maturity) and any embedded options. In situations where there is a traded market in the investment, *yield arbitrage* will tend to force the instrument's yield to match the returns available in the market for an equivalent risk and term to maturity.

Yield
American investments: Annual rates of return in % (1945–1994)



Source: Morgan Stanley

Yield Arbitrage • **Arbitraż cenowy** • The process by which the prices of financial assets will vary in order to align their yields with prevailing market returns for comparable instruments (re: their *term-to-maturity* and credit rating). So a perpetual bond that pays $ 10 on a principal of $ 100 has a *coupon* rate or contrac-

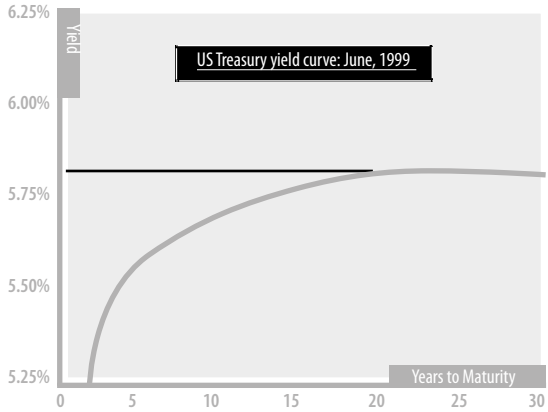
tual interest rate of 10%. But if the bond can be purchased for only $ 50, the yield will be 10/50 or 20%. Why would the bond be worth less than its contractual *face amount* payable in the future at its *maturity*? If prevailing interest rates in the capital markets are 20%, a process of *arbitrage* will affect its price. Demand for the bond will fall as potential buyers go elsewhere for better returns. At the same time, existing bondholders will switch out of the lower yielding bond by selling. With supply greater than demand, the price drops until the market for the instrument clears at a new price. Thus the price of a bond will vary inversely to its yield, with the degree of change – called bond *sensitivity* – depending on competing interest rates. Such arbitrage ensures that an investment's yield continuously reflects competing returns in the marketplace. As the bond's *maturity* date approaches (the "pull to par"), the yield approaches the interest rate.

Yield Calculations for Short Term Securities • Metody obliczania stóp zwrotu dla krótkoterminowych papierów wartościowych • The rate of return on short term *money market* instruments such as treasury bills, commercial paper and certificates of deposit may be quoted as nominal rates (i.e. interest received relative to the face value of the security) or as yields (i.e. interest received relative to market value of the security). The method of quoting and the number of days used in interest periods grew out of conventions in the markets where the instruments were traded. The various formulations are as follows:

Yield Calculations				
Type		**Formulation***		
Nominal	=	$\frac{I}{F}$	x	$\frac{12}{T}$
Bank Discount (re: T-bills in USA)	=	$\frac{(F-P)}{F}$	x	$\frac{360}{T}$
Holding Period	=	$\frac{I}{P}$	x	1
Annualised	=	$\frac{F-1}{P}$	x	$\frac{12}{T}$
Money Market	=	$\frac{F-1}{P}$	x	$\frac{360}{T}$
Bond Equivalent	=	$\frac{F-1}{P}$	x	$\frac{365}{T}$
* for % yield multiple all calculations by 100%				
Where: I = $ interest paid per period F = face value of the security P = price of the security T = number of (days or months) per interest period				

Yield Curve • **Krzywa dochodowości** • The profile of the *yields* of securities with comparable credit ratings for various terms to *maturity*. The curve reflects what is called the *term structure* of interest rates: longer terms to maturity tend to have higher yields. This is primarily because investors need extra compensation for the loss of liquidity and higher risks of "going long". Thus yield curves normally slope upwards although exceptions arise in the case of an *inverted yield curve* when economic conditions are deteriorating.

Yield Curve



Source: "Financial Times" – *Mastering Finance*

Yield Premium/Discount • **Premia (w dochodowości) za ryzyko** • The difference in yields between two comparable securities with equal term-to-maturities (in the case of debt) or priority of claim (in the case of equity). The difference is a measure of perceived differences in the securities' risks that must be in turn compensated by yield. See *risk-reward trade-off*.

Yield Spreads • **Spredy stóp zwrotu** • Differences between the yields of fixed income investments that are due to differences in an investment's attributes such as:

- credit risk,
- embedded options,
- liquidity,
- income tax treatment,
- sovereign country risk.

In absence of the above differences, an investment's yield should be solely determined by risk-free interest rates adjusted for the term structure of the prevailing yield curve. Since yields are intimately linked to market valuation, yield spreads are continuously scrutinised by the capital markets to ensure that prices are "efficient" in the sense of exhausting arbitrage opportunities.

Yield-to-Maturity • Y-t-M • Stopa zwrotu w terminie do wykupu • The single discount rate that equates the future cash flow of a fix-income instrument held to its maturity to its market price. Similar to an *internal rate of return* calculation, the Y-t-M implicitly assumes that all cash flows have been reinvested at the discount rate. The Y-t-M is generally a function of the risk free rate in the market place plus a spread to compensate for the investment's credit risk. A fundamental relationship in the capital markets is that as the Y-t-M rises, the price of the instrument falls and vice versa (see *yield arbitrage*).

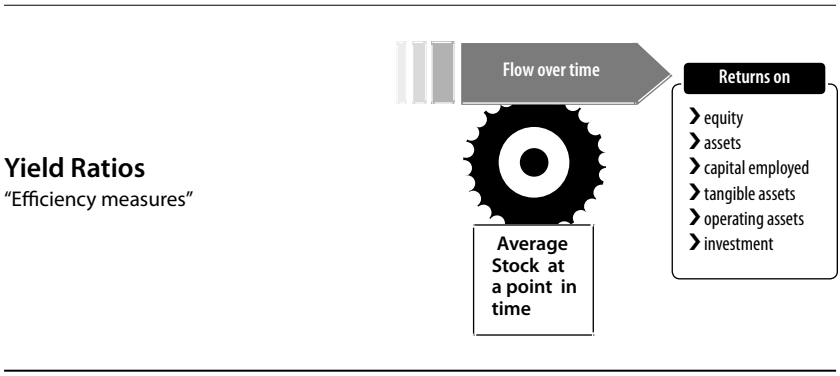
Yield-to-Maturity

$$MV = \frac{Interest}{(1+R)^1} + \frac{Interest}{(1+R)^2} + \frac{Interest}{(1+R)^3} + \ldots\ldots + \frac{Interest + Principal}{(1+R)^N}$$

MV = Market value of fixed income investment
Interest = coupon rate x face/nominal value of investment
Principal = redemption amount due at maturity
N = number of annual periods into the future
R = discount rate to solve equation = weighted average of various period-specific discount rates

The actual yield on an investment will differ from its Y-t-M since cash flow may not be reinvested at the Y-t-M (see *reinvestment risk*). As well, actual returns may be different if the investment is sold prior to maturity with gains or losses being incurred.

Yield-type Financial Ratios • Wskaźniki finansowe dotyczące stopy zysku • A subset of *financial ratios* that compares a flow over time to an average stock that creates the flow. For example, net profits would be compared to average equity (and multiplied by 100%) to calculate a return on equity ratio. The usefulness of such ratios is based on there being a direct connection between the flows and an underlying source that creates the flow.



Your First Loss Is Your Best Loss (investors' adage) • **Twoja pierwsza strata to twoja najlepsza strata** (powiedzenie inwestora) • The notion that it is better for an investor to accept a small loss right away rather than obdurately hold onto a position only to see losses get worse later on. Knowing when to "fold" (to use a card game analogy) is a tough call in investing. On the one hand, exiting quickly shows discipline and the psychological fortitude to acknowledge an error. On the other hand, selling too quickly can result in being whip-sawed by volatility, *churning* and forfeiting the rewards of patience. See also *gambler's comfort* and *portfolio insurance.*



Z

Zero-Coupon Security • Zerokuponowy papier wartościowy • A *bond* or preferred share that does not pay any interest or dividend prior to its maturity. It is issued at a deep discount to its face value (i.e. the *present value* at market interest rates of the security's redemption value of principal at maturity). Its return is thus earned through the price appreciation between its discounted price at issuance and its redemption value at maturity. Zero coupon instruments tend to be an anomaly in the market. Investors typically want to see some cash flow returns during the life of their investment. Deferring the payment of returns creates greater default risk since there are no interest payments as an ongoing "test" of solvency and the final repayment burden is magnified. As well, since *sensitivity* (*Fixed Income Asset Price to Interest Rate Changes*) is higher the lower the coupon, zero coupon instruments have more price volatility from market interest rate fluctuations. However, the difference between the timing of financing cash flows and their cost can serve several useful purposes. For example, a zero-coupon issuer might be investing proceeds in a project with a long lead time; the interest relief in the meantime might better match the project's cash flows. From an investor's perspective, tax motives might favour earning returns via a *capital gain* (sometimes attracting a lower tax rate) versus fully-taxed interest income. Another benefit is that there is no *reinvestment risk*. It is noteworthy that financial reporting under most accounting standards, invoking the *substance over form* principle, will ignore the timing aspects of zero-coupon securities and accrue financing costs on a periodic basis at the market financing cost at issuance. In effect, accrual accounting for interest expense will portray a zero-coupon security as a conventional financing instrument that pays its financing costs regularly. The cash flow statement then brings the transaction "full circle". The *indirect method* of calculating *cash flow from operations* adds back the non-cash interest accrual to the net profit figure. We can then see how a zero coupon security completely shifts fi-

nancing costs from "operating activity" cash flows to "financing activity" cash flows. See also *Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities*.

Zombie Bond (slang) • **Obligacja zombie** (slang) • A reference to a highly speculative bond whose issuer is somewhere in the nether world between the living (i.e. a going concern) and the dead (i.e. an insolvent). Such distress debt will be traded at a deep discount and may offer upside potential if the business can succeed in executing a corporate *turnaround*.



Finanse w obrazach



Finanse znajdują swój wyraz w umowach zawartych z poszanowanim zasad prawa. Tak więc namacalny dowód większości operacji finansowych uzyskuje się, „rzucając sprawę na papier". Dokumenty oraz system prawny, które nadają im znaczenie i moc sprawczą, są nierozerwalnie związane z zapewnieniem transakcjom finansowym ważnego elementu – zaufania:

„Rozejrzyjcie się wokół: wszystko, co posiadacie i co ma wartość ekonomiczną – tytuł własności domu i samochodu, hipoteka, rachunki, akcje, kontrakty, patenty, długi innych osób (z instrumentami pochodnymi włącznie) – jest **udokumentowane na papierze**. Możecie posiadać, przekazywać, oceniać i potwierdzać wartość takich aktywów tylko za pomocą dokumentów prawnie uwierzytelnionych przez ogólny system zasad, procedur i standardów. Zapewnienie, że związek między tymi dokumentami a każdym z niezależnych aktywów, które reprezentują, nigdy nie zostanie zdeprecjonowany, wymaga ogromnego systemu praw własności. System ten wzbudza zaufanie, które pozwala na przepływ kredytu i kapitału".

Hernando de Soto *Toksyczny papier*
Cyt. za „Newsweek", 2 marca 2009, s. 39

Dokumenty finansowe często jednak wykraczają poza określenie warunków kontraktowych: kto jest winien komu, co i kiedy, itp. Banknoty, obligacje i świadectwa własności akcji mogą być zaprojektowane jako misterne i imponujące wizualnie prace artystyczne. Czasami są równie cenione za wygląd jak za swoje zobowiązania kontraktowe. Rzeczywiście, rzadkie dokumenty mogą być warte znacznie więcej od ich wartości nominalnej. (Patrz hasło „Kolekcjonowanie historycznych papierów wartościowych"). Dlaczego emitenci papierów wartościowych i ich drukarze tradycyjnie zadawali sobie tyle trudu, mając na względzie koszty tworzenia takich ozdobnych kompozycji? Występuje tu kilka powodów. Wrażenia wzrokowe przekazują wyraźną tożsamość i główne przesłanie. Ponieważ rynki kapitałowe opierają się na zaufaniu, emitenci chcą przedstawić pozytywny obraz prestiżu oraz zachowania formalności i legalności. Z perspektywy relacji inwestorskich dokument finansowy może być również nośnikiem reklamującym sprawność handlową emitenta. Bardziej praktycznym celem wreszcie jest zapobieganie fałszerstwom poprzez wykonywanie świadectw trudnych do skopiowania. Wszystkie te motywy mogą sprawić, że dokument finansowy jest piękny. Niezależnie od tego, że jest on interesujący wizualnie, możemy z niego wyczytać fragment historii finansów, co jest rzadkością w dobie dematerializacji. Poniżej przedstawiam wybór ilustracji z różnych źródeł, które zasługują na uwagę ze względu na swoje walory artystyczne, znaczenie historyczne lub związki z Polską. Jestem wdzięczny wszystkim, którzy albo je podarowali, albo wyrazili zgodę na ich zamieszczenie.

Images of Finance

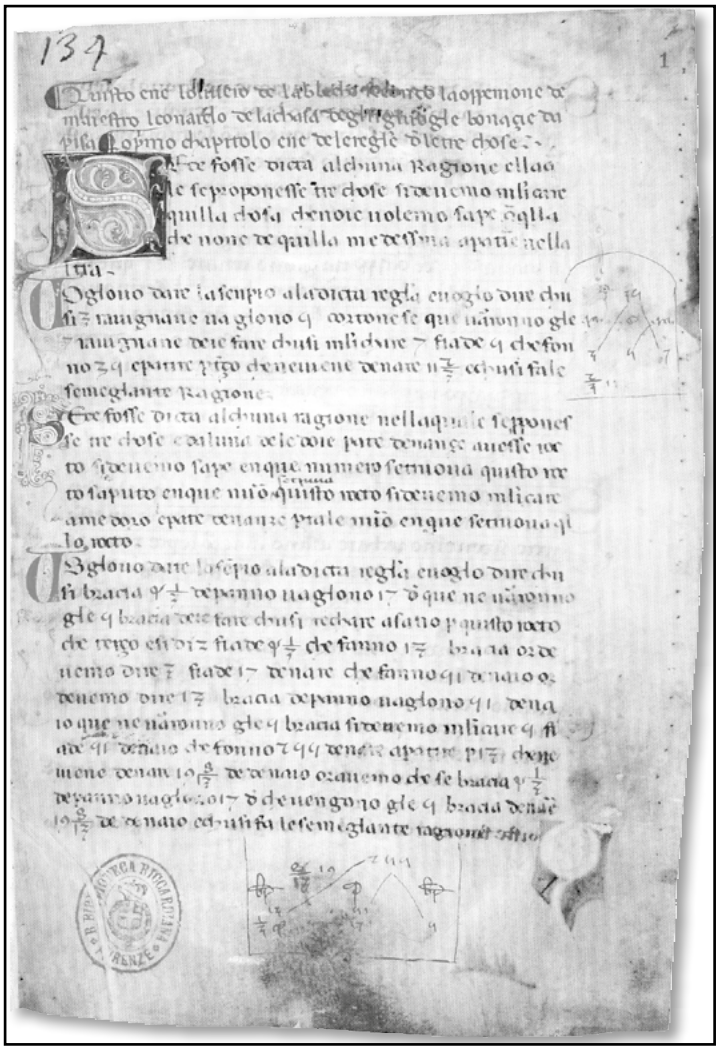


Finance manifests itself through contracted agreements enforced by the exercise of the rule of law. Thus the tangible reality of most financial dealings is achieved by 'setting things down on paper'. Documents, and the system of legal rights that gives them their meaning and enforcement power, are integral to endowing the vital ingredient of trust into financial transactions:

"Look around: everything of economic value that you own – house and car titles, mortgages, checking accounts, stocks, contracts, patents, other people's debts (including derivatives) – is **documented on paper**. You are able to hold, transfer, assess and certify the value of such assets only through documents that have been legally authenticated by a global system of rules, procedures and standards. Ensuring that the relationship between those documents and each of the independent assets they represent is never debased requires a formidable system of legal property rights. That system produces the trust that allows credit and capital to flow."

"Toxic Paper" by Hernando de Soto
quoted from Newsweek, March 2, 2009, p. 39

Yet financial documents often go beyond stipulating a contractual specification of who owes what to whom and when. Banknotes, bonds and share certificates can be, by design, elaborate and visually impressive pieces of artistry. They are sometimes valued for their looks as much as their contractual claim. Indeed, rare documents can be worth far more than their face value (see Compendium entry for "scripophily"). Bearing in mind the costs of creating such ornate displays, why have issuers of securities and their printers traditionally gone to such effort? There are several motives at work. Visual impact conveys distinctive identity and substance. Since capital markets turn on trust and confidence, issuers want to project positive images of formality, prestige and legitimacy. From an investor relations perspective, financial script can also be a vehicle to proudly advertise the issuer's commercial prowess. Finally, a more practical goal was to thwart counterfeiting by making certificates difficult to reproduce. All these motives can make a financial document a thing of beauty. As well as being visually interesting, it can also tell us about the history of finance, a rarity in today's age of dematerialisation (see Compendium). The following is a potpourri of images from various attributed sources that are of interest for their artistic merit, historical significance or connection to Poland. The Author is grateful to those who either contributed them or granted permission for their reproduction.



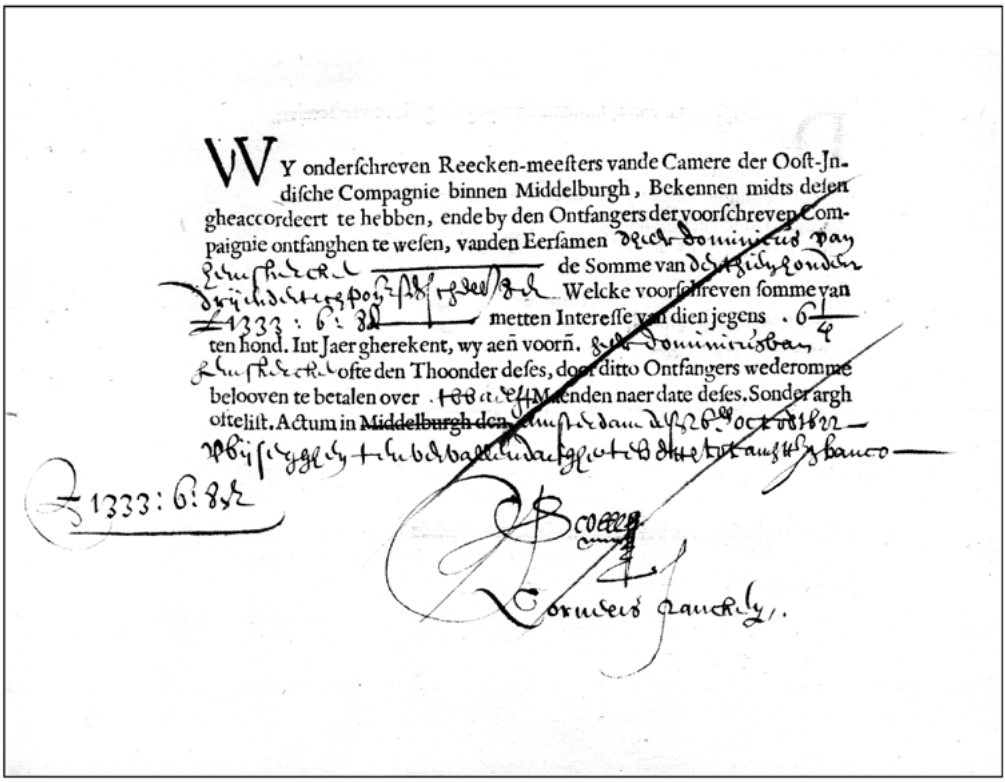
1

Strona z *Liber Abaci*, dzieła włoskiego matematyka Leonarda z Pizy (1170–1240), powszechnie zwanego Fibonacci (znanego głównie z ciągu liczb opisujących wzrost ludności). Fibonacci był pierwszym uczonym, który rozwinął najbardziej podstawowe obliczenia finansowe: wartość bieżącą i rachunek składany. Zajęciu się takimi obliczeniami sprzyjała rewolucja w handlu i finansach zapoczątkowana we włoskich miastach-państwach Genui, Florencji i Wenecji. Obok późniejszego wynalezienia podwójnego księgowania przez Pacioliego w 1494, „arytmetyka handlowa", która wypuściła pędy na Półwyspie Apenińskim, stała się podstawą nowoczesnych finansów.

Źródło: The Origins of Value, s. 124.

Pages from the *Liber Abaci* ("Abacas Book") by the Italian mathematician Leonardo of Pisa (1170–1240), commonly called Fibonacci (best known for his number sequence describing population growth). Fibonacci was the first scholar to develop that most essential of all financial calculations: present value and compounding. Such reckoning was stimulated by a revolution in trade and commerce fomenting in the Italian city states of Genoa, Florence and Venice. Along with the invention of double entry bookkeeping by Pacioli that followed in 1494, the 'commercial arithmetic' sprouting from the Italian peninsula would be the roots of modern-day finance.

Source: The Origins of Value, p 124.



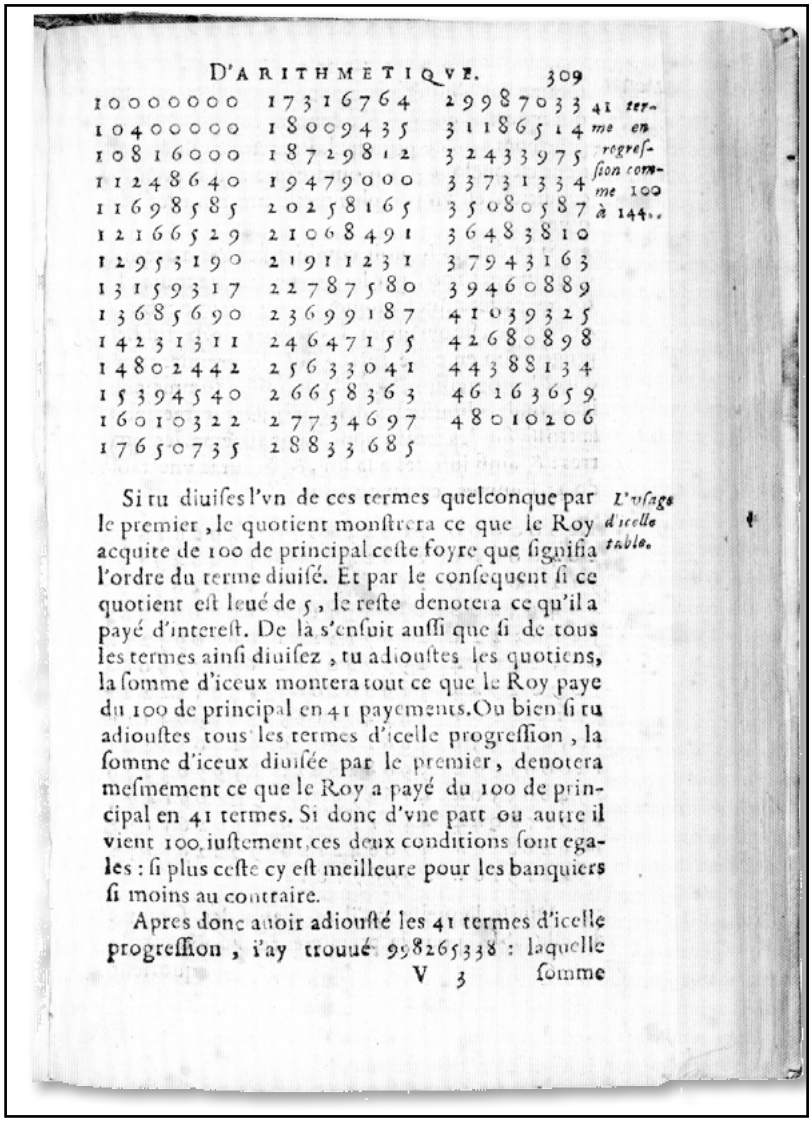
WY onderſchreven Reecken-meeſters vande Camere der Ooſt-Jndiſche Compagnie binnen Middelburgh, Bekennen midts deſen gheaccordeert te hebben, ende by den Ontfangers dervoorſchreven Compaignie ontfanghen te weſen, vanden Eerſamen [illegible] de Somme van [illegible] Welcke voorſchreven ſomme van £1333 : 6 : 8 metten Intereſſe van dien jegens . 6 1/4 ten hond. Int Jaer gherekent, wy aeñ voorñ. [illegible] ofte den Thoonder deſes, door ditto Ontfangers wederomme belooven te betalen over [illegible] Maenden naer date deſes. Sonder argh ofteliſt. Actum in Middelburgh den [illegible]

£1333 : 6 : 8

2

Obligacja Holenderskiej Kompanii Wschodnioindyjskiej wyemitowana w 1622 r. i wykupiona w 1629 r. Spółka została utworzona w 1602 r. do rozwijania zasobów i możliwości handlowych z dzisiejszą Indonezją. Linia przeprowadzona przez tekst wskazuje, że obligacja została w całości spłacona i dług umorzony. To jeden z wcześniejszych przykładów zobowiązania podmiotu handlowego w odróżnieniu od osób prywatnych lub rządów.
Źródło: The Origins of Value, s. 170.

Dutch East India Company bond issued in 1622 and redeemed in 1629. The company was formed in 1602 to exploit resources and trading opportunities in what is now today's Indonesia. The line through the text indicates that the bond was fully repaid and the debt cancelled. It is one of the earliest examples of an obligation from a corporate entity as opposed to an individual or a government.
Source: The Origins of Value, p. 170.



D'ARITHMETIQVE. 309

10000000	17316764	29987033
10400000	18009435	31186514
10816000	18729812	32433975
11248640	19479000	33731334
11698585	20258165	35080587
12166529	21068491	36483810
12953190	21911231	37943163
13159317	22787580	39460889
13685690	23699187	41039325
14231311	24647155	42680898
14802442	25633041	44388134
15394540	26658363	46163659
16010322	27734697	48010206
17650735	28833685	

41 terme en progression comme 100 à 144.

Si tu diuises l'vn de ces termes quelconque par le premier, le quotient monstrera ce que le Roy acquite de 100 de principal ceste foyre que signifia l'ordre du terme diuisé. Et par le consequent si ce quotient est leué de 5, le reste denotera ce qu'il a payé d'interest. De là s'ensuit aussi que si de tous les termes ainsi diuisez, tu adioustes les quotiens, la somme d'iceux montera tout ce que le Roy paye du 100 de principal en 41 payements. Ou bien si tu adioustes tous les termes d'icelle progression, la somme d'iceux diuisée par le premier, denotera mesmement ce que le Roy a payé du 100 de principal en 41 termes. Si donc d'vne part ou autre il vient 100, iustement, ces deux conditions sont egales : si plus ceste cy est meilleure pour les banquiers si moins au contraire.

L'vsage d'icelle table.

Apres donc auoir adiousté les 41 termes d'icelle progression, i'ay trouué 998265338 : laquelle

V 3 somme

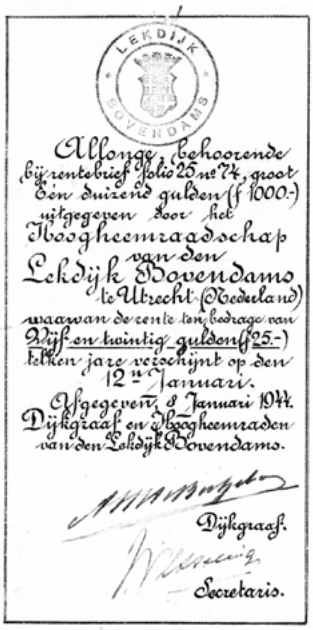
3

Tablica procentu składanego z drugiego wydania *L'Arithmetique* z 1637 r. autorstwa Jeana Trenchanta, mieszkańca francuskiego Lyonu. Książka idzie w ślady pionierskich prac Fibonacciego (patrz karta 1) i była częścią rozpowszechniania się edukacji biznesowej w Europie w dobie renesansu. Nawet przed XVI w. stosowano w Europie analizę wartości bieżącej dla zrozumienia powolnego, ale stałego wzrostu, jaki cechował postęp ekonomiczny.

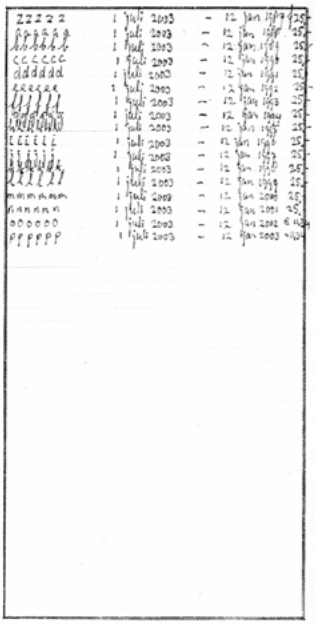
Źródło: The Origins of Value, s. 141.

A table of compound interest from a 1637 second edition of *L'Arithmetique* written by Jean Trenchant, a citizen of the French city of Lyons. The book followed in the footsteps of Fibonacci's pioneering work (see #1) and was part of the general propagation of business education in Renaissance Europe. Even by the 16th century, present value analysis was being used in Europe to understand the slow but steady growth that characterised economic progress.

Source: The Origins of Value, p 141.



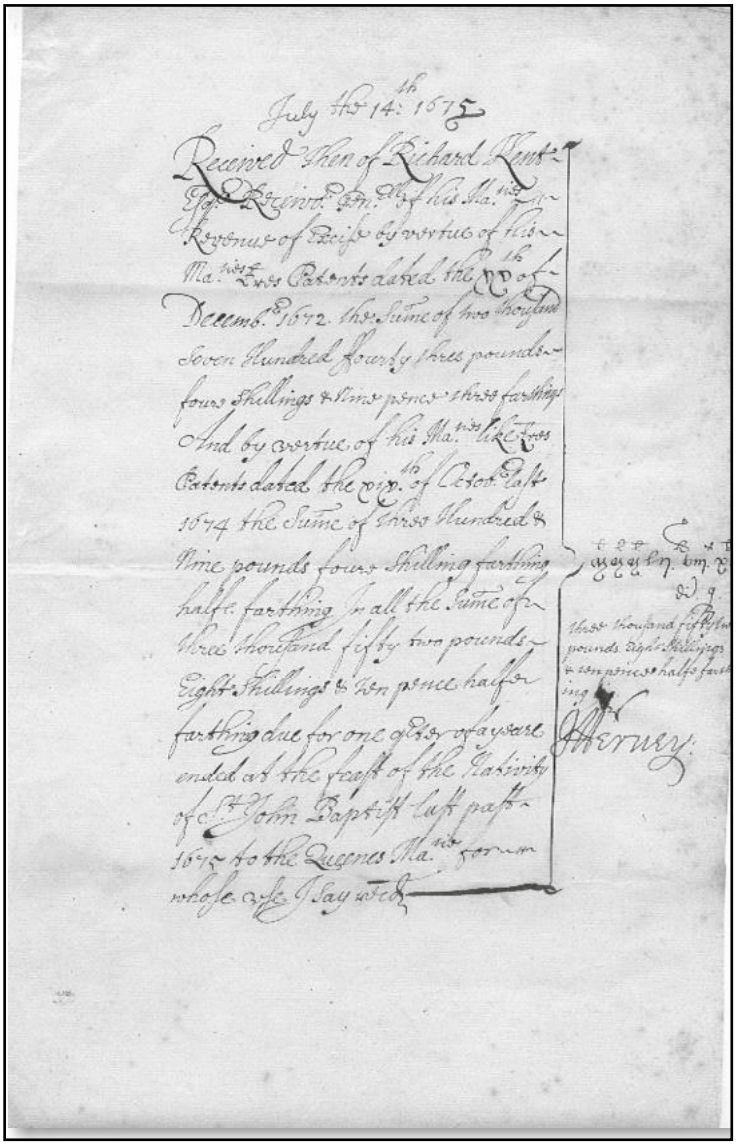




4

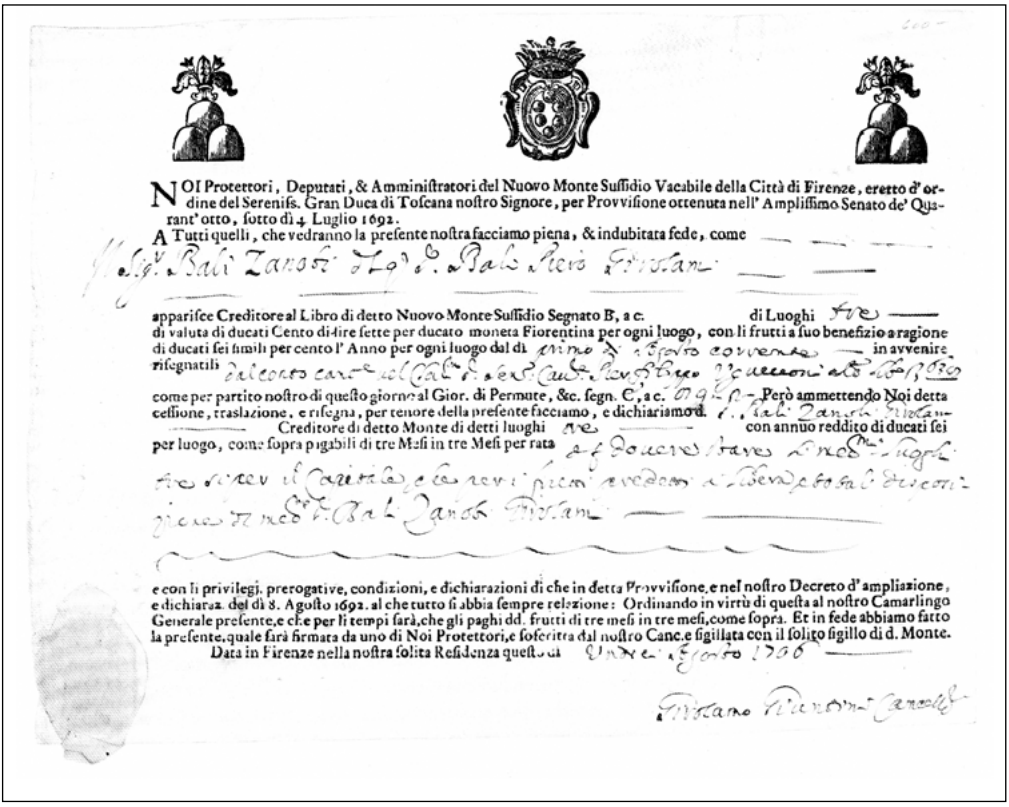
Jedna z najstarszych istniejących obligacji wieczystych, holenderska obligacja na okaziciela wyemitowana w 1648 r. Ten papier dłużny był wyemitowany przez „urząd wodny", instytucję ponadrządową inwestującą w zabezpieczenia przed powodzią, która przekraczała granice państw. Odsetki mają być płacone wiecznie i każda wypłata jest na niej odnotowywana, stanowiąc dowód zapłaty. Z czasem brakowało miejsca na odnotowanie kolejnych płatności i od 1944 r. trzeba było dodać „przedłużek" (tj. kartkę dołączoną do dokumentu).
Źródło: The Origins of Value, s. 180.

One of the oldest surviving perpetuities, a Dutch bond in bearer form issued in 1648. The debt was issued by a "water board", a supra-government body investing in flood control that transcended national borders. The interest is to be paid forever and is recorded on the bond as evidence of payment. Over time, space for payments was exhausted and had to be extended by an "allonge" (i.e. a paper annexed to a legal document to accommodate more entries) since 1944.
Source: The Origins of Value, p. 180.



Ozdobny ręcznie pisany angielski kwit skarbowy z 1675 r. podpisany przez Johna Herveya (1616–1679), skarbnika królowej Katarzyny z Braganzy. Wystawiony dla Richarda Kenta, „Poborcy Generalnego JKM Dochodów Akcyzy...", będący pokwitowaniem na sumę 3052 funtów szterlingów 8 szylingów 10¾ pensów „należnych za jeden kw. roku kończącego się w dniu święta narodzin św. Jana Chrzciciela ostatniego zeszłego..."
Podziękowania dla pana Clive'a Farahara oraz pani Sophie Dupré (www.farahardupre.co.uk).

An ornate hand-written English exchequer receipt dated 1675 signed by John Hervey (1616-1679), treasurer to the Queen Catherine of Braganza. Addressed to one Richard Kent, "Receiver Genl of His Maties Revenue of Excise ..." being a receipt for the sum of £3,052 8s 10¾d "due for one qtr of a yeare ended at the feast of the Nativity of St John Baptist last past..."
Thanks to Mr Clive Farahar and Ms. Sophie Dupré (www.farahardupre.co.uk).



NOI Protettori, Deputati, & Amministratori del Nuovo Monte Suſſidio Vacabile della Città di Firenze, eretto d' ordine del Sereniſs. Gran Duca di Toſcana noſtro Signore, per Provviſione ottenuta nell' Ampliſſimo Senato de' Quarant' otto, ſotto dì 4 Luglio 1692.

A Tutti quelli, che vedranno la preſente noſtra facciamo piena, & indubitata fede, come

apparisce Creditore al Libro di detto Nuovo Monte Suſſidio Segnato B, a c. di Luoghi

di valuta di ducati Cento di dire ſette per ducato moneta Fiorentina per ogni luogo, con li frutti a ſuo benefizio a ragione di ducati ſei ſimili per cento l' Anno per ogni luogo dal dì in avvenire, riſegnatili

come per partito noſtro di queſto giorno al Gior. di Permute, &c. ſegn. C, a c. Però ammettendo Noi detta ceſſione, traslazione, e riſegna, per tenore della preſente facciamo, e dichiariamo d. Creditore di detto Monte di detti luoghi con annuo reddito di ducati ſei per luogo, come ſopra pigabili di tre Meſi in tre Meſi per rata

e con li privilegi, prerogative, condizioni, e dichiarazioni di che in detta Provviſione, e nel noſtro Decreto d' ampliazione, e dichiara. del dì 8. Agoſto 1692. al che tutto ſi abbia ſempre relazione: Ordinando in virtù di queſta al noſtro Camarlingo Generale preſente, e che per li tempi ſarà, che gli paghi dd. frutti di tre meſi in tre meſi, come ſopra. Et in fede abbiamo fatto la preſente, quale ſarà firmata da uno di Noi Protettori, e ſoſcritta dal noſtro Canc. e ſigillata con il ſolito ſigillo di d. Monte.

Data in Firenze nella noſtra ſolita Reſidenza queſto dì

6

Florentyńska renta dożywotnia z 1706 r. pozwalająca inwestorowi otrzymywać 6% odsetek do śmierci. Instrument ten zaspokajał potrzeby rządzących w zakresie kapitału na sfinansowanie „okresowych" wydatków, takich jak wojny lub roboty publiczne, które nie mogły być stale finansowane z podatków. Renty odpowiadały też osobistym potrzebom obywateli, jak zapewnienie bezpieczeństwa finansowego na starość. Przez przeszło 300 lat renty były jednym z najbardziej powszechnie stosowanych instrumentów finansów publicznych. Problem, jak wyceniać takie kontrakty, pobudzał poważne poszukiwania statystyczne i matematyczne.

Źródło: The Origins of Value, p. 151.

Florentine life annuity of 1706 allowing the investor to receive an interest payment of 6% until their death. The instrument matched the needs of governments in need of capital to finance "temporary" expenditures such as wars and public works not amenable to permanent financing by tax revenues. Annuities also matched the personal needs of citizens such as providing for their financial security in old age. For a period of over 300 years, annuities were one of the most commonly used public finance tools. The conceptual problem of how to price such a contract stimulated considerable statistical and mathematical enquiry.

Source: The Origins of Value, p. 151.



„Anglicy jak zawsze znajdowali przyjemność w głupocie i kaprysach Francuzów". Angielska karykatura z 1720 r. drwiąca z „upadku Mississippi Company", jednej z najwcześniejszych w świecie finansowych baniek spekulacyjnych. Jak na ironię, Francuzi zostali nabrani przez Szkota Johna Lawa (patrz karta 8), którego „lewitacja powiernicza" przekonała winnych sobie inwestorów, że Zachód Ameryki, wówczas terytorium francuskie, ma nieprzebrane bogactwa. Brytyjczycy wzięli przykład z doświadczeń Francuzów i zafundowali sobie własną bańkę spekulacyjną dotyczącą Kompanii Morza Południowego, ale nauczyli się, poprzez umiarkowane i zdyscyplinowane zastosowanie, jak wprowadzić w życie pomysły bankowe Lawa. Natomiast Francuzom, słowami kronikarza, zabrakło umiaru i nabawili się urazu do finansów na wiele lat.
Źródło: J.K. Galbraith, The Age of Uncertainty (Wiek niepewności, 1977), s. 173.

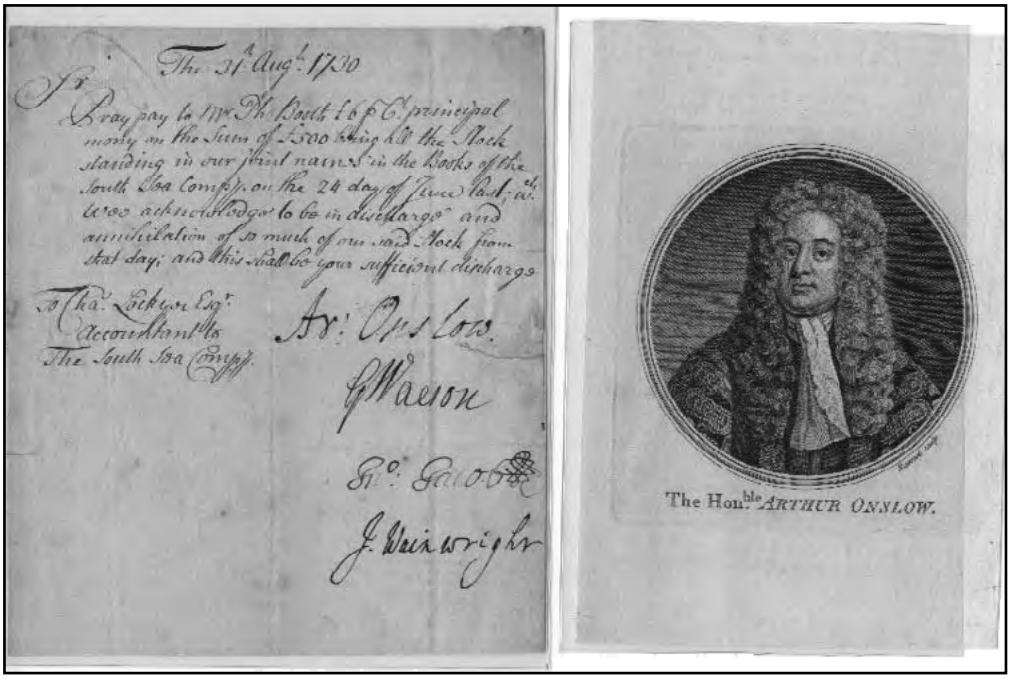
"The English, as always, found pleasure in the foolishness and caprice of the French". A 1720 English cartoon mocking the "Downfall of the Mississippi Company" one of the world's earliest financial bubbles. Ironically, the French were duped by a Scotsman, John Law (see #8) whose "fiduciary levitation" managed to convince culpable investors that there were untold riches in the American West, then a French territory. Meanwhile, the British imitated the French experience with their own bubble involving the South Sea Company but learned, with a moderate and disciplined application, to make Law's banking ideas work. The French, however, in the words of a chronicler, lacked restraint and would be traumatized against finance for years.
Source: The Age of Uncertainty by J.K. Galbraith (1977), p. 173.



8

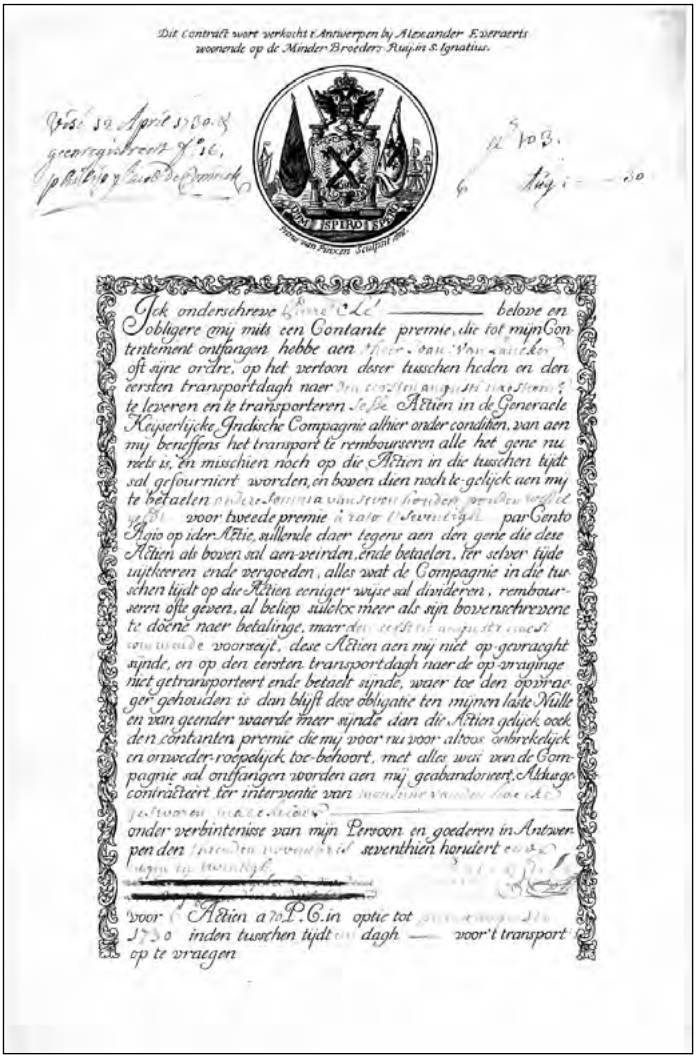
Holenderska grawiura porównująca szkockiego finansistę Johna Lawa do diabelskiego Don Kichota, zawsze szarmanckiego, ale niepraktycznego. Ta złośliwa karykatura to tylko jeden z przykładów krążących po Europie po tym, jak czczony geniusz finansowy musiał ratować życie ucieczką w 1720 r. Zależnie od tego, z jakiej perspektywy się patrzy, Law był albo finansowym innowatorem, albo oszustem. Jego pomysł był całkiem uzasadniony: obrót papierowym pieniądzem i akcjami mógł przełamać zależność od nieprzewidywalnych dostaw złotego kruszcu i stymulować realną działalność gospodarczą oraz tworzyć dobrobyt pod warunkiem prawidłowego zarządzania. Przez pewien czas to funkcjonowało, dopóki nadmiar płynności i gorączka spekulacyjna nie wytrąciły całego systemu z równowagi. Spadek zaufania wywrócił ten domek z kart. Law był pierwszym z wielu promotorów „systemów monetarnych", tj. sprytnej alchemii finansowej obiecującej nagrody zbyt piękne, by mogły być prawdziwe. Finanse udowadniają, że „co za dużo, to niezdrowo".
Źródło: The Origins of Value, s. 237.

A Dutch engraving comparing the Scots financier John Law to a bedevilled Don Quixote, ever chivalrous but always impractical. The vicious caricature and lampooning was one of many circulating throughout Europe after the once revered financial genius had to flee for his life in 1720. Law was either a financial innovator or swindler depending upon one's perspective. His core idea was entirely legitimate: the circulation of paper money and shares could break dependence on fickle supplies of gold specie and could, if properly managed, stimulate real economic activity thereby creating prosperity. For a while it worked until excess liquidity and speculative frenzy put everything out of balance. A collapse of confidence brought down a house of cards. Law was the first of many promoters of "monetary schemes" – some clever financial alchemy promising too good to be true rewards. Finance proves that there can be 'too much of a good thing'.
Source: The Origins of Value, p. 237.



Zlecenie wykupu akcji Kompanii Morza Południowego podpisane w 1739 r. przez Arthura Onslowa (1691–1768) i admirała Sir George'a Waltona (1665–1739) do pana Charlesa Lockyera, księgowego Kompanii Morza Południowego z prośbą o wypłacenie "Ph. Booth 6 funtów szterlingów kapitału z sumy 500 funtów szterlingów stanowiącej cały kapitał wystawiony wspólnie na nasze nazwiska (...) co jest potwierdzone jako (...) umorzenie takiej części naszego rzeczonego kapitału". Kompania Morza Północnego okazała się w końcu bańką spekulacyjną (hasło z *Kompendium*). Tak więc ten inwestor miał szczęście odzyskać swoje pieniądze. Większości się to nie udało.
Podziękowania dla pana Clive'a Farahara i pani Sophie Dupré (www.farahardupre.co.uk).

South Sea Company Redemption signed in 1730 by Arthur Onslow (1691–1768) and Admiral Sir George Walton (1665–1739) to Mr Charles Lockyer, Accountant to the South Sea Company, praying him to pay "Ph. Booth £6 p. Ct principal mony on the Sum of £500 being all the Stock standing in our joint names ... which were acknowledged to be in ... annihilation of so much of our said Stock". The South Sea Company would ultimately prove to be a bubble (a Compendium word) so this investor was lucky to get his money back. Most did not.
Thanks to Mr Clive Farahar and Ms. Sophie Dupré (www.farahardupre.co.uk).



Dit Contract wort verkocht t'Antwerpen by Alexander Everaerts
woonende op de Minder Broeders Ruij in S. Ignatius.

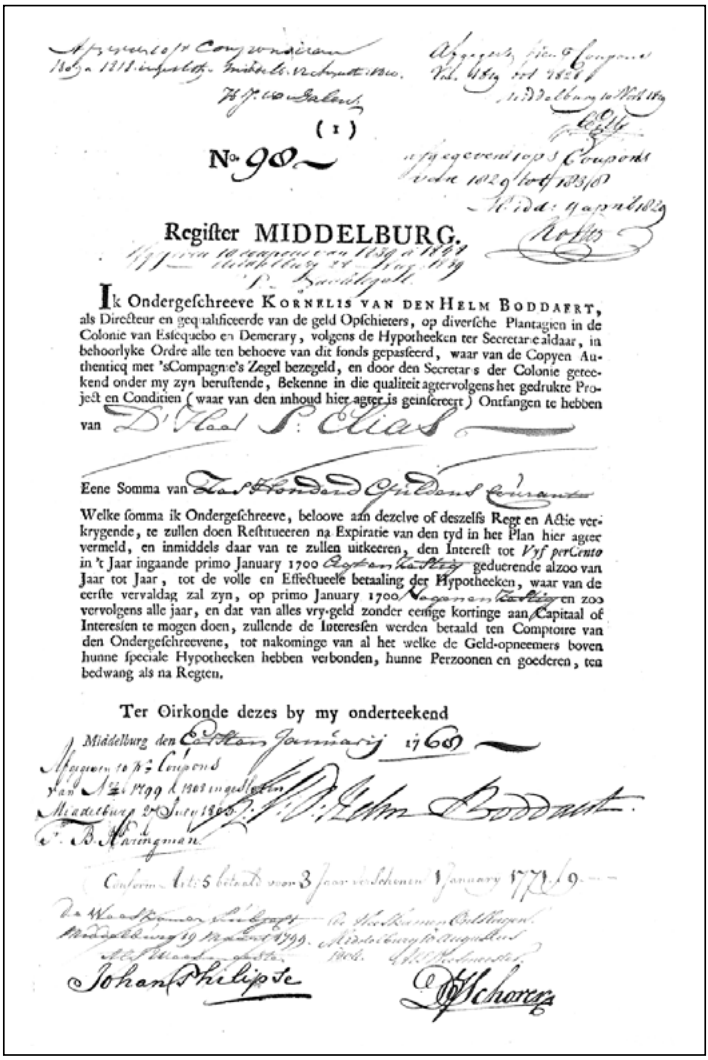
Ick onderschreve ——— belove en
obligere mij mits een Contante premie, die tot mijn Con-
tentement ontfangen hebbe aen
oft sijne ordre, op het vertoon deser tusschen heden en den
eersten transportdagh naer
te leveren en te transporteren Actien in de Generaele
Keijserlijcke Jndische Compagnie alhier onder condition, van aen
mij beneffens het transport te rembourseren alle het gene nu
reets is, en misschien noch op die Actien in die tusschen tijdt
sal gefourniert worden, en boven dien noch te-gelijck aen mij
te betaelen
voor tweede premie par Cento
Agio op ider Actie, sullende daer tegens aen den gene die dese
Actien als boven sal aen-veirden, ende betaelen, ter selver tijde
uijtkeeren ende vergoeden, alles wat de Compagnie in die tus-
schen tijdt op die Actien eeniger wijse sal divideren, rembour-
seren ofte geven, al beliep sulckx meer als sijn bovenschrevene
te doene naer betalinge, maer
voorseijt, dese Actien aen mij niet op-gevraeght
sijnde, en op den eersten transportdagh naer de op-vraginge
niet getransporteert ende betaelt sijnde, waer toe den opvrae-
ger gehouden is dan blijft dese obligatie ten mijnen laste Nulle
en van geender waerde meer sijnde dan die Actien gelijck oock
den contanten premie die mij voor nu voor altoos onbrekelijck
en onweder-roepelijck toe-behoort, met alles wat van de Com-
pagnie sal ontfangen worden aen mij geabandoneert. Aldus ge-
contracteert ter interventie van
onder verbintenisse van mijn Persoon en goederen in Antwer-
pen den seventhien hondert
voor Actien a 70 P.C. in optie tot
1730 inden tusschen tijdt dagh — voor't transport
op te vraegen

Opcja z 1730 r. na akcje holenderskiej spółki zaangażowanej w handel z Azją. Kontrakt ma wszelkie cechy nowoczesnej opcji na akcje, tj. obietnicę dostarczenia i sprzedania określonej liczby akcji po określonej cenie w określonym czasie. Amsterdam był kolebką historycznej ewolucji rynku instrumentów pochodnych. Ze względu na silny rynek akcji holenderskich kompanii wschodnio- i zachodnioindyjskiej, handel spekulacyjny w sposób naturalny ewoluował w kierunku rynku opcji ze standardowymi drukowanymi kontraktami i ustalonymi regułami. Kiedy holenderska dynastia orańska objęła tron brytyjski, holenderski zmysł finansowy wkrótce emigrował do Londynu z trwałymi konsekwencjami.

Źródło: The Origins of Value, s. 203.

An option dated 1730 for shares of a Dutch company engaged in the Asian trade. The contract has all the features of a modern-day stock option: the promise to deliver and sell a specified amount of stock at a specified price within a specified time period. Amsterdam was the cradle of birth in the historical evolution of derivative markets. Because of robust markets for shares in the Dutch East and West India companies, speculative trading naturally evolved into an option market with standard printed contracts and set rules. When the Dutch House of Orange took over the throne of Britain, Dutch financial savvy soon migrated to London with enduring consequences.

Source: The Origins of Value, p. 203.



Register MIDDELBURG.

Ik Ondergeschreeve KORNELIS VAN DEN HELM BODDAERT, als Directeur en gequalificeerde van de geld Opschieters, op diverse Plantagien in de Colonie van Essequebo en Demerary, volgens de Hypotheeken ter Secretarie aldaar, in behoorlyke Ordre alle ten behoeve van dit fonds gepasseerd, waar van de Copyen Authenticq met 'sCompagnie's Zegel bezegeld, en door den Secretaris der Colonie geteekend onder my zyn berustende, Bekenne in die qualiteit agtervolgens het gedrukte Project en Conditien (waar van den inhoud hier agter is geinsereert) Ontfangen te hebben van

Eene Somma van

Welke somma ik Ondergeschreeve, beloove aan dezelve of deszelfs Regt en Actie verkrygende, te zullen doen Reststueeren na Expiratie van den tyd in het Plan hier agter vermeld, en inmiddels daar van te zullen uitkeeren, den Interest tot *Vyf per Cento* in 't Jaar ingaande primo January 1700 geduerende alzoo van Jaar tot Jaar, tot de volle en Effectueele betaaling der Hypotheeken, waar van de eerste vervaldag zal zyn, op primo January 1700 en zoo vervolgens alle jaar, en dat van alles vry-geld zonder eenige korringe aan Capitaal of Interesten te mogen doen, zullende de Interesten werden betaald ten Comptoire van den Ondergeschreevene, tot nakominge van al het welke de Geld-opneemers boven hunne speciale Hypotheeken hebben verbonden, hunne Perzoonen en goederen, ten bedwang als na Regten.

Ter Oirkonde dezes by my onderteekend

Middelburg den

Hipoteczny list zastawny wyemitowany w 1768 r. przez plantację w Indiach Zachodnich dla grupy inwestorów holenderskich. Był zabezpieczony nieruchomościami na terenie dzisiejszej Gujany w Ameryce Południowej. Jako zabezpieczenie długu kwalifikowało się do 5/8 ocenianej wartości plantacji i wyposażenia. List zawiera wiele przykładów klauzul zabezpieczających prawa wierzycieli, w tym wymóg okresowej powtórnej wyceny nieruchomości i obowiązek ubezpieczenia produkcji przeznaczonej do wysyłki.

Źródło: The Origins of Value, s. 256.

Mortgage bond issued in 1768 by a plantation in the West Indies to a group of Dutch investors. It was secured by properties in what is today's Guyana in South America. Up to 5/8ths of the appraised value of the plantation and its equipment would qualify as security for the debt. The bond contains several examples of covenants designed to protect creditor rights including the requirement for periodic property value reappraisal and the obligation for outbound produce to be insured.

Source: The Origins of Value, p 256.


No. [redacted] 1255

STATE of MASSACHUSETTS-BAY.

The FIRST Day of JANUARY, A. D. 1780.

IN Behalf of the State of Massachusetts-Bay, I the Subscriber do hereby promise and oblige Myself and Successors to the Office of TREASURER of said STATE, to pay unto Elisha Curtis ——— or to his Order, the SUM of Two hundred fifty five pounds, ——— on or before the FIRST Day of MARCH, in the Year of our Lord One Thousand Seven Hundred and Eighty three with Interest at Six per Cent. per Annum: Both Principal and Interest to be paid in the then current Money of said STATE, in a greater or less SUM, according as Five Bushels of CORN, Sixty-eight Pounds and four-seventh Parts of a Pound of BEEF, Ten Pounds of SHEEPS WOOL, and Sixteen Pounds of SOLE LEATHER shall then cost, more or less than One Hundred and Thirty Pounds current Money, at the then current Prices of said ARTICLES.—This SUM being THIRTY-TWO TIMES AND AN HALF what the same Quantities of the same Articles would cost at the Prices affixed to them in a LAW of this STATE made in the Year of our Lord One Thousand Seven Hundred and Seventy-seven, intitled, "An Act to prevent Monopoly and Oppression." The current Prices of said Articles, and the consequent Value of every Pound of the SUM herein promised, to be determined agreeable to a LAW of this STATE, intitled, "AN ACT to provide for the Security and Payment of the Balances that may appear to be due by Virtue of a Resolution of the GENERAL ASSEMBLY of the Sixth of February One Thousand Seven Hundred and Seventy-nine, to this STATE's Quota of the CONTINENTAL ARMY, agreeable to the Recommendation of CONGRESS, and for Supplying the TREASURY with a SUM of Money for that Purpose."

Witness my Hand

Committee

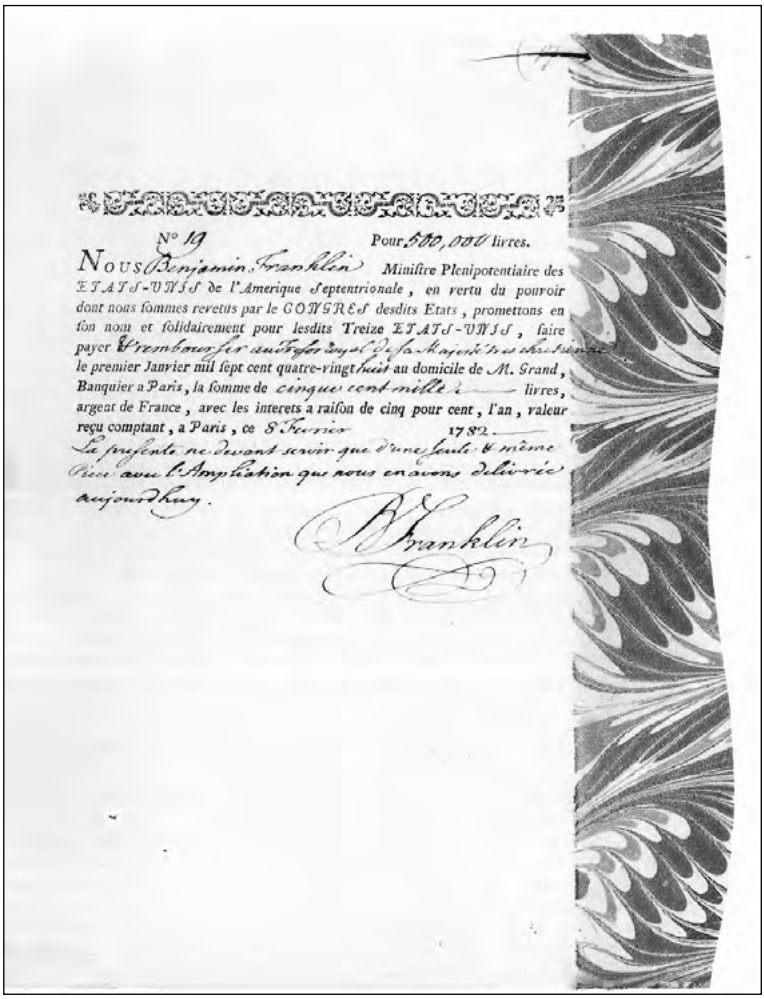
Treasurer

Jedna z pierwszych obligacji indeksowanych (do inflacji) wyemitowana przez prowincję Massachusetts Bay w 1780 r. Przy wykupie obligacja przynosiła odsetki i kapitał podstawowy przeliczony według siły nabywczej określonej ilości takich towarów jak kukurydza, wołowina, wełna owcza. Obligacja była nie tyle innowacją finansową, ile raczej instrumentem budowania narodu. W czasie wojny o niepodległość stany amerykańskie stanęły wobec poważnego problemu: żołnierze mogą stracić zapał do walki, jeśli będą dotknięci szalejącą w tym czasie inflacją.

Źródło: The Origins of Value, s. 242.

One of the first ever inflation-indexed bonds issued by the State of Massachusetts Bay in 1780. The bond repaid interest and principal in terms of purchasing power needed to buy specified amounts of commodities such as corn, beef, sheep's wool, etc. The bond was not just a financial innovation but rather an instrument of nation-building. In the midst of the War of Independence, the American states faced a serious problem: soldiers might lose their zeal to fight if they suffered from the rampant inflation of the time.

Source: The Origins of Value, p. 242.



N° 19 Pour 500,000 livres.

NOUS Benjamin Franklin Ministre Plenipotentiaire des ETATS-UNIS de l'Amerique Septentrionale, en vertu du pouvoir dont nous sommes revetus par le CONGRES desdits Etats, promettons en son nom et solidairement pour lesdits Treize ETATS-UNIS, faire payer Ses Tresoriers aux Ordres de Sa Majesté Très Chrétienne le premier Janvier mil sept cent quatre-vingt huit au domicile de M. Grand, Banquier a Paris, la somme de cinq cent mille ℔ livres, argent de France, avec les interets a raison de cinq pour cent, l'an, valeur reçu comptant, a Paris, ce 8 Fevrier 1782.

La presente ne devant servir que d'une seule & même Piece avec l'Ampliation que nous en avons delivrée aujourd'hui.

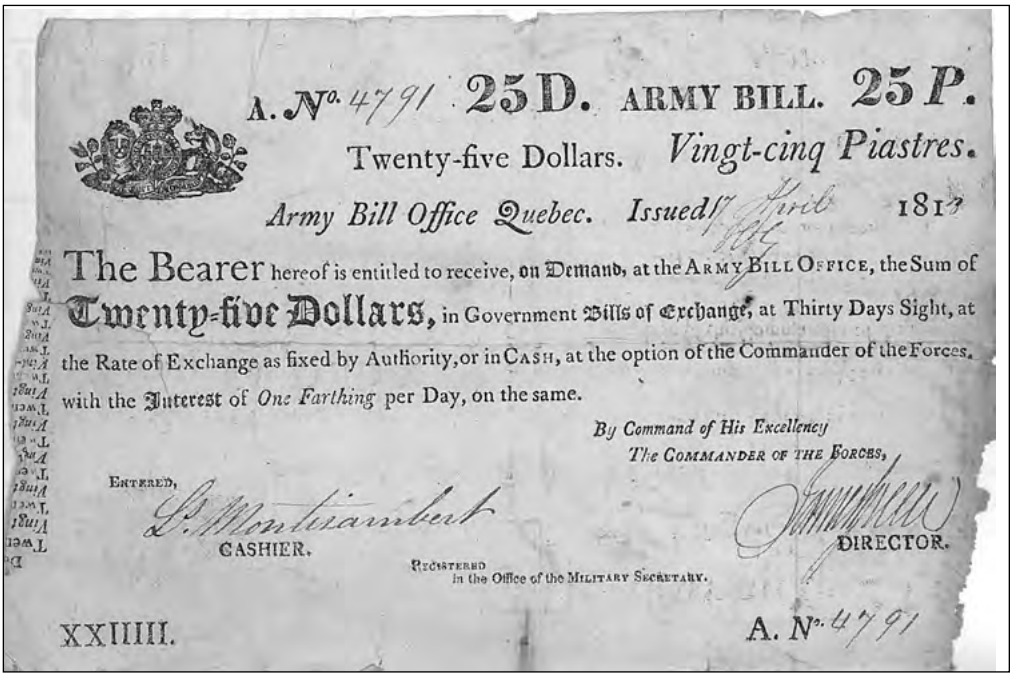
B Franklin

Elegancki skrypt dłużny wobec Francji na sfinansowanie amerykańskiej rewolucji podpisany przez Benjamina Franklina w 1782 r. Francuskie wsparcie dla Amerykanów walczących z Brytyjczykami („wróg naszego wroga jest naszym przyjacielem") było niezmiernie ważne dla sprawy rewolucji, pozwalając Amerykanom zaopatrywać się w materiały wojenne za granicą. Franklin jako amerykański minister we Francji miał siedzibę w Paryżu i wykorzystał swoje umiejętności drukarskie i talent dramatyczny do stworzenia artystycznego i niemożliwego do sfałszowania dokumentu. Skrypt używa artystycznego chirografu jako techniki uwierzytelniania (patrz obligacja Kanału Sueskiego, karta 24) na marmurkowych krawędziach. Jak na ironię, specjalny papier skryptu można było dostać tylko w Londynie i musiał być przemycany do Francji z kraju przeciwnika rebeliantów.

Źródło: The Origins of Value, s. 292.

An elegant promissory note for American Revolutionary War debt to France signed by Benjamin Franklin in 1782. French support for the Americans against the British ("An enemy of our enemy is our friend") was incalculably valuable to the revolutionary cause by allowing the Americans to procure war material from overseas. Franklin, America's minister to France, was based in Paris and used his printing skills and flair for the dramatic to create a very artful and impossible-to-forge document. The note employs an artful 'chirograph' authentication technique (see Suez Canal bond #24) on its marbled edging. Ironically, the note's special paper could only be obtained in London and had to be smuggled into France from the rebel's adversary.

Source: The Origins of Value, p. 292.


A. N°. 4791 25 D. ARMY BILL. 25 P.

Twenty-five Dollars. *Vingt-cinq Piastres.*

Army Bill Office Quebec. Issued 1813

The Bearer hereof is entitled to receive, on Demand, at the ARMY BILL OFFICE, the Sum of **Twenty-five Dollars,** in Government Bills of Exchange, at Thirty Days Sight, at the Rate of Exchange as fixed by Authority, or in CASH, at the option of the Commander of the Forces, with the Interest of *One Farthing* per Day, on the same.

By Command of His Excellency
The COMMANDER OF THE FORCES,

ENTERED, L. Montizambert
CASHIER.

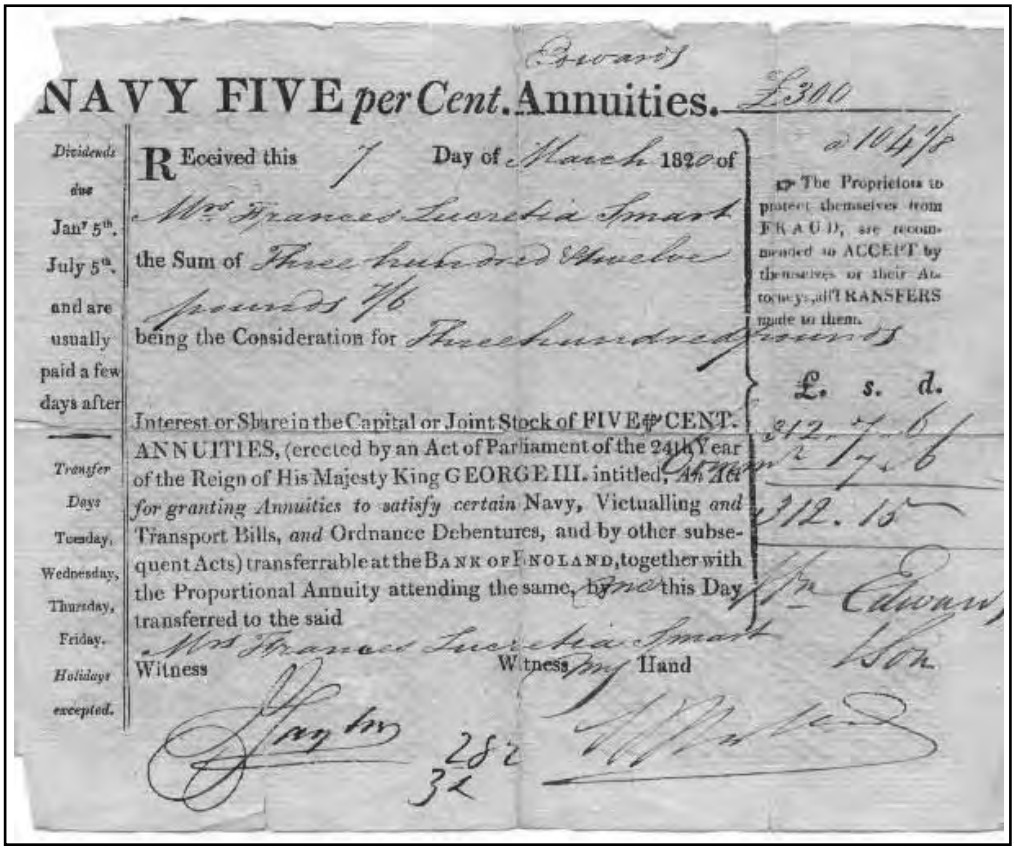
DIRECTOR.

REGISTERED in the Office of the MILITARY SECRETARY.

XXIIII. A. N°. 4791

Bon Armii z 1813 r. Kiedy głównodowodzący brytyjskich wojsk walczących w Amerykanami w wojnie 1812–1814, Sir Isaac Brock potrzebował pieniędzy na zakup zaopatrzenia dla swoich żołnierzy, wydawał bony albo skrypty dłużne na Koronę. Przez pewien czas bony te funkcjonowały w obrocie w Kanadzie jak pieniądze. Kiedy zostały solennie wykupione, wzrosło zaufanie do papierowego pieniądza.
Źródło: A History of the Canadian Dollar, s. 3–4 a obraz banknotu National Currency Collection, Currency Museum, Bank of Canada.

An Army Bill dated 1813. When Sir Isaac Brock, the commander of the British forces fighting the Americans in the 1812–1814 war, needed money to buy provisions for his soldiers, he issued a bill or promissory note against the Crown. For a period of time the bills circulated as money in Canada. When they were faithfully redeemed, trust in paper money was boosted.
Reference: "A History of the Canadian Dollar", pp. 3–4 and banknote image c/o National Currency Collection, Currency Museum, Bank of Canada.



Edwards

NAVY FIVE *per Cent.* Annuities. £300

Dividends due Jany 5th. July 5th. and are usually paid a few days after

Transfer Days Tuesday, Wednesday, Thursday, Friday. *Holidays excepted.*

Received this 7 Day of March 1820 of

Mrs Frances Lucretia Smart

the Sum of Three hundred & twelve pounds 7/6

being the Consideration for Three hundred pounds

Interest or Share in the Capital or Joint Stock of FIVE PER CENT. ANNUITIES, (erected by an Act of Parliament of the 24th Year of the Reign of His Majesty King GEORGE III. intitled, *An Act for granting Annuities to satisfy certain* Navy, Victualling *and* Transport Bills, *and* Ordnance Debentures, and by other subsequent Acts) transferrable at the BANK OF ENGLAND, together with the Proportional Annuity attending the same, ~~by~~ this Day transferred to the said

Mrs Frances Lucretia Smart

Witness Witness my Hand

@ 104 7/8

The Proprietors to protect themselves from FRAUD, are recommended to ACCEPT by themselves or their Attorneys, all TRANSFERS made to them.

£.	s.	d.
312.	7.	6
	7.	6
312.	15	

Edwards

Son

282

32

Pokwitowanie wydane w 1820 r. za zakup renty o nominalnej wartości 300 funtów szterlingów. Annuitet został wyemitowany przez rząd JKM na sfinansowanie „zaopatrzenia w żywność floty, rachunków transportowych oraz kwity dłużne artylerii" (tj. koszty obrony narodowej). Dokument potwierdza otrzymanie gotówki w obecności świadka z klauzulą na wypadek oszustwa.
Podziękowanie dla pana Clive'a Farahara i pani Sophie Dupré (www.farahardupre.co.uk).

Receipt issued in 1820 for the purchase of a £300 nominal value annuity issued by the His Majesty's government to finance "Navy victualling, and Transport Bills and Ordance debentures" (i.e. the costs of national defence). The document acknowledges receipt of cash under witness with a provision against fraud.
Thanks to Mr Clive Farahar and Ms. Sohie Dupre (www.farahardupre.co.uk).

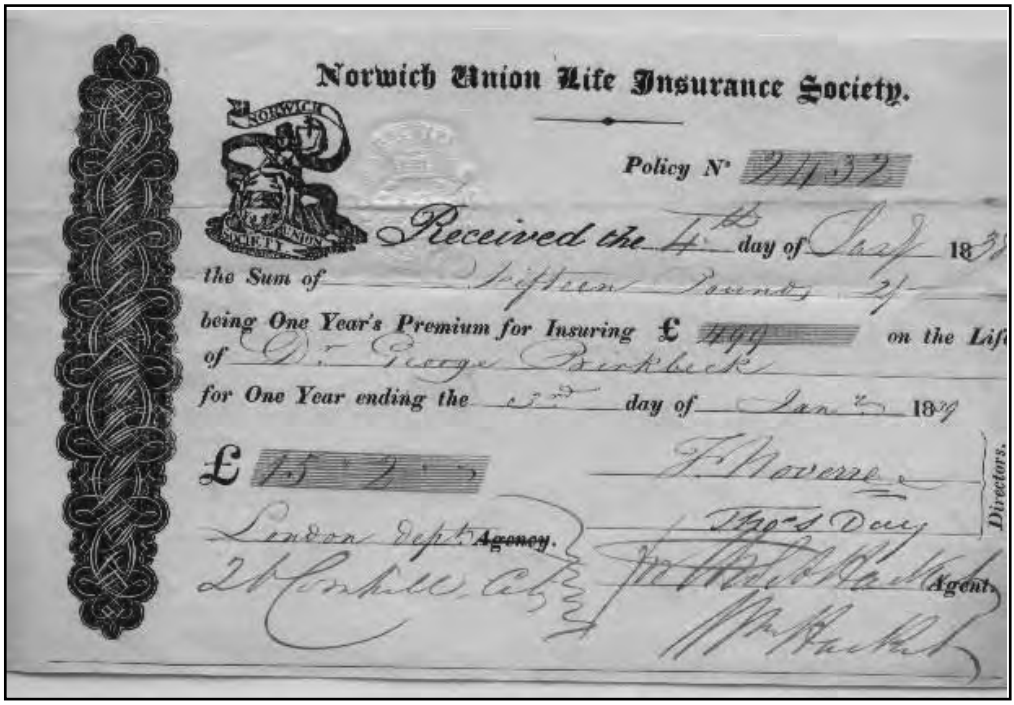


Rosyjska obligacja wieczysta wyemitowana w 1822 r. przez wielkiego bankiera XIX w. Natana Rotszylda, „bankiera Świętego Przymierza". Dom Rotszyldów, prowadząc działalność z Frankfurtu, Paryża i Londynu, był uosobieniem potęgi pieniądza (patrz hasło w *Kompendium*). Według często cytowanych słów niemieckiego myśliciela Heinego: „Pieniądz jest bogiem naszych czasów, a Rotszyld jego prorokiem". Właśnie ta obligacja jest przykładem coraz bardziej globalnego charakteru finansów w XIX w. Bankierzy tacy jak Rotszyld stają się „dyplomatami po cywilnemu", tj. są to mundurowi, ale przebrani w cywilne ubranie. Innowacją Rotszylda było wydanie obligacji wykupywanej albo za funty szterlingi w Londynie, albo za ruble w Petersburgu, co pozwoliło pogodzić poczucie dumy emitenta („pożyczamy tylko w rublach") z dostępem do większych zasobów kapitału w bogatszej Anglii. Od tego czasu kapitaliści zaczęli uniezależniać się od jednego kraju i przepływy kapitałowe mogły przekraczać granice. Inna interesująca cecha: na drugiej stronie obligacji znajduje się pocieszające zapewnienie, że „płatność będzie dokonana zarówno w okresie pokoju, jak i wojny, bez rozróżnienia, czy wierzyciel należy do przyjaznego czy wrogiego narodu". Obietnica ta jest przeciwieństwem odrzucenia spłaty długów przez bolszewików sto lat później. Patrz obligacja carska, karta 26.

Źródło: The Origins of Value, s. 323.

A Russian Perpetual Bond issued by the great 19th century banker Nathan Rothschild – "banker to the Holy Alliance" – in 1822. The House of Rothschild, operating out of Frankfurt, Paris and London epitomized money power (see Compendium entry). In the oft-quoted words of the German thinker Heine: "Money is the god of our time, and Rothschild is his prophet." This particular bond exemplifies the increasingly global nature of 19th century finance. Bankers like Rothschild were becoming 'diplomats in mufti' – the Uniformed guised in civilian clothes. Rothschild's innovation was making the bond repayable in either sterling in London or roubles in St. Petersburg, thereby reconciling the issuer's pride ("we only borrow in roubles") with access to the greater pools of capital that existed in wealthier England. From then on, capitalists began to be decoupled from any one country and capital flows increasingly global. Another interesting feature: the back of the bond has the comforting assurance that "payment will be effected in time of Peace as well as in time of War, without distinction whether the creditor belongs to a friendly or hostile nation", a promise that contrasts with the repudiation of debt by Bolsheviks a hundred years later. See Tsarist bond #26.

Source: The Origins of Value, p. 323.



Norwich Union Life Insurance Society.

Policy N° 2432

Received the 4th day of Jany 1838

the Sum of Fifteen Pounds 2/-

being One Year's Premium for Insuring £ 499 on the Life

of Dr George Birkbeck

for One Year ending the 3rd day of Jany 1839

£ 15 2 -

F. Moverre

Directors.

London Dept. Agency.

Thos Day

Agent.

26 Cornhill Cat

Mr Hackel

Pokwitowanie za składkę ubezpieczeniową wpłaconą w 1823 r. wydane przez towarzystwo ubezpieczeniowe Norwich Union Insurance Society z Anglii. W celu przeciwdziałania fałszerstwu lewy margines jest oddzielony pionowo ozdobnym wzorem, tzw. chirografem.
Podziękowanie dla pana Clive'a Farahara i pani Sophie Dupré (www.farahardupre.co.uk).

Receipt for an insurance premium paid in 1823 issued by the Norwich Union Insurance Society of England. As an anti-forgery device, the border on the left margin is divided vertically by an ornate design i.e. a 'chirograph'.
Thanks to Mr Clive Farahar and Ms. Sohie Dupre (www.farahardupre.co.uk).

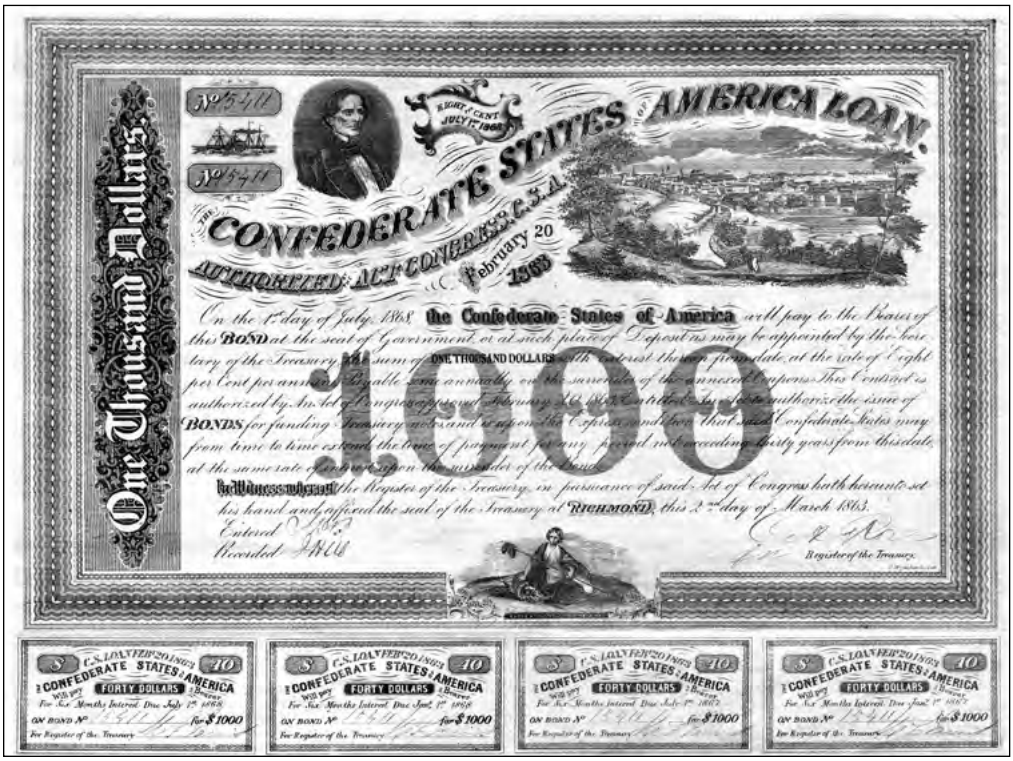


Firma Atlantic and St. Lawrence Railroad została zarejestrowana w stanach Maine (1845), New Hampshire (1847) i Vermont (1848) w celu zbudowania linii kolejowej z Portland w stanie Maine do granicy Kanady z USA. Kanadyjczycy zbudowali odrębną linię z Montrealu, żeby połączyć się z linią amerykańską na granicy. Oczywiście chcieli się czymś różnić od Amerykanów, ale nie za bardzo. Odwrócili kolejność słów i nazwali się St. Lawrence and Atlantic Railway. Połączona linia przekraczająca granicę była alternatywą dla bardzo długiej podróży wzdłuż rzeki Św. Wawrzyńca w głąb kontynentu. Obie koleje były finansowane przez kapitał brytyjski. Linia ta funkcjonuje do dzisiaj jako część systemu kolejowego Canadian National.

Źródło: zbiór autora.

The Atlantic and St. Lawrence Railroad was incorporated in the states of Maine (1845), New Hampshire (1847) and Vermont (1848) to build a line from the city of Portland, Maine to the Canada/USA border. The Canadians built a completely separate line from Montreal to meet the American railroad at the border. Naturally, they wanted to be different, but not too different, than the Americans. They reversed the order of the line and called it "The St. Lawrence and Atlantic Railway". Combined, the cross-border line saved the very long trip down the St Lawrence River to the continental heartland. Both railways were financed by British capital. The line still operates today as part of the Canadian National system.

Source: Author's collection.

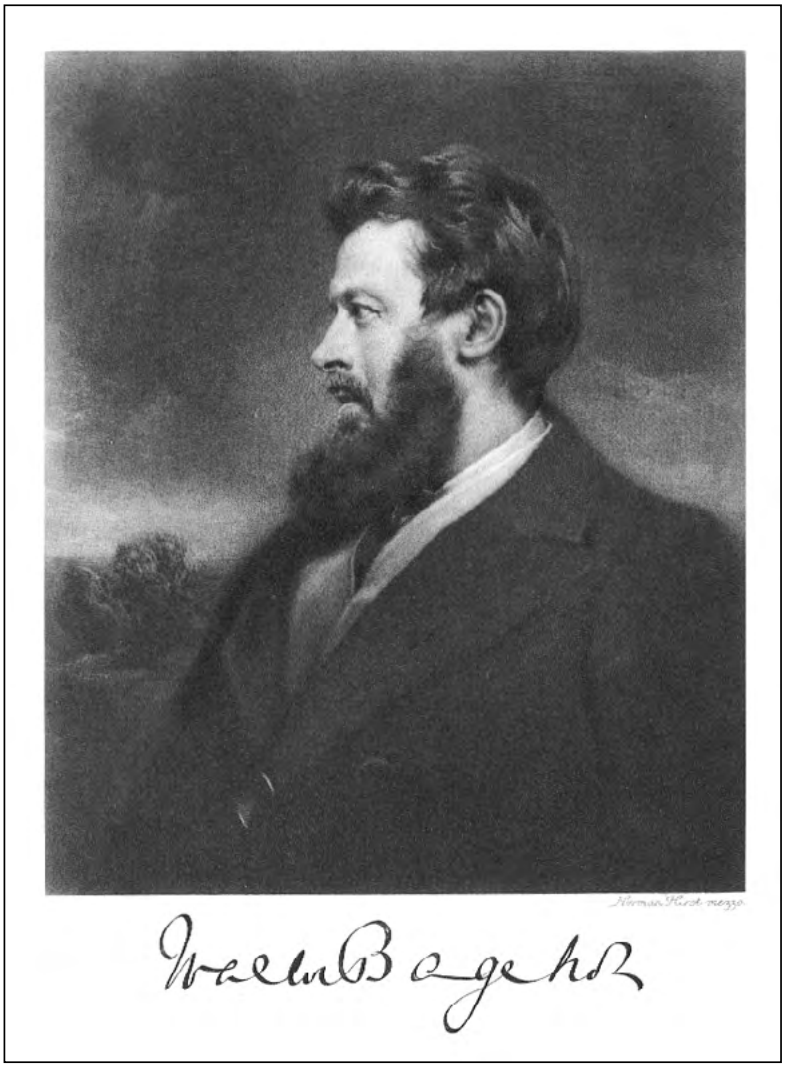


Pięcioletnia obligacja Skonfederowanych Stanów Ameryki o nominale 1000 dolarów, oprocentowana na 8%, wyemitowana w 1863 r. w Richmond w stanie Wirginia. Patriotyczni inwestorzy wsparliby sprawę wojny z Północą, wykładając kapitał tam, gdzie dyktowała im lojalność. Godne uwagi jest postanowienie drobnym drukiem o fakultatywnym odroczeniu wykupu do 30 lat. Nawet kiedy rozpoczęła się wojna domowa, Południe wiedziało, że nie będzie w stanie wygrać bitew i spłacić długów.

Źródło: zbiory autora.

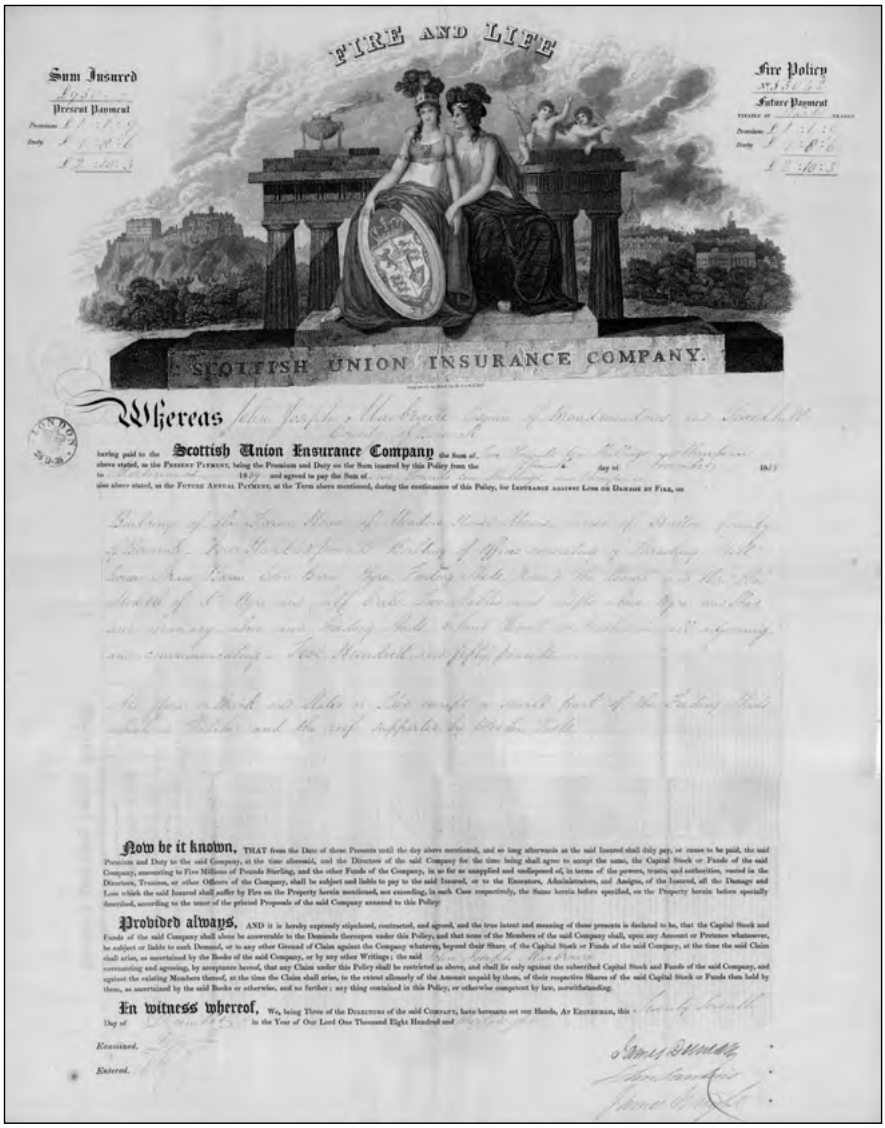
Confederate States of America $1,000, 5 year, 8% bond issued in 1863 in Richmond, Virginia. Patriotic investors would support their cause of the war against the North by putting their capital where their loyalty was. Notable is the small print provision for an optional deferment of redemption for up to 30 years. Even as the Civil War began, the South knew it might not be able to win its battles and pay its debts.

Source: Author's collection.



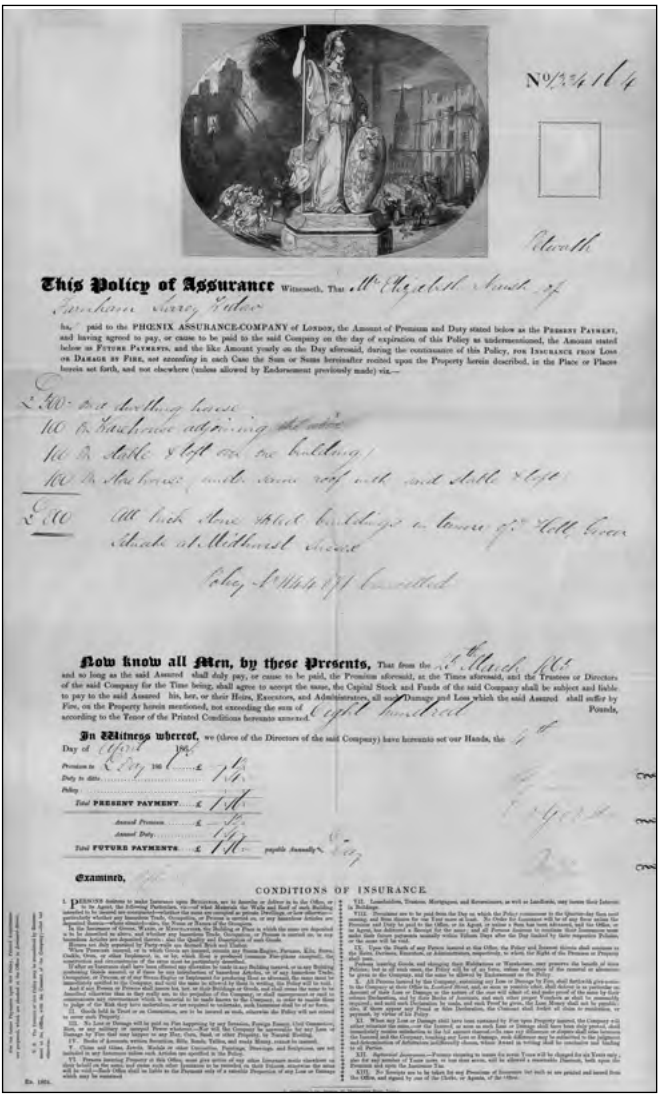
Walter Bagehot (1826–1873) był bankierem, dziennikarzem (redaktorem „The Economist") i autorem ważnych prac na temat ekonomii, banku centralnego i angielskiej konstytucji. Jest natchnieniem i bohaterem autora tej książki. Zajmuje miejsce w panteonie innowatorów finansowych za wynalezienie rządowych bonów skarbowych, proponując brytyjskiemu kanclerzowi skarbu, że najlepszym sposobem zdobywania pieniędzy jest emisja instrumentów znacznie przypominających traty handlowe, które były już w obiegu na rynku pieniężnym. Można mu również przypisać „wynalezienie" banku centralnego w sensie wyłożenia jego logiki w klasycznym studium kryzysu finansowego *Lombard Street*.
Źródło: zbiory autora.

Walter Bagehot, (1826–1873) was a banker, journalist (editor of *The Economist*) and author who wrote seminal works on economics, central banking and the English constitution. He is your Author's inspiration and hero. His place in the pantheon of financial innovators is from inventing the government treasury bill after suggesting to the British Chancellor of the Exchequer that the best way for the government to raise money would be to issue an instrument closely resembling commercial bills of exchange that were already trading in the money market. He can also be credited with 'inventing' central banking in the sense of articulating its logic in his classic study of financial crisis *Lombard Street*.
Source: Author's collection.



Ładnie wyglądająca polisa ubezpieczeniowa wystawiona przez Scottish Union Insurance Company w 1838 r. Trafnym symbolicznym gestem firmy z Edynburga, próbującej działać na południe od rzeki Tweed, jest winieta z portretem angielskiej Brytanii odbierającej – może trochę obojętnie – zainteresowanie ze strony młodej szkockiej góralki. Polisa ubezpiecza od ognia farmę w hrabstwie Berwick. Zob. hasła „insurance" i „assurance" w *Kompendium*, porównaj subtelną różnicę (por. polisa Phoenix, karta 22).
Źródło: zbiory autora.

A fine-looking insurance policy issued by the Scottish Union Insurance Company in 1838. With apt symbolism for an Edinburgh firm trying to do business south of the Tweed River, the vignette portrays England's Britannia receiving, perhaps a little indifferently, the attention of a Highland Lassie. The policy insured a farm in Berwick against loss by fire. See the Compendium entry for subtle linguistic distinction between "insurance" and "assurance" (see also Phoenix policy #22).
Source: Author's collection.



No 12341 64

This Policy of Assurance Witnesseth, That Miss Elizabeth Naish of Farnham Surrey Esquire

has paid to the PHOENIX ASSURANCE COMPANY of LONDON, the Amount of Premium and Duty stated below as the PRESENT PAYMENT, and having agreed to pay, or cause to be paid to the said Company on the day of expiration of this Policy as undermentioned, the Amount stated below as FUTURE PAYMENTS, and the like Amount yearly on the Day aforesaid, during the continuance of this Policy, for INSURANCE FROM LOSS OR DAMAGE BY FIRE, not *exceeding* in each Case the Sum or Sums hereinafter recited upon the Property herein described, in the Place or Places herein set forth, and not elsewhere (unless allowed by Endorsement previously made) viz.—

£800 One dwelling house
100 Do Brickhouse adjoining the above
100 Do Stable & loft over one building
100 Do Stabehouse with same roof with said Stable & loft
£800 All brick stone tiled buildings in town of Holly Green Shade st Methusel Street

Policy dated 1st March 1865 Committed

Now know all Men, by these Presents, That from the 1st March 1865 and so long as the said Assured shall duly pay, or cause to be paid, the Premium aforesaid, at the Times aforesaid, and the Trustees or Directors of the said Company for the Time being, shall agree to accept the same, the Capital Stock and Funds of the said Company shall be subject and liable to pay to the said Assured his, her, or their Heirs, Executors, and Administrators, all such Damage and Loss which the said Assured shall suffer by Fire, on the Property herein mentioned, not exceeding the sum of Eight hundred Pounds, according to the Tenor of the Printed Conditions hereunto annexed.

In Witness whereof, we (three of the Directors of the said Company) have hereunto set our Hands, the 1st Day of April 1865

Premium to 25 Mar 1866 £ 1 1s
Duty to ditto 1s
Policy
Total **PRESENT PAYMENT** £ 1 1s
Annual Premium £ 1 1s
Annual Duty 1s
Total **FUTURE PAYMENTS** £ 1 1s payable Annually

Examined,

CONDITIONS OF INSURANCE.

1. PERSONS desiring to make Insurance upon Buildings, are to describe or deliver in to the Office, or to the Agent, a Description in Writing of the Premises to be insured, and the Sum or Sums intended to be insured and apportioned thereupon the same are occupied as private Dwellings, or how otherwise; particularly whether any Immediate Trade, Occupation, or Person is carried on, or any hazardous Articles are deposited therein;—whether detached—or, the Party or Parties of the Occupation.

In the Insurance of Grain, Wearing Apparel, Household Goods, or Plate in which the same are deposited or contained, and whether any Immediate Trade, Occupation, or Person is carried on, or any hazardous Articles are deposited therein; also the Quality and Description of such Goods.

Houses are duly inspected by Party-walls are deemed Brick and Timber.

Goods, Wares, and Merchandize, are deemed, utensils are Stone-Ranges, Furnaces, Kilns, Stoves, Chandlers, Oven, and all Trades which are deemed or considered common Fire-places excepted. On construction and circumstances of the same have been altered.

If after an Insurance shall have been effected any alteration be made in any Building insured, or in any Building containing Goods insured, or if there be any introduction of hazardous Articles, or of any Immediate Trade, Occupation, or Person, other than shall exist, or be allowed by Endorsement on the Policy, the Assured is immediately entitled to the Company and shall be taken to allow of by them in writing, the Policy will be void.

And if any Person or Persons shall assume but, not as their Buildings or Goods, and shall assume the same to be described otherwise than in their truth, in the particulars of the Insurance, or shall misrepresent or omit to communicate any circumstance which is material to be made known to the Company, in order to enable them to judge of the Risk they have undertaken, or are required to undertake, such Insurance shall be of no force.

2. Goods held in Trust or on Commission, are to be insured as such, otherwise the Policy will not extend to cover such Property.

3. No Loss or Damage will be paid on Fire happening by any Invasion, Foreign Enemy, Civil Commotion, Riot, or any military or usurped Power whatever;—Nor will the Company be answerable, for any Loss or Damage by Fire that may happen to any Bill, Note, Bond, or other Property, by Natural Burning.

4. Books of Accounts, written Securities, Bills, Bonds, Tallies, and ready Money, cannot be insured.

5. Persons insuring Plate, Jewels, Watches, Trinkets, Pictures, Drawings, and Sculptures, are not included in any Insurance unless such Articles are specially mentioned.

6. Persons insuring Property in this Office, must give notice of any other Insurance made elsewhere on their behalf on the same, and name such other Insurance to be intended, or their Policies, otherwise the same will be void.—Such Office shall be liable to the Payment only of a rateable Proportion of any Loss or Damage which may be sustained.

7. Lessees, Trustees, Mortgagees, and Reversioners, as well as Landlords, may insure their Interest.

8. Premiums are to be paid from the Day on which the Policy commences to the Quarter-day from next ensuing, and from thence for the First years at least. No Order for Assurance will be of any force unless the Premium and Duty be paid to the Office, or its Agent, or unless a Note has been advanced, and the Office, or its Agent, has delivered a Receipt for the same; and all Persons desirous to continue their Insurances must pay the Premium and Duty on the Quarter-day, or within Fifteen Days after the Day limited by their respective Policies, or the same will be void.

13. Upon the Death of any Person insured at this Office, the Policy and Interest thereto shall continue to the Heirs, Executors, Executors, or Administrators, respectively, to whom the Right of the Premises or Property shall pass.

14. Persons insuring Goods, and changing their Habitations or Warehouses, must preserve the benefit of their Policies, but in all such cases, the Policy will be of no Force, unless that notice of the removal or alteration be given to the Company, and the same be allowed by Endorsement on the Policy.

15. All Persons insured by this Company, sustaining any Loss or Damage by Fire, shall forthwith give notice to the Company at their Office in *London Street*, and, as soon as possible after, shall deliver in as particular an Account as they can reasonably make of their Loss or Damage, and the Particulars of the same, signed by them and attested and certified by a Notary Public or Justice of the Peace, living next to the Place where the Fire happened, and such other Evidence as can be reasonably required; and such Loss or Damage be given, the Loss Money shall not be payable; but, if those appear any Fraud or false Declaration, the Claimant shall forfeit all Claim to satisfaction, or payment, by virtue of his Policy.

17. When any Loss or Damage shall have been sustained by Fire upon Property insured, the Company will cause inquiry to be made into the Amount of such Loss or Damage, and if the same shall have been duly proved, and the Claim established, to the Satisfaction of the Directors, the Amount thereof shall be paid within Forty days after the Amount and the Claimant, touching any Loss or Damage, such difference may be referred to the judgment and determination of Arbitrators (sufficiently chosen, whose Award in writing shall be conclusive and binding to all Parties.

18. *Agricultural Instruments.*—Persons insuring to insure the sum Trees will be charged for six Years only; and Persons insuring Trees only, will be charged for one year, and be allowed a reasonable Discount, both upon the Premium and upon the Insurance Tax.

XIII. No Receipts are to be taken for any Premiums of Insurance but such as are printed and issued from the Office, and signed by one of the Clerks, or Agents, of the Office.

Szlachetnie wyglądająca polisa ubezpieczeniowa wystawiona w 1865 przez Phoenix-Assurance Company z Londynu dla Miss Elizabeth Naish na mieszkania o wartości 800 funtów szterlingów za roczną składkę 1 funta i 16 pensów. Phoenix, którego prostym mottem była „ochrona", był jednym z najstarszych towarzystw ubezpieczeniowych na świecie i działał w Kanadzie od 1801 r. Zapewniał utrzymanie ojcu Autora przez przeszło 40 lat. Phoenix stał się później częścią dzisiejszego Royal and Sun Alliance Insurance Company.
Źródło: zbiory autora.

A noble looking insurance policy issued by the Phoenix-Assurance Company of London to a Miss Elizabeth Naish in 1865 to cover dwellings worth £800 for an annual premium of £1/16 pence. The Phoenix, whose simple motto was "Protection", was one of the oldest insurance companies in the world, operating in Canada since 1801. It was the livelihood of the Author's father for over 40 years. The Phoenix eventually became a part of today's Royal and Sun Alliance Insurance Company.
Source: Author's collection.



Ładnie wygrawerowany list zastawny o wartości nominalnej 400 dolarów na 6% wystawiony w 1877 r. przez Port Burwell Harbour Company, przedsiębiorstwo działające na jeziorze Erie w Ontario. Dzisiaj Burwell jest sennym zaściankiem. Ale kiedyś było tętniącym życiem miastem portowym i końcową stacją kolejową z aktywną żeglugą, magazynami i rybołówstwem, które niewątpliwie rozwijały się dzięki wpływom z tych listów zastawnych. Dzięki uprzejmości Towarzystwa Historycznego Portu Burwell, które jako czarujący przykład ślepego zaufania pozwoliło Autorowi wynieść rzadki dokument do skanowania. W uznaniu tego zaufania został on zwrócony.

Źródło: zbiory autora.

A finely engraved $400/6% mortgage bond issued by Port Burwell Harbour Company, an enterprise operating on Lake Erie, Ontario in 1877. Today, Burwell is a sleepy backwater hamlet but it once was a bustling port town and rail terminal with vibrant shipping, warehousing and fishing activities some of which were undoubtedly advanced by the proceeds of this bond. Courtesy of the Port Burwell Historical Society who, in a charming example of blind trust, allowed your Author to take away the rare document for scanning. In fulfilment of that trust, it was returned.

Source: Author's collection.



Obligacja Kanału Sueskiego z 1879 r. spłacana w drodze losowania, poczynając od 1885 r., z odrywanymi kuponami do maja 1924 r. przyklejonymi ponownie, żeby zachować wartość odsetek od obligacji podlegającej umorzeniu (w przeciwnym wypadku kupony z odsetkami mogłyby być przedmiotem obrotu oddzielnie od sumy nominalnej obligacji). Z motywami archeologicznymi, obrazami towarów, które będą przeładowywane, i widokiem z lotu ptaka proponowanej trasy kanału przez Egipt. Artystyczny wyraz dokumentu przywołuje projekt, który ma być finansowany. Dokument zawierał wiele cech technicznych mających udaremnić fałszerstwa instrumentu na okaziciela, pozbawionego wszelkiej rejestracji tożsamości właściciela. Podpisy, liczby i jakość druku mogły być użyte, żeby ręczyć za prawdziwość obligacji. Zastosowano również chirograf jako technikę uwierzytelniania sięgającą średniowiecza: skomplikowana krawędź wzdłuż boku obligacji mogła być wzrokowo porównana z oryginalnym odpowiednikiem. Było to zabezpieczenie, którego nie potrafił podrobić żaden fałszerz.

Źródło: The Origins of Value, s. 106.

A Suez Canal bond of 1879 repayable by lottery drawings beginning in 1885 with its pre-May 1924 detachable coupons reglued in order to preserve the interest value of the callable bond (otherwise interest coupons could be traded separately from the bond's principal). With its archaeological motifs, images of commodities to be transhipped and an aerial view of the proposed canal's route through Egypt, the document's artistry dramatically evoked the project being financed. It also had several technical features designed to foil counterfeiting a bearer instrument that lacked any registration of an owner's identity. Signatures, numbers and printing quality could all be used to vouch for the bond's veracity. It also employed a 'chirograph', an authentication technique going back to the Middle Ages: the complex edge along the side of the bond would be visually matched to an original counterpart, a verification that no forger could fake.

Source: The Origins of Value, p. 106.



Rzadkie, kolekcjonerskie świadectwo własności akcji wystawione przez Wells Fargo Mining Company w 1879 r. z odręcznymi podpisami prezesa i sekretarza spółki. Spółka górnicza była zarejestrowana w Kalifornii w 1875 r., ale jej korzenie sięgają legendarnej obsługi dyliżansów na Dzikim Zachodzie w połowie XIX w. Ten obraz marki wyrażający solidność i energię jest ciągle znakiem firmowym banku Wells Fargo z centralą w San Francisco. Historyczny dokument został wydrukowany przez G.T. Brown & Co. w San Francisco przy wykorzystaniu winiety zaprojektowanej przez afroamerykańskiego artystę Graftona Tylera Browna.
Wielkie dzięki za ilustrację i informacje dla Boba Kersteina, założyciela i prezesa www.scripophily.com, Wirginia, USA.

A rare collector's stock certificate issued by the Wells Fargo Mining Company in 1879 under the hand-written signatures of the company's president and secretary. While the mining entity was incorporated in California 1875, its roots go back to the iconic stage coach service of the Wild West of the mid 19th century. This brand image of reliability and energy is still a signature piece for today's Wells Fargo Bank headquartered in San Francisco. This historic document was printed by the G.T. Brown & Co. of San Francisco using a vignette designed by the African-American artist Grafton Tyler Brown.
Grateful acknowledgement of image and information Mr Bob Kerstein founder and president of www.scripophily.com, Virginia, USA.



Rosyjska obligacja kolejowa podarowana Autorowi przez Piotra Ziółkowskiego, autora rysunków w *Kompendium*. Obligacja o wartości 125 rubli jest częścią emisji o wartości 310 498 tys. rubli z 1889 r. Przynosiła 4% odsetek rocznie, co odzwierciedla niewątpliwą wiarygodność ówczesnego państwa rosyjskiego jako jednego z największych pożyczkobiorców na świecie. Rosyjskimi obligacjami handlowano we wszystkich ważniejszych ośrodkach finansowych, w tym w Londynie, Paryżu, Amsterdamie i Nowym Jorku, a na inwestorów zagranicznych przypadała prawie połowa długu Rosji. Nic w tym dziwnego, suma obligacji jest bowiem przeliczana na równowartość we frankach, markach niemieckich, funtach szterlingach, guldenach holenderskich i „złotych" dolarach USA. W przypadku inwestorów brytyjskich biuro Rothschild Bank w Londynie jest wymienione jako płatnik. Bolszewicy odrzucili w 1918 r. pożyczki carskie, zarówno wewnętrzne, jak i zagraniczne, i nie mogli zaciągać kredytów na rynku międzynarodowym do lat 70. XX w. Niemniej jednak wielu wierzycieli (zwłaszcza emigranci z Rosji) zatrzymało swoje świadectwa, w nadziei że kiedyś będą honorowane przez władze radzieckie. Te nadzieje były tak silne, że obligacje rosyjskich miast były nawet notowane na giełdach w Londynie i Paryżu po symbolicznych cenach jeszcze w latach 80. XX w. Ostatecznie osiągnięto porozumienie z rządem brytyjskim w 1986 r. co do symbolicznego rozliczenia z inwestorami, którzy pofatygowali się, żeby złożyć swoje roszczenia. W tym czasie niespłacony dług radziecki był źródłem wielu tarć między ZSRR a mocarstwami zachodnimi. Na przykład dług z czasu I wojny światowej tylko wobec Wielkiej Brytanii wynosił 500 milionów funtów. Dziękuję mojemu przyjacielowi mówiącemu po rosyjsku Neilowi Ramsdenowi za pomoc w tłumaczeniu.

Źródło: zbiory autora.

A Russian railway bond given to your Author as a gift from Piotr Ziółkowski, the Compendium's cartoonist. The 125 rouble bond is a part of the total issue of 310,498,000 roubles authorized in 1889 and used to refinance previous issues. It paid interest of 4% per year reflecting the then undoubted creditworthiness of the Russian state as one of the largest borrowers in the world. Russian bonds were traded in all major financial centers, including London, Paris, Amsterdam, and New York with foreign investors holding almost half of Russia's debt. Not surprisingly, the bond's amount is translated into Francs, Deutschemarks, pounds sterling, Dutch Guilder and USD 'gold dollar' equivalents. In the case of British investors, the Rothschild Bank office in London is specified as a paying agent. The Bolsheviks repudiated such Tsarist debt, both external and internal in early 1918, and could not borrow internationally until the 1970s. Nonetheless, many creditors (especially Russian émigrés) retained their certificates in the hope they would someday be honoured by the Soviets. Such 'hope springs eternal' that Russian city bonds were officially quoted on the London and Paris stock exchanges at token prices as late as the 1980s. A token settlement with investors that even bothered to make a claim was eventually reached with the British government in 1986. In the intervening years, the outstanding Soviet debt was the source of much friction between the USSR and the Western powers. For example, WWI debt to the UK alone was £500 million. Thanks goes to a Russian speaking friend and colleague, Mr. Neil Ramsden, for translation assistance.

Source: Author's collection.



Wyjątkowo artystyczne świadectwo własności akcji Compagnie Des Installations Maritimes De Bruges, spółki utworzonej w 1895 r. do budowy instalacji portowych i kanałów w belgijskim mieście Brugia. Zostało wyemitowane w 1904 r. i jest ręcznie podpisane przez przedstawiciela spółki. Jak przystoi miastu, które jest czasami nazywane Wenecją Północy ze względu na liczne kanały i piękną architekturę, dokument przedstawia anielską postać kobiety trzymającej pochodnię, patrzącą na port śródlądowy z trzema widokami miasta, w tym starego portu i centrum. Ten historyczny dokument był wydrukowany przez Société St. Augustin. Podziękowania za wizerunek i informacje dla pana Boba Kersteina, założyciela i prezesa www.scripophily.com, Wirginia, USA.

An exceptionally artistic stock certificate from the Compagnie Des Installations Maritimes De Bruges, a company formed in 1895 to construct the port installations and canals in the Belgian city of Bruges. The stock was issued in 1904 and is hand signed by a company official. As befits a city that is sometimes called the Venice of the North because of its many canals and beautiful architecture, the document features an angelic woman holding a torch viewing the inland port with 3 views of the city including an old harbour and the inner city. This historic document was printed by the Société St. Augustin. Grateful acknowledgement of image and information to Mr Bob Kerstein founder and president of www.scripophily.com, Virginia, USA.



Świadectwo własności akcji Wschodnioniemieckiej Spółki Kolejowej (Ostdeutschen Eisenbahn-Gesellschaft) z 1899 r. Linia kolejowa biegła z Berlina do Królewca (obecnie Kaliningrad w Rosji). W tych czasach sieć pruskich linii kolejowych należała do najdłuższych w Europie i obejmowała linię łączącą Królewiec z resztą kraju, w tym z Wrocławiem i Katowicami. Z czasem senny zaściankowy Królewiec ożywił się, stając się ważnym punktem na środku wydłużonej trasy z Berlina do Sankt Petersburga. Pruskie linie kolejowe były wspierane przez państwo i cieszyły się królewskim statusem. Uzasadnienie miało nie tylko handlowy charakter. Budując rozległy system linii kolejowych, Prusy promowały zjednoczenie państw niemieckich pod swoim przewodnictwem. Po I wojnie światowej koleje straciły oficjalny status i dużą część taboru w ramach reparacji wojennych, a linia została włączona do systemu ogólnoniemieckiego. Świadectwo i badanie jego początków pochodzi z prywatnego zbioru Michała Magdziarza, WUTBS Executive MBA, Rocznik 2007–2009.

East German Railway Company ("Ostdeutschen Eisenbahn-Gesellschaft") share certificate dated 1899. Its line went from Berlin to Königsberg (now Kaliningrad in Russia). In its day, the Prussian railway network was one of the longest in Europe with an extensive network that linked Königsberg to the rest of the country, including Breslau and Kattowitz (today's Wrocław and Katowice in Poland). Once it became a midpoint on the extended Berlin to Saint Petersburg route, Königsberg's otherwise backwater commercial status was given a boost. Prussian railroads were state-sponsored and enjoyed royal status. Their justification was not entirely commercial. By building an extensive system of rail lines Prussia was pro-actively promoting a unification of the German states under its own leadership. After WWI, upon losing its official status and much of its rolling stock in war reparations, the line was consolidated into a pan-German system. Certificate and research into its origins is from the private collection of Michał Magdziarz, WUTBS Executive MBA, Class of 2007–2009.



Collage winiet kolekcjonerskich historycznych papierów wartościowych. Od połowy XVIII w. większość zabezpieczonych dokumentów, takich jak banknoty, świadectwa własności akcji, paszporty, znaczki pocztowe i dokumenty identyfikacyjne, wykorzystuje ręcznie grawerowane obrazy lub „winiety". Są one drukowane na papierze wysokiej jakości na maszynach drukarskich przy użyciu półszlachetnego kamienia ozdobionego wklęsłym reliefem o niebywałej precyzji wykonania oraz specjalnych farb. Chociaż żyjemy w wieku elektroniki, winiety są nadal popularne, ponieważ nadają wygląd i „dotyk", który jest powszechnie uważany za bezpieczny, autentyczny i autoryzujący. Skopiowano za zgodą Canadian Bank Note Company Limited.

A collage of scripophily vignettes. Since the middle of the 18th century most documents of security such as banknotes, share certificates, passports, postage stamps and identification documents have used hand-engraved images or "vignettes". These are printed on fine quality paper by intaglio (i.e. engraved into a surface) printing presses and use specialty inks. Despite our electronic age, vignettes are still popular because of the way they impart a look and 'feel' that is universally recognized as being secure, genuine and authoritative. Reproduced with permission by Canadian Bank Note Company, Limited.

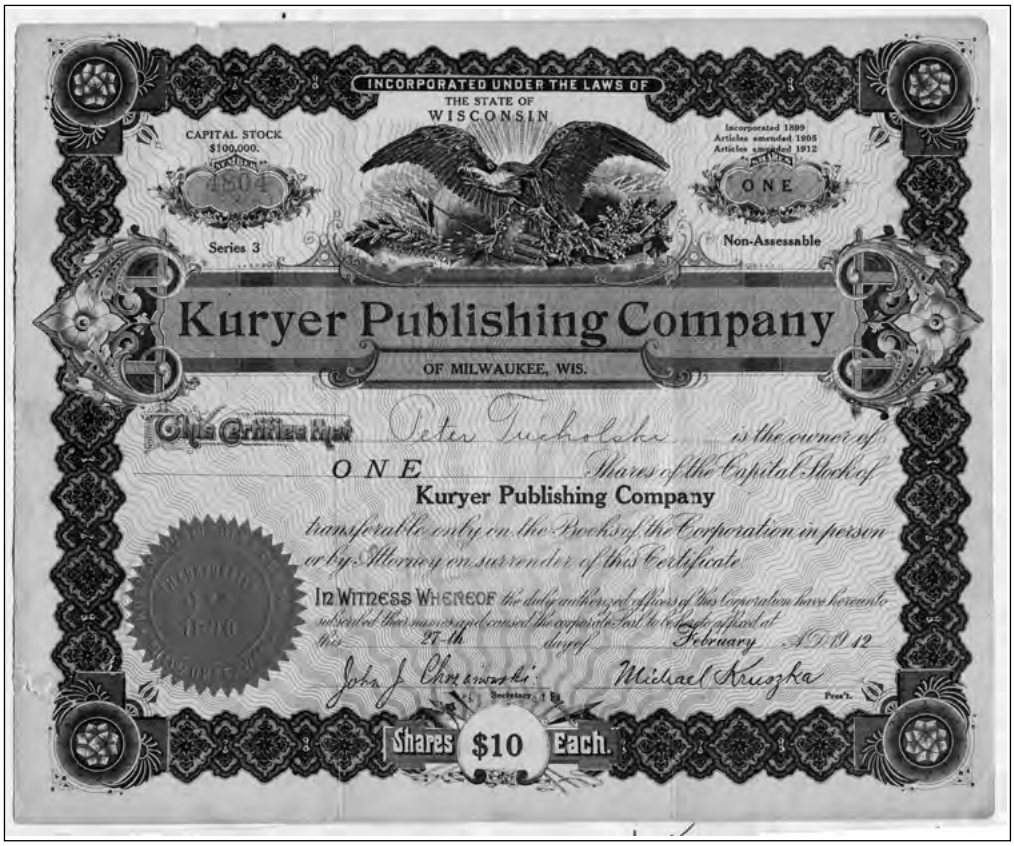


Szlachetnie wyglądające świadectwo własności akcji z 1911 r. kubańskiego banku stworzone przez American Bank Note Company, renomowaną firmę projektowania i druku światowych papierów wartościowych na przełomie wieku. Estetycznym znakiem ABNC było wykorzystanie klasycznych postaci (np. Merkurego) do stworzenia neoklasycznego wyglądu, powszechnie kojarzonego ze świadectwami udziałowymi. Od strony bardziej praktycznej firma opracowała wiele technik ochrony przed fałszerstwami, takich jak druk wklęsły, poddruk, kolory pryzmatyczne, papier pokryty żywicą melaminową, geometryczne filigranowe brzegi, a w przypadku niniejszej kubańskiej akcji – skomplikowaną, trudną do skopiowania rozetę.

Źródło: The Origins of Value, p. 120.

A noble looking 1911 share certificate for a Cuban bank created by the American Bank Note Company, a prominent designer and printer for many of the world's financial securities at the turn of the century. The ABNC's aesthetic signature was the use of classical figures (say, a Mercure) to create the formal neoclassical look now so commonly associated with stock certificates. More practically, the firm developed many anti-counterfeiting techniques such as intaglio printing, under-tinting, prismatic colours, melamine (i.e. resin coated) paper, geometric filigree edges and, in case of this Cuban share, a complex, difficult-to-duplicate rosette.

Source: The Origins of Value, p. 120



Ładnie wygrawerowane świadectwo własności akcji z 1913 r. wyemitowane przez Kuryer Publishing Company i podpisane przez jego założyciela i prezesa Michaela Kruszkę (1860–1918). The „Polish Courier" („Kuryer Polski") był wydawany w Milwaukee między rokiem 1888 a 1962. Twierdził, że jest „jedynym polskim dziennikiem w Ameryce reprezentującym polskie interesy w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Meksyku oraz Ameryce Środkowej i Południowej", osiągając w szczytowym momencie 40 000 czytelników. Gazeta była rzecznikiem Kruszki, milionera zawdzięczającego wszystko tylko sobie, który często był wplątany w różne gorące debaty, stając zawsze w obronie praw Amerykanów polskiego pochodzenia, co znalazło wyraz w nazwie gazety w języku angielskim „Poland's Cause" [Sprawa Polski]. Po odzyskaniu niepodległości w 1918 r. Kruszka utworzył również agencję, która pomagała tęskniącym za krajem rodakom przesiedlić się do dawnej ojczyzny. Wielkie dzięki za ilustrację i informacje dla Boba Kersteina, założyciela i prezesa www.scripophily.com, Wirginia, USA.

A handsomely engraved 1913 share certificate issued by the Kuryer Publishing Company and signed by its founder and president Michael Kruszka (1860–1918). The "Polish Courier" (Kuryer Polski) was published in Milwaukee between 1888 and 1962, claiming to be the "Only Polish daily in America representing Polish interests in the United States, Canada, Mexico and Central and South America" with a peak readership of 40,000. The paper was a mouthpiece for Kruszka, a self-made millionaire, who was often embroiled in various heated disputes while standing up for the rights of Polish-Americans, a sentiment reflected in the name of his English language paper, "Poland's Cause". After Poland regained independence in 1918, Kruszka also created an agency to help homesick citizens resettle in their original homeland. Grateful acknowledgement of image and information – Mr Bob Kerstein founder and president of www.scripophily.com, Virginia, USA.



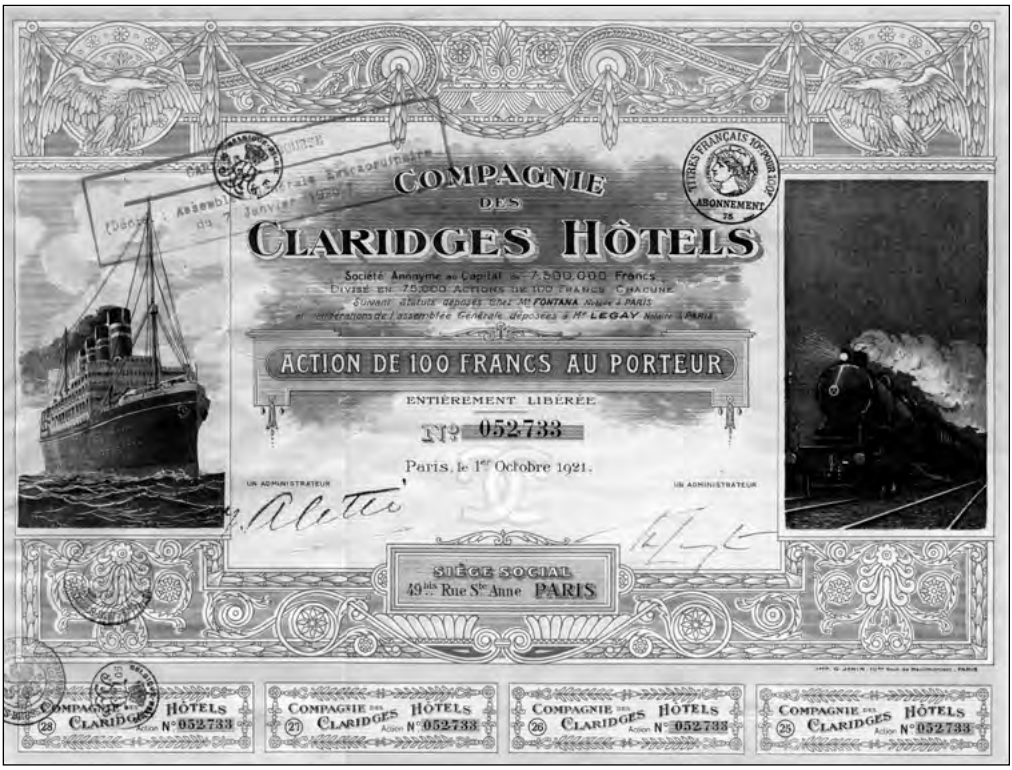
Prawdopodobnie najbardziej artystyczne świadectwo własności akcji wydane kiedykolwiek w Niemczech. Firma była założona w 1917 r. w Tönning. Powstały z niej Norddeutsche Union Werke Werft, Maschinen und Waggonbau AG (NWU) [Północnoniemieckie Zakłady Stoczniowe oraz Budowy Maszyn i Wagonów SA] z siedzibą w Hamburgu. W latach 20. XX w. NWU agresywnie rozrastała się poprzez przejęcia finansowane przez konsorcjum Schröder Bank, Bremen Handelsbank i Hamburger Handelsbank. Ze względu na zbyt rozdętą ekspansję, spadek zamówień, oszustwa dyrektora generalnego oraz upadek własnego banku spółka zbankrutowała i została zlikwidowana w 1927 r. Wynik badań Gernota Bäurle, uczestnika kursu MBA w roku 2002–2003, WUTBS.
Źródło: zbiory autora.

Probably one of the most artistic share certificates ever produced in Germany. The company was founded in 1917 in Tönning. It evolved into the Norddeutsche Union Werke Werft, Maschinen und Waggonbau AG (NWU) ("North German Union Works Shipyard, Machines and Waggon Engineering Inc.") based in Hamburg. In the 1920s, NWU grew aggressively through acquisitions, financed by a consortium of Schröder Bank, Bremen Handelsbank and Hamburger Handelsbank. Because of overexpansion, a decrease in orders, the fraudulent activities of the general director and the collapse of NUW's house bank, the company failed and was liquidated in 1927. Researched by Gernot Bäurle, Executive MBA class of 2002–2003, WUTBS.
[Source: Author's collection]



25 akcji zwykłych Pierwszej Fabryki Lokomotyw w Polsce z 1919 r. Spółka była ważną inicjatywą nowo utworzonego państwa, któremu brakowało bazy przemysłowej, i wyprodukowała przeszło 100 lokomotyw dla Ministerstwa Kolei. To świadectwo jest dobrym przykładem świadomego zastosowania sztuki w handlu.
Źródło: Polish Securities, s. 83.

25 common shares of the First Locomotive Works in Poland, 1919. The company, an important initiative of the newly formed republic that lacked an industrial base, produced over 100 locomotives for the Ministry of Railroads. The certificate is a fine example of the conscious application of art to commerce.
Source: Polish Securities, p. 83.



Świadectwo własności akcji Compagnes des Claridges Hotels z 1921 r. Motywy szybko poruszającego się statku i pędzącego pociągu – *les grandes vitesses* – przywołują podniecające obrazy odpowiednie dla kosmopolitycznej sieci hoteli wysokiej klasy. To śliczny egzemplarz finansowego artyzmu.
Źródło: zbiór autora.

Compagnes des Claridges Hotels share certificate dated 1921. The swiftly moving ship and train motifs – *les grandes vitesses* – connote the exciting images suitable to a cosmopolitan, upscale hotel chain. It is a lovely piece of financial artistry.
Source: Author's collection.



Miłe dla oka świadectwo własności akcji na okaziciela Towarzystwa Przemysłowo-Handlowego „Piast" SA o wartości nominalnej 1000 marek polskich, wyemitowane w Warszawie w 1921 r.
Źródło: Polish Securities, s. 76.

A handsome bearer share certificate of the "Piast" S.A. Industrial and Commercial Society with a nominal value of 1,000 Polish marks issued in Warsaw in 1921.
Source: Polish Securities, p. 76.

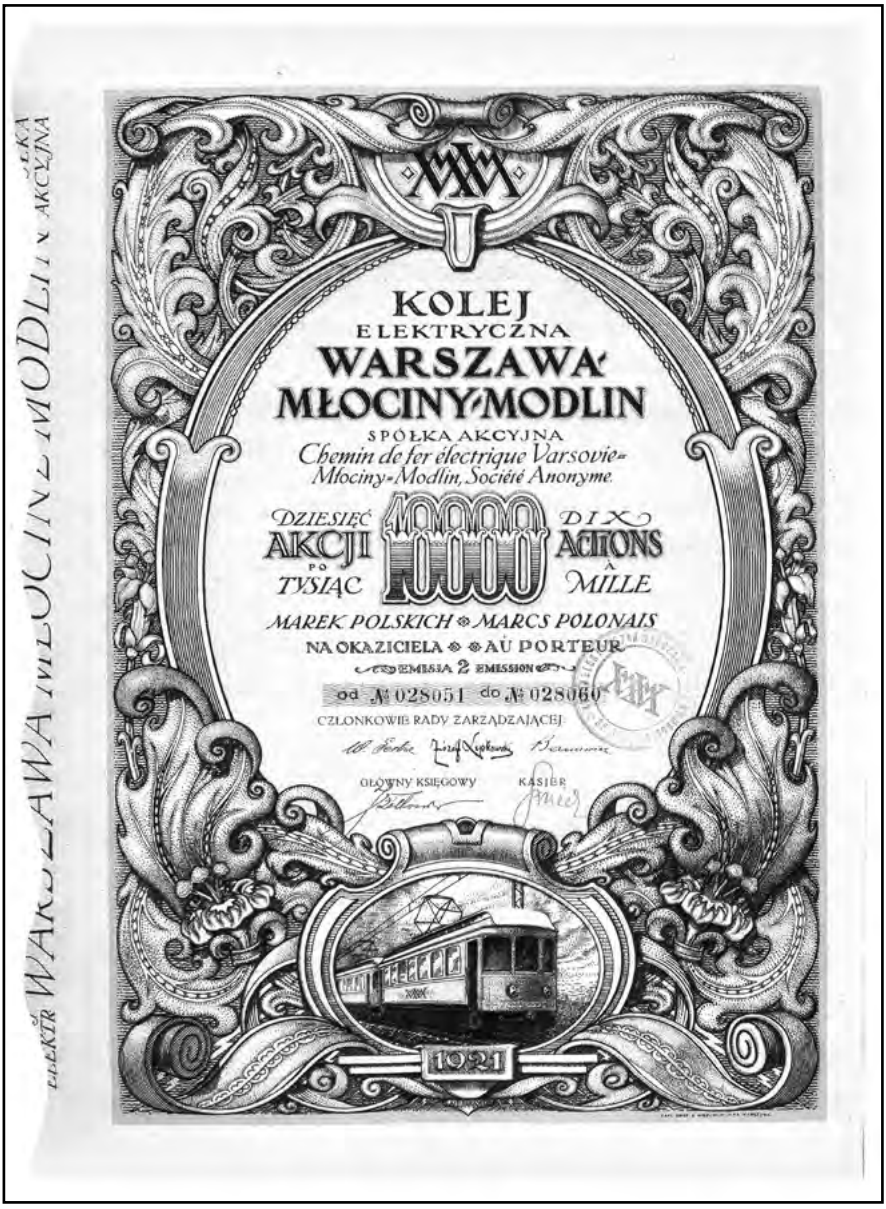


Sugestywny obrazek braterskiego współdziałania robotnika i chłopa razem ze szlachcicem (gdyby tylko stosunki społeczne klas były tak łatwe) na akcji na okaziciela Zakładów Przemysłowych „Merkury" SA we Lwowie (wówczas w Polsce, obecnie na Ukrainie) wyemitowanej w 1921 r.

Źródło: Polish Securities, str. 88–89.

Evocative images of fraternal goodwill between city workers and farmers joined by a nobleman (if only social class relations were that easy) on the bearer shares of the "Merkury" S.A. Industrial Works in Lvov (then Poland now Ukraine) issued in 1921.

Source: Polish Securities, p. 88–89.



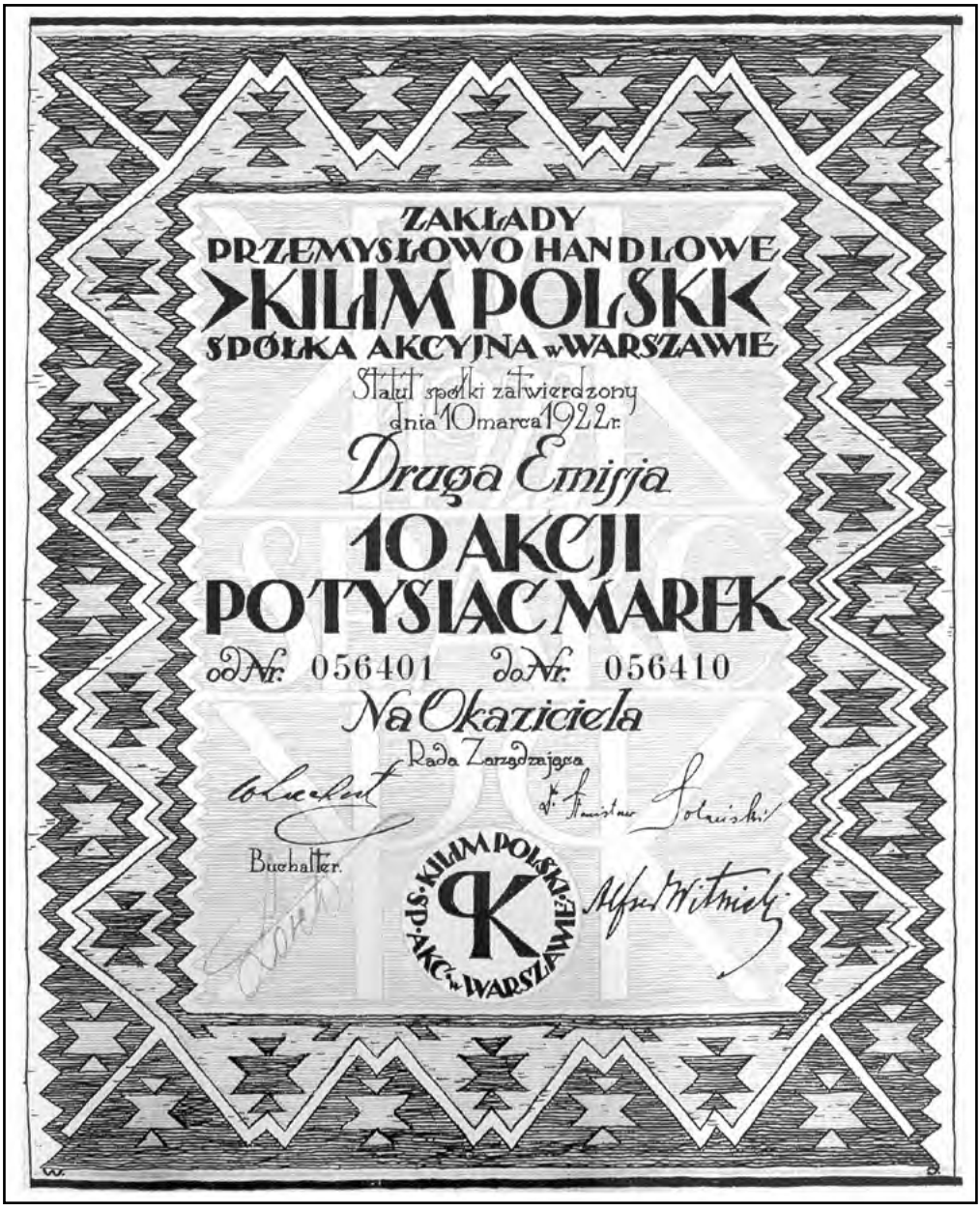
Dziesięć eleganckich akcji Kolei Elektrycznej Warszawa-Młociny-Modlin SA o wartości nominalnej 1000 marek polskich, wyemitowanych w Warszawie w 1921 r. Dwujęzyczny tekst po polsku i po francusku wskazuje na własność inwestorów zagranicznych.
Źródło: Polish Securities, s. 86.

Ten elegant shares of the Warsaw-Młociny-Modlin Electrical Railroad S.A. with a nominal value of 1,000 Polish marks issued in Warsaw in 1921. The bilingual text in Polish and French suggests ownership by foreign investors.
Source: Polish Securities, p. 86.



50 akcji zwykłych Spółki „Polska Ruda Żelazna" SA, Warszawa 1922 r. Świadectwo jest podpisane przez sześciu członków rady nadzorczej. Silna metaforyka i bogaty secesyjny styl sprawiają, że jest to wspaniały przykład pięknej formy dokumentu finansowego. Zostało zaprojektowane przez Józefa Mehoffera, znanego polskiego malarza doby secesyjnej, który wykonał wiele zleceń dla instytucji finansowych.
Źródło: Polish Securities, s. 93.

50 common shares of the Polish Iron Ore company, Warsaw 1922. The certificate is signed by six members of the supervisory board. Its strong imagery and rich art nouveau style make it a wonderful piece of financial decorum. It was designed by Józef Mehoffer, a noted Polish Art Nouveau painter, who had several financial commissions.
Source: Polish Securities, p. 93.



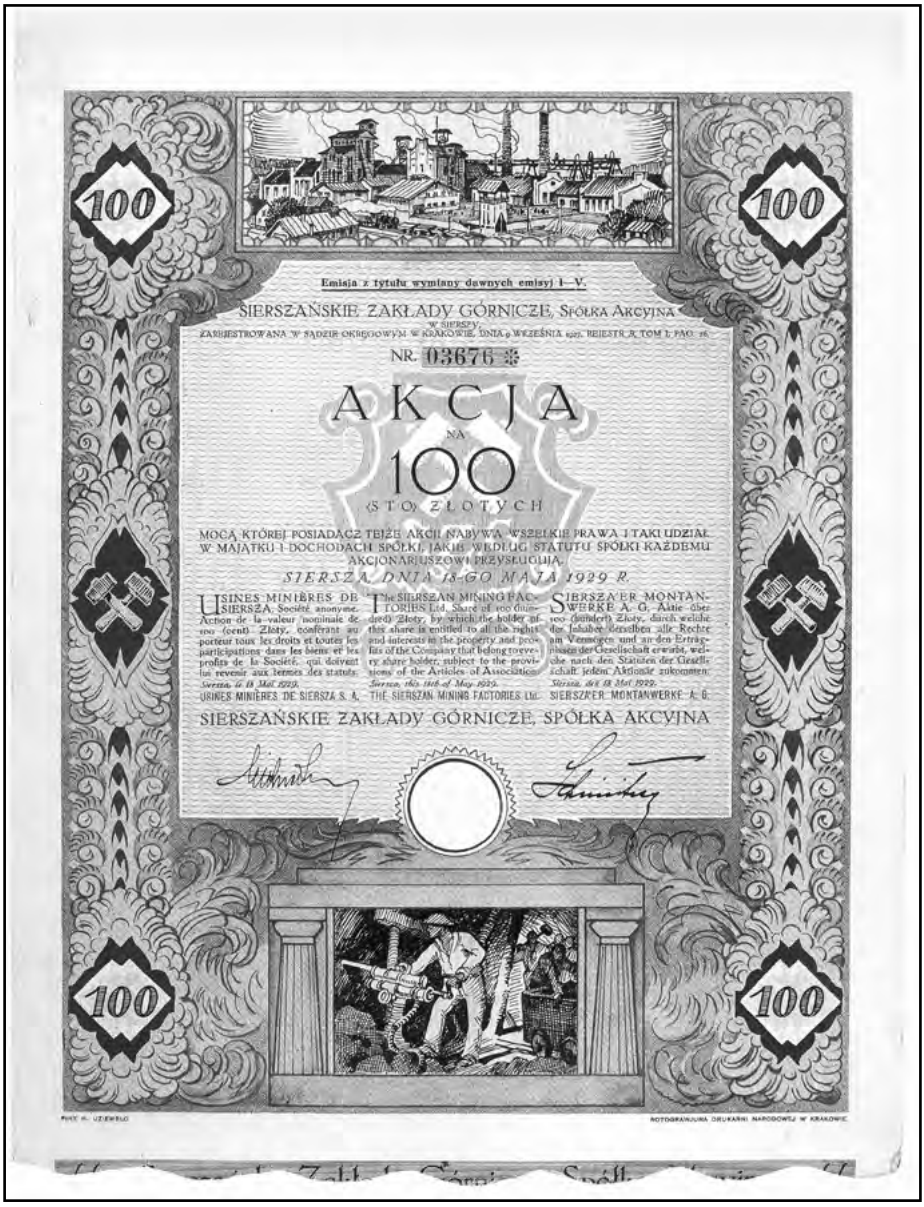
Projekt oddający artystyczny charakter spółki emitującej akcje. Dziesięć akcji Zakładów Przemysłowo Handlowych „Kilim Polski" SA wyemitowanych w Warszawie w 1922 r.
Źródło: Polish Securities, s. 96.

In a design reflecting the issuing company's artisanship, ten shares of the "Polish Tapestry" Industrial Trade Works S.A. issued in Warsaw in 1922.
Source: Polish Securities, p. 96.



Unikatowa obligacja wyemitowana przez biskupa Warmii w 1927 r. Stolicą diecezji biskupa Augistinusa Blandau był Frombork, gdzie mieszkał niegdyś Mikołaj Kopernik. Zwykle kościoły nie zaciągały pożyczek, ale raczej polegały na zbiórce od swoich parafian. Wpływy z obligacji były wykorzystane na sfinansowanie założenia publicznego ośrodka zdrowia. Było to w zdezorganizowanym okresie międzywojennym, kiedy brakowało finansowania przez rząd podstawowych usług socjalnych. Interesujący jest szczegół (niewidoczny) na drugiej stronie obligacji. Biskup zastawił nieruchomości kościelne, żeby sfinansować ten projekt. Agentem finansowym emisji był bank w Holandii (Burgers & Co). Wartość emisji wyniosła 600 000 guldenów. Wydaje się, że biskup wykorzystał rynek holenderski (była to w jakimś sensie euroobligacja). Warmia była w tym czasie częścią Niemiec. Tak więc kupony odsetkowe były płatne bez aktualnych i przyszłych podatków nakładanych przez Niemcy. Biskup i jego doradcy wyraźnie znali się na rzeczy. Świadectwo i badanie jego pochodzenia pochodzą z kolekcji Michała Magdziarza z kursu WUTBS Executive MBA w latach 2007–2009.

A unique bond issued by the Bishop of Ermland in what is now Warmia (in northeastern Poland) in 1927. The capital of Bishop Augistinus Blandau's diocese was Frauenburg (today's Frombork) and was the home of the famous astronomer Nicolas Copernicus. Normally, churches do not borrow but rather rely on subscriptions from their congregations. The bond proceeds were instead used to finance the establishment of a public medical clinic. This was during a chaotic inter-war period when government funding for many basic social services was lacking. Details (not shown) on the reverse of the bond are of interest. The bishop put the church's weight behind the scheme by a pledge of church property. The financial agent was a bank in the Netherlands (Burgers &Co). It was a Dutch guilder issue for 600 000 fl. It seems that the bishop was tapping Dutch market (a Eurobond in some sort of way). Warmia belonged to Germany in that time. Thus, interest coupons were to be paid without deduction of existing or future tax levied by Germany. The bishop and/or his advisors were clearly knowledgeable. Certificate and research into its origins is from the private collection of Michal Magdziarz, WUTBS Executive MBA, Class of 2007–2009.

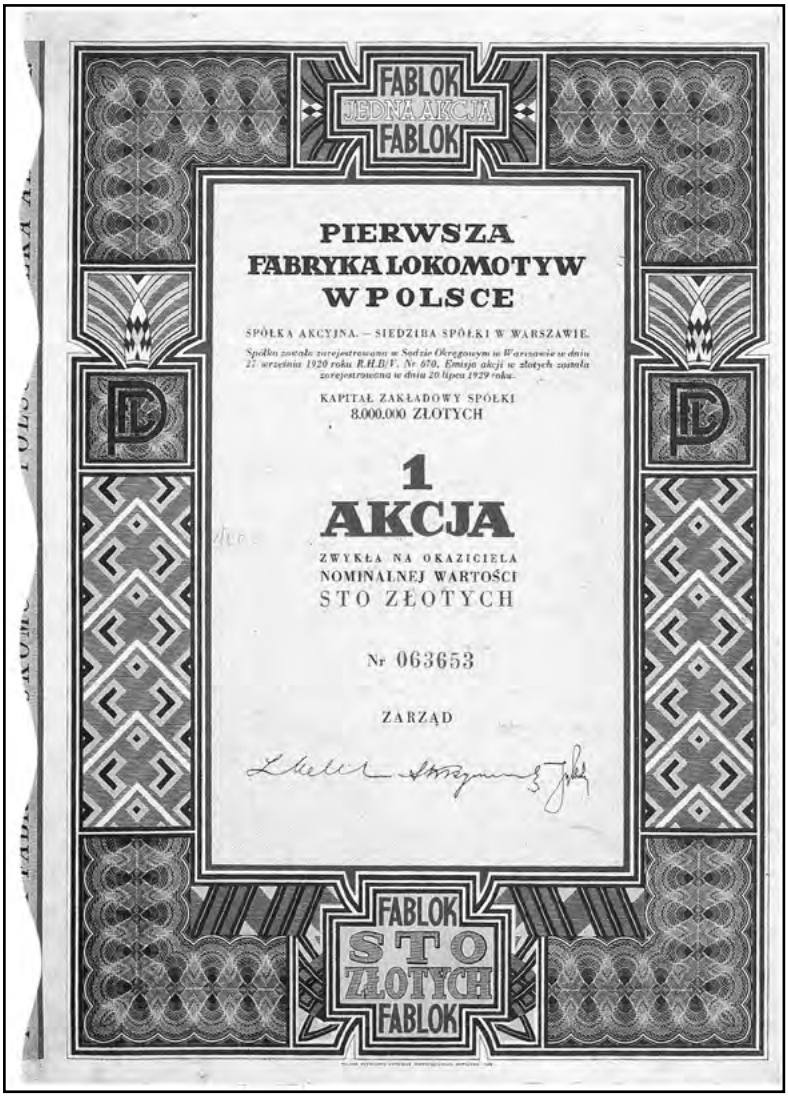


Druga Rzeczpospolita korzystała z dużej produkcji węgla, ponieważ śląskie kopalnie powróciły do Polski. Akcja Sierszańskich Zakładów Górniczych SA była wyemitowana w 1929 r. w trzech językach, co wskazuje na zróżnicowaną bazę inwestorów.

Źródło: Polish Securities, s. 142.

The Second Polish Republic enjoyed a large coal production as Silesia's mines once again reverted to Poland. The share of the "Siersza" Mining Works was issued in 1929 in three languages suggesting its diverse investor base.

Source: Polish Securities, p. 142.



Ładny geometryczny wzór na akcji na okaziciela Pierwszej Fabryki Lokomotyw w Polsce SA, wyemitowanej w Warszawie w 1929 r. W latach 30. Warszawa rozwinęła silną bazę przemysłową ze 134 spółkami akcyjnymi o łącznym kapitale 222 milionów złotych.
Źródło: Polish Securities, s. 88–89.

A nice geometrical pattern on a bearer share of the First Locomotive Factory in Poland S.A. issued in Warsaw in 1929. In the 1930s, Warsaw was developing a strong industrial base with 134 joint-stock companies having a share capital of 222 million zlotys.
Source: Polish Securities, p. 88–89.



Belated advice: A cartoon in the Royal Bank Magazine *of May 1930*

„Uwaga! Byk". Jednym ze źródeł wielkiego kryzysu z 1929 r. była spekulacja giełdowa z wykorzystaniem kredytów bankowych zabezpieczonych zastawionymi akcjami, praktyka znana jako kupowanie „na depozyt zabezpieczający". Jeśli stopień zabezpieczenia spadał, banki żądały sprzedania akcji dla spłacenia części kredytu i przywrócenia depozytu zabezpieczającego. Jednak rzucanie akcji na słaby rynek powodowało dalszy spadek cen i stwarzało samonapędzającą się spiralę cen. To rysunek satyryczny z wewnętrznego magazynu banku kanadyjskiego opublikowany w 1930 r., trochę za późno, żeby zrobić wiele dobrego.

Źródło: Duncan McDowall Quick to the Frontier: Canada's Royal Bank, 1993, s. 251.

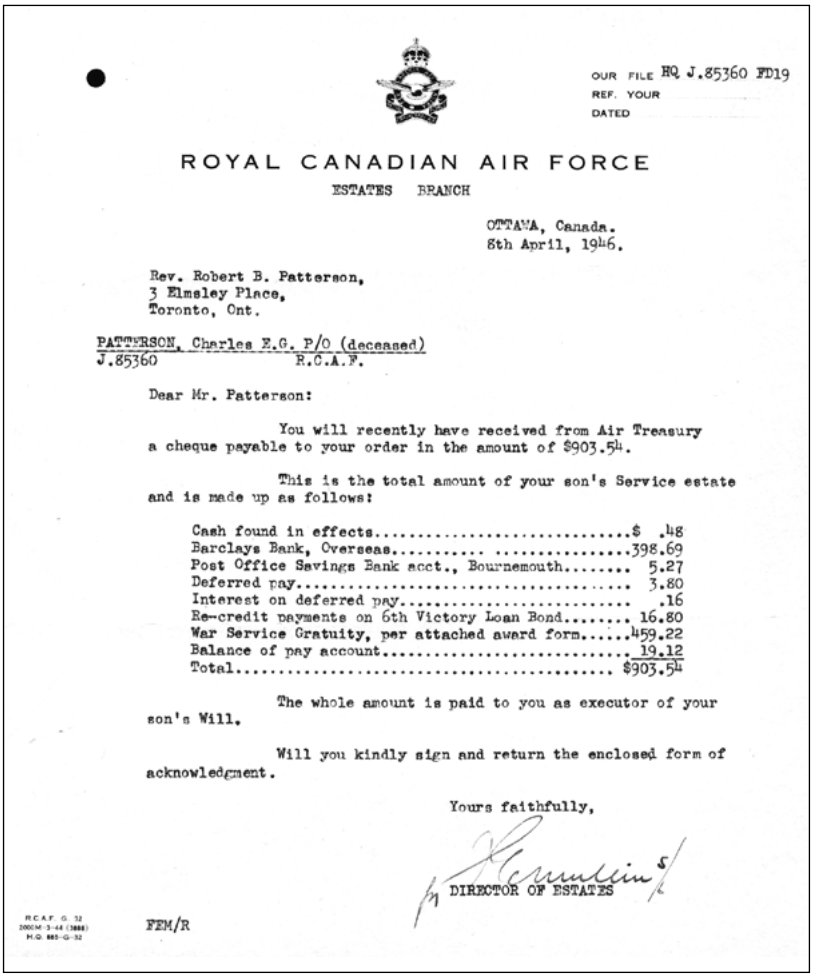
"Beware of the Bull". One of the sources the Great Crash of 1929 was stock market speculation using bank loans secured by pledged shares, a practice known as buying "on margin". If collateral coverage fell, the banks required shares be sold to pay down the loan and restore the margin. However, in a weak market, dumping shares could further depress prices to create a self-fulfilling downward price spiral. This is a cartoon from a Canadian bank's internal magazine published in 1930, a little too late to do much good.

Source: Quick to the Frontier: Canada's Royal Bank by Duncan McDowall, 1993, p. 251.



Przedwojenne obligacje wyemitowane przez miasto Warszawa i Rzeczpospolitą Polską z kuponami od 1939 r. Po dotkliwych zniszczeniach środków trwałych kraju w II wojnie światowej i w następstwie reżimu komunistycznego po 1945 r. władze polskie stanęły przed dylematem. Jak zachować międzynarodową wiarygodność w ramach nowej surowej rzeczywistości, a w szczególności jak Polska może sobie pozwolić materialnie i ideologicznie na płacenie zagranicznym kapitalistom, podczas gdy społeczeństwo podnosiło się z gruzów? Wynaleziono innowacyjne rozwiązanie. Władze polskie uzgodniły, że zapłacą po cichu zagranicznym rządom, które z kolei przekażą pieniądze swoim obywatelom posiadającym polskie papiery wartościowe. Ta „tajna transakcja" była daleka od doskonałości (wielu wierzycieli nie otrzymało pieniędzy), ale pomogła obronić reputację Polski jako kraju gotowego honorować swoje zobowiązania nawet w obliczu przeciwności losu. Świadectwo i badanie jego pochodzenia pochodzą z kolekcji Michała Magdziarza z kursu WUTBS Executive MBA w latach 2007–2009.

A pre-war bonds issued by the City of Warsaw and the Republic of Poland with their coupons still attached from 1939 onwards. After the severe destruction of the country's economic assets in WWII and the succession by a communist regime after 1945, Polish authorities faced a dilemma. How to preserve international creditworthiness within the confines of harsh new realities. In particular, how could Poland afford – both materially and ideologically – to pay foreign capitalists while its social fabric was still rising from the ashes? An innovative solution was devised. Polish authorities arrranged to quietly pay foreign governments who in turn, could channel the funds to their citizens who held Polish securities. This „secret transaction" was far from perfect (many creditors went unpaid) but it helped to protect Poland's reputation as a country willing to honour its obligations even in the face of adversity. Certificate and research into its origins is from the private collection of Michal Magdziarz, WUTBS Executive MBA, Class of 2007–2009.



OUR FILE HQ J.85360 FD19
REF. YOUR
DATED

ROYAL CANADIAN AIR FORCE

ESTATES BRANCH

OTTAWA, Canada.
6th April, 1946.

Rev. Robert B. Patterson,
3 Elmsley Place,
Toronto, Ont.

PATTERSON, Charles E.G. P/O (deceased)
J.85360 R.C.A.F.

Dear Mr. Patterson:

You will recently have received from Air Treasury a cheque payable to your order in the amount of $903.54.

This is the total amount of your son's Service estate and is made up as follows:

Cash found in effects	$ .48
Barclays Bank, Overseas	398.69
Post Office Savings Bank acct., Bournemouth	5.27
Deferred pay	3.80
Interest on deferred pay	.16
Re-credit payments on 6th Victory Loan Bond	16.80
War Service Gratuity, per attached award form	459.22
Balance of pay account	19.12
Total	$903.54

The whole amount is paid to you as executor of your son's Will.

Will you kindly sign and return the enclosed form of acknowledgment.

Yours faithfully,

DIRECTOR OF ESTATES

R.C.A.F. G. 32
2000-M-3-44 (3888)
H.Q. 885-G-32

FEM/R

Zaskakująco dokładne rachunki majątku oficera lotnika Charlesa („Chucka") Edmunda George'a Pattersona, krewnego Autora, który zginął 22 maja 1944 r. w nalocie bombowym na Dortmund w Niemczech. Jak widać, każda działalność człowieka ma implikacje finansowe nawet w czasie wojny. Żołd 7,50 USD miesięcznie i 25 centów dziennie za służbę zagraniczną nie wydaje się wart narażania życia przez dynamicznego dwudziestodwulatka. Wojna jest najdroższą ze wszystkich działalności człowieka, zarówno ze względu na zrujnowane życia, jak i zmarnowane zasoby. Pieniądze wydane na prowadzenie wojny są niewielkie w porównaniu z wartością zniszczeń spowodowanych samą walką. Zwycięstwo w II wojnie światowej w Europie kosztowało siły sojusznicze szacunkowo 368 miliardów dolarów minus uzyskane od Niemiec reparacje wojenne rzędu 7 miliardów dolarów (Nigel Ferguson, *The Cash Nexus*, s. 395–397).
Źródło: zbiór autora.

A surprisingly precise financial accounting of the estate of Pilot Officer Charles ("Chuck") Edmund George Patterson, your Author's kin, killed in a bombing raid over Dortmund, Germany on May 22, 1944. It seems that every human activity has financial implications, even in war. The $7.50 per month and 25¢ per day for overseas service hardly seems to be worth the reckoning against the life of a virile 22 year old in his prime. War is the most costly of all human activities in both lives ruined and resources wasted. The money paid out to wage war is miniscule compared with the value destruction of the fighting itself. The Allied cost of victory in WWII in Europe was estimated to be $368 billion net of reparations extracted from Germany of $7 billion (Reference: Nigel Ferguson, *The Cash Nexus*, pp. 395–397).
Source: Author's collection.


Nr. A 025220

£ 40

DEUTSCHE ÄUSSERE ANLEIHE 1924
(DAWES-ANLEIHE)
BRITISCHE AUSGABE
BEZUGSCHEIN

Dieser Bezugschein gewährt seinem Inhaber einen Anspruch auf Auslieferung von dreiprozentigen Schuldverschreibungen gemäß den Bestimmungen des Abkommens über deutsche Auslandsschulden vom 27. Februar 1953 und seiner Anlage I zur Fundierung von Zinsrückständen für die Zeit vom 15. Oktober 1944 bis zum 14. Oktober 1952 einschließlich auf eine Schuldverschreibung über £ 100 der ursprünglichen britischen Ausgabe der Deutschen Äußeren Anleihe 1924. Die Zinsrückstände, berechnet zu einem Satz von 5 v. H. jährlich ohne Zinseszinsen, haben einen Fundierungswert von nominal

£ 40

VIERZIG PFUND STERLING.

Die Fundierungsschuldverschreibungen werden im Falle der Wiedervereinigung Deutschlands gegen Übergabe dieses Bezugscheins ausgegeben.

Bad Homburg v. d. H., den 4. Januar 1960

GEGENGEZEICHNET ZUR BEGLAUBIGUNG:
FÜR DEN GOUVERNEUR UND DIE GESELLSCHAFT DER BANK VON ENGLAND
COUNTERSIGNED FOR IDENTIFICATION:
FOR THE GOVERNOR & COMPANY OF THE BANK OF ENGLAND
CONTRESIGNE POUR CONTRÔLE:
POUR LE GOUVERNEUR ET LA COMPAGNIE DE LA BANQUE D'ANGLETERRE PAR

BEVOLLMÄCHTIGTER KASSENBEAMTER
AN AUTHORISED CASHIER
CAISSIER AUTORISÉ

GERMAN EXTERNAL LOAN 1924
(DAWES LOAN)
BRITISH ISSUE
RIGHTS CERTIFICATE

This rights certificate confers upon the holder a claim to receive 3% bonds in accordance with the terms of the Agreement on German External Debts of 27th February 1953 and of Annex I thereto in respect of the funding of arrears of interest for the period 15th October 1944 to 14th October 1952 inclusive on a bond for £ 100 of the original British Issue of the German External Loan 1924.
The arrears of interest, calculated at a rate of 5% per annum simple interest, have a funding value of

£ 40 nominal
FORTY POUNDS.

In the event of the reunification of Germany the funding bonds will be issued against surrender of this rights certificate.

Bad Homburg v. d. H., 4th January 1960

BUNDESSCHULDENVERWALTUNG

EMPRUNT EXTERIEUR ALLEMAND 1924
(EMPRUNT DAWES)
TRANCHE ANGLAISE
BON

Le porteur du présent bon a le droit de recevoir, conformément aux dispositions de l'Accord de Londres sur les dettes extérieures allemandes du 27 février 1953 et de son Annexe I, des obligations 3% à titre de consolidation des arriérés d'intérêts, dus pour la période du 15 octobre 1944 au 14 octobre 1952 inclus, sur une obligation de 100 Livres sterling de l'émission initiale de l'Emprunt extérieur allemand 1924 (tranche anglaise).
Les arriérés d'intérêts, calculés au taux de 5% (intérêts simples), ont, pour la consolidation, une valeur nominale de

40 Livres sterling
QUARANTE LIVRES STERLING.

Les obligations de consolidation seront délivrées, contre remise du présent bon, en cas de réunification de l'Allemagne.

Bad Homburg v. d. H., le 4 Janvier 1960

FÜR DIE BUNDESREPUBLIK DEUTSCHLAND
FOR THE FEDERAL REPUBLIC OF GERMANY
POUR LA RÉPUBLIQUE FÉDÉRALE D'ALLEMAGNE
BUNDESSCHULDENVERWALTUNG

PRÄSIDENT VIZEPRÄSIDENT

München - Giesecke & Devrient - Berlin

Jako część kosztu ponownego włączenia do wspólnoty międzynarodowej po II wojnie światowej Niemcy musiały uregulować wszystkie swoje zobowiązania międzynarodowe, w tym długi przedwojenne, zobowiązania wobec Planu Marshalla i reparacje wobec Izraela. Ale nie chcąc powtórzyć zawartego „w złym duchu i krótkowzrocznego" traktatu wersalskiego po I wojnie światowej oraz w środku zimnej wojny ze Związkiem Radzieckim, bardziej oświecony zwycięzca zdawał sobie sprawę, że nie byłoby mądre postawienie interesów wierzycieli ponad potrzebami zwyciężonych Niemców. W akcie „wspaniałomyślnego interesu własnego" około 50% ogólnych długów Niemiec zostało darowanych, głównie przez USA. Co do reszty, to zarówno jako sprawę honoru oraz dla przywrócenia wiarygodności Niemcy musieli spłacić wszystko, co byli winni, ale jakoś bez poważnych obciążeń, które przeszkodziłyby nadchodzącemu cudowi gospodarczemu. Jednym z mechanizmów było zawieszenie obsługi przedwojennych zobowiązań, sięgających Planu Damesa z 1924 r., który próbował refinansować niespłacone długi z I wojny światowej. Było to zarówno uczciwe (bo dlaczego powojenne Niemcy Zachodnie miałyby spłacać długi przedwojennej republiki?), jak i pragmatyczne („nie wyciskać krwi z kamienia"). Niniejsze świadectwo zostało wyemitowane w 1954 r. jako część umowy londyńskiej, przywracającej Niemcom suwerenność w sensie finansowym. Umowa ta wymagałaby większych spłat wtedy, ale tylko wtedy, gdyby Niemcy kiedyś zjednoczyły się (a była to przez wiele lat tak odległa ewentualność, że prawa te stanowiły jedynie ciekawostkę) i stały się na tyle silne, żeby honorować wyższe zobowiązania dłużne. To ładny przykład, jak restrukturyzacja finansowa może pogodzić interesy obu stron.

Źródło: The Origins of Value, s. 340.

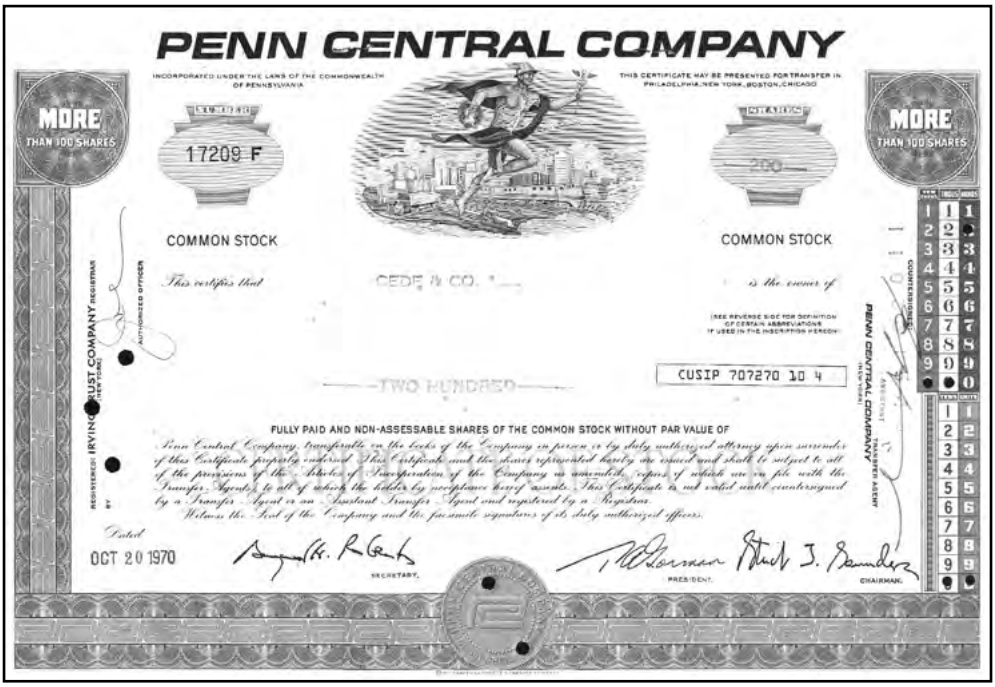
As part of its reintegration into the world community after WWII, Germany had to settle all of its international obligations including its pre-war debt, Marshall Plan obligations and reparations to the State of Israel. But not wishing to repeat the "mean-spirited and short-sighted" Treaty of Versailles of WWI and in the midst of a Cold War with the Soviet Union, a more enlightened victor realised that it would not be wise to put the interests of its creditors ahead of the needs of the vanquished German people. In an act of 'generous self-interest', about 50% of Germany's total debts were forgiven, mostly by the USA. As for the remainder, both as a matter of honour and to restore its creditworthiness, Germany would have to repay all that it owed but somehow without any onerous burdens that would hinder the 'Economic Miracle' to come. One mechanism was to suspend servicing the pre-war obligations that went back the Dawes Plan of 1924 which attempted to refinance unpaid WWI war debt. This was both fair (why should post-war West Germany pay for the debts of the pre-war Republic?) and also pragmatic (no "blood out of stone"). This rights certificate was issued in 1954 as part of the London Debt Agreement to restore West Germany's national sovereignty. It triggered more repayments if, but only if, Germany ever reunified (a contingency that was so remote that for a long time the rights were no more than a curiosity) and was thus strong enough to honour a higher debt obligation. It is a nice example of how financial structuring can be used to match the mutual interests of both parties.

Source: The Origins of Value, p. 340.



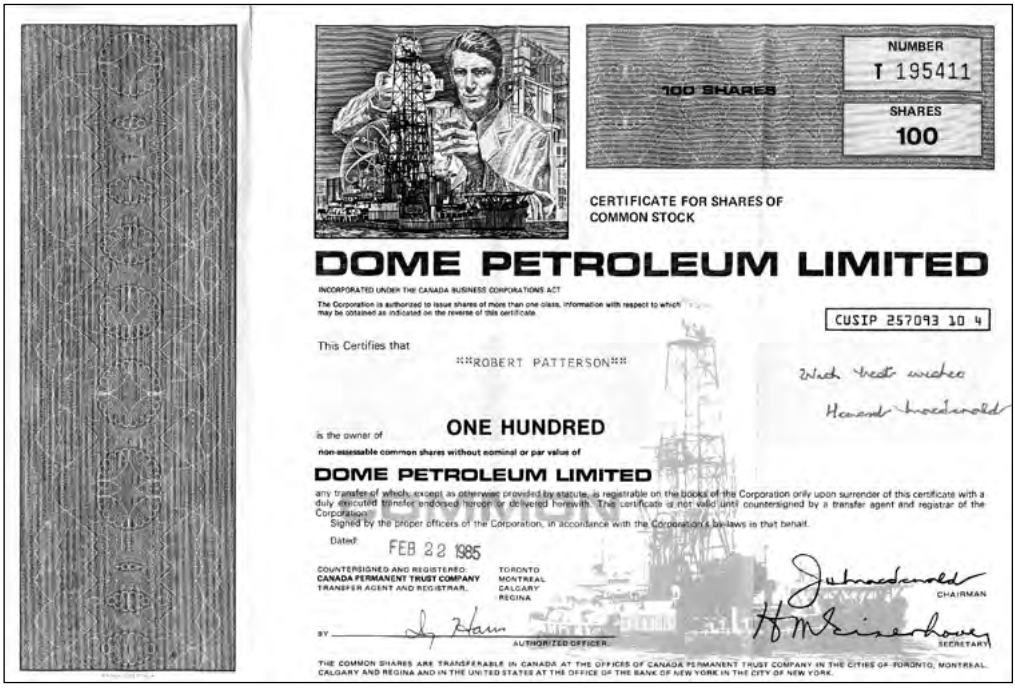
Efektowne świadectwo udziałowe cyrku Ringling Bros. oraz Barnum & Bailey, firmy będącej w takim samym stopniu częścią amerykańskiej kultury jak baseball, hot dogi i ciasto z jabłkami. Akcje były wyemitowane w 1969 r. i wydrukowane przez American Banknote Company. Prezentując działalność spółki, jest ono ozdobione feerią winiet takich jak „big top", słonie, klauni, logo spółki, zastrzeżone hasło „Najwspanialszy pokaz na ziemi". Mówi się, że świadectwo było tak cenione ze względu na swoją urodę, że wielu akcjonariuszy odmówiło zwrotu swoich akcji do umorzenia, gdy nastąpiło połączenie z producentem zabawek Mattel w 1971 r. Podziękowania za ilustrację i informacje dla Boba Kersteina, założyciela i prezesa www.scripophily.com, Wirginia, USA.

A dramatic stock certificate from the Ringling Bros. and Barnum & Bailey circus, a company as much a part of American culture as baseball, hot dogs and apple pie. The stock was issued in 1969 and was printed by American Banknote Company. Reflecting the company's activities, it is adorned with a riot of related vignettes such as the 'big top', elephants, clowns, the company logo and the copyrighted moniker "The greatest show on earth". The certificate was said to be so valued for its beauty that many shareholders refused to turn in their shares for cancellation when the operation was merged with the Mattel toy company in 1971. Grateful acknowledgement of image and information – Mr Bob Kerstein founder and president of www.scripophily.com, Virginia, USA.



Świadectwo własności akcji Penn Central Railroad Corporation. Penn Central odegrała ważną rolę w ewolucji rynku finansowego. Kiedy nieoczekiwanie upadła w 1971 r., było to największe bankructwo kolejowe w historii. Nawet szybcy wierzyciele krótkoterminowego rynku pieniężnego – z zaangażowaniem 82 milionów USD – zostali zaskoczeni. Po siedmiu latach spółka została w końcu zreorganizowana według „barokowo skomplikowanego" planu. Rynki otrzymały dwie kluczowe lekcje od Penn Central. Po pierwsze, zaczęto rozróżniać, ze względu na ryzyko pożyczki krótkoterminowe (papiery komercyjne zaczęły otrzymywać ocenę kredytową). Po drugie, kreatywne reorganizacje na podstawie rozdziału 11 kodeksu upadłościowego USA pozwalały zachować spółki, które w przeciwnym razie upadłyby, ograniczając w ten sposób dramatyczną utratę wartości z powodu bankructwa. Świadectwo pochodzi z kolekcji Michała Magdziarza z kursu WUTBS Executive MBA w latach 2007–2009.

Penn Central Railroad Corporation equity certificate. Penn Central has a prominent role in financial market evolution. When it unexpectedly failed in 1971 it was the largest railroad bankruptcy in history. Even nimble short term money market creditors – with $82 million of exposure – were caught by surprise. After seven years, the company was eventually reorganised in a plan of "baroque complexity". The markets learned two key lessons from Penn Central. First, they would start to discriminate for risk in short term lending (commercial paper began to have credit ratings). And second, creative Chapter 11 reorganizations could preserve companies that would otherwise be broken up thus mitigating the severe value destruction of bankruptcy. Certificate is from the private collection of Michal Magdziarz, WUTBS Executive MBA, Class of 2007–2009.



Świadectwo własności akcji Dome Petroleum podpisane przez dyrektora naczelnego Howarda McDonalda. Dome Petroleum („Dome") było ulubioną spółką kanadyjską w końcu lat 70. XX w. Miało dużą produkcję ropy naftowej i gazu, wizję odkrycia rezerw w rejonach arktycznych Kanady i instynkt, by oprzeć rozwój na przejęciach, w tym także amerykańskich firm. Ale niestety w 1982 r. zadłużenie wzrosło do 6 miliardów dolarów i w wyniku zbiegu okoliczności: braku szczęścia i złego zarządzania finansami, spółka wpadła w głębokie trudności, a z nią kanadyjski system bankowy. Cztery banki kanadyjskie były łącznie zaangażowane w ryzykowne przedsięwzięcia na 4 miliardy USD. Rząd rozciągnął siatkę bezpieczeństwa nad Dome i jej bankierami. Nowy zarząd (Szkot z Shella) i odroczenie terminów spłat dały Dome okresowe wytchnienie (Autor był w zespole TD Bank opracowującym plan ratunkowy), ale w 1986 r. nastąpiły kolejne niedotrzymania spłat. Ostatecznym rozwiązaniem było sprzedanie spółki dużej firmie amerykańskiej Amoco, kupionej w końcu przez kogoś jeszcze większego.

Źródło: zbiór autora.

Dome Petroleum Share Certificate signed by Howard McDonald, CEO. Dome Petroleum ("Dome") was the darling of Canadian companies in the late 1970s. It had huge oil and gas production, a vision of finding reserves in Canada's Arctic and the guts to grow by acquisition, including taking over American players. But alas, by 1982, having accumulated over $8 billion in debt, and plagued by a combination of bad luck and poor financial management, it was in deep trouble. And so was the Canadian banking system. With four Canadian banks having over $4 billion at risk, the government held out a safety net to rescue Dome and its bankers. New management (a Scotsman from Shell) and a term-out got Dome a temporary reprieve (your Author was on the TD Bank's work-out team) but more defaults would occur in 1986. The final solution was to sell it to Amoco, a big US company eventually bought by somebody even bigger.

Source: Author's collection.


AM77078

(U.S.)
$1000
(E.-U.)

CANADIAN NATIONAL RAILWAY COMPANY
COMPAGNIE DES CHEMINS DE FER NATIONAUX DU CANADA

8¾% BOND
DUE NOVEMBER 15, 1986

OBLIGATION À 8¾%
ÉCHÉANT LE 15 NOVEMBRE 1986

1. CANADIAN NATIONAL RAILWAY COMPANY, incorporated under a Special Act of the Parliament of Canada (the "Company"), for value received, hereby promises to pay to bearer the principal sum of

ONE THOUSAND UNITED STATES DOLLARS (U.S.$1,000)

on the 15th day of November, 1986, and to pay interest on said principal sum annually on November 15 of each year at the rate of 8¾% per annum from the date hereof, and for the first time on November 15, 1977, until payment of said principal sum has been made or duly provided for, but in the case of interest due on or before maturity, only upon presentation and surrender of the interest coupons appertaining hereto as they shall severally mature. Such payments shall be made in such coin or currency of the United States of America as at the time of payment is legal tender for the payment therein of public and private debts, and at the option of the bearer either (a) at the corporate trust office of The Canadian Bank of Commerce Trust Company, as fiscal agent, or at its successor as fiscal agent (the "Fiscal Agent"), in the Borough of Manhattan, City and State of New York, or (b) at the main office of Canadian Imperial Bank of Commerce in London or Montreal, of Kredietbank N.V. in Brussels, of Deutsche Bank Aktiengesellschaft in Frankfurt/Main, of Kredietbank S.A. Luxembourgeoise in Luxembourg, of Banque Nationale de Paris in Paris, or of Swiss Credit Bank or of Union Bank of Switzerland in Zurich or at any other Paying Agency maintained at the time by the Company for such purpose, subject in each case to any applicable laws and regulations in the country of payment, and subject to the right of the Company to terminate the appointment of any such offices or agencies. Payment at the offices referred to in (b) above shall be made by United States dollar cheque drawn on a bank in New York City or by transfer to a United States dollar account maintained by the payee with a bank in New York City.

2. Additional provisions of this Bond are contained on the reverse hereof and such provisions shall for all purposes have the same effect as though fully set forth at this place.

3. Neither this Bond nor the coupons appertaining hereto shall become valid or obligatory for any purpose unless and until this Bond shall have been authenticated by the Fiscal Agent.

IN WITNESS WHEREOF, the Company has caused this Bond to be executed in its name by the facsimile signatures of its President and Chief Executive Officer and of its Vice-President and Secretary, and the coupons appertaining hereto to be executed in its name by the facsimile signature of its President and Chief Executive Officer.

Dated: November 15, 1976.

CANADIAN NATIONAL RAILWAY COMPANY

1. Pour valeur reçue, la COMPAGNIE DES CHEMINS DE FER NATIONAUX DU CANADA, constituée en vertu d'une loi spéciale du Parlement du Canada (la "Compagnie"), s'oblige à payer au porteur le montant principal de

MILLE DOLLARS DES ÉTATS-UNIS (U.S. 1 000 $ É.-U.)

le 15 novembre 1986, ainsi qu'un intérêt annuel de 8¾% sur le montant principal, calculé à compter de la date des présentes, et payable le 15 novembre 1977 et ainsi de suite le 15 novembre de chaque année jusqu'à ce que le montant principal ait été payé ou dûment pourvu. Toutefois, l'intérêt payable à l'échéance ou avant celle-ci sera versé uniquement sur présentation et remise des coupons afférents à cette Obligation au fur et à mesure de leurs échéances respectives. Ces paiements seront effectués en monnaie des États-Unis d'Amérique ayant cours pour le remboursement des dettes publiques et privées et, au gré du porteur, soit a) au corporate trust office de The Canadian Bank of Commerce Trust Company, en sa qualité d'agent financier ou de son successeur en cette qualité (l'"Agent financier"), dans le Borough de Manhattan, Ville et État de New York, soit b) à l'établissement principal de la Banque Canadienne Impériale de Commerce à Londres ou à Montréal, de la Kredietbank N.V. à Bruxelles, de la Deutsche Bank Aktiengesellschaft à Francfort-sur-le-Main, de la Kredietbank S.A. Luxembourgeoise à Luxembourg, de la Banque Nationale de Paris à Paris, ou du Crédit Suisse ou de l'Union de Banques Suisses, à Zurich, ou à tout autre Agent Payeur alors désigné à cette fin par la Compagnie, sous réserve, en chaque cas des lois et règlements en vigueur dans le pays où s'effectuera le paiement et sous réserve du droit de la Compagnie de résilier le leur charge des établissements ou agents. Les paiements faits aux établissements désignés en b) seront effectués par chèques tirés en dollars des États-Unis sur une banque de la Ville de New York ou par virements à un compte ouvert en dollars des États-Unis par le bénéficiaire dans une banque de la Ville de New York.

2. Dispositions supplémentaires figurant au verso de cette Obligation elles ont à toutes fins la même effet que si elles étaient intégralement énoncées ici.

3. Cette Obligation et les coupons y afférents ne seront, à toutes fins valides ou obligatoires que lorsque cette Obligation aura été validée par l'Agent financier.

EN FOI DE QUOI, la Compagnie a décidé que cette Obligation serait signée par la griffe du Président-directeur général et celle du Vice-président et Secrétaire général, et les coupons y afférents par la griffe du Président-directeur général.

Le 15 novembre 1976.

COMPAGNIE DES CHEMINS DE FER NATIONAUX DU CANADA

CERTIFICATE OF AUTHENTICATION

THE CANADIAN BANK OF COMMERCE TRUST COMPANY,
as Fiscal Agent — en qualité d'Agent financier

CERTIFICAT DE VALIDATION

Robert A. Bandeier
President and Chief Executive Officer

Vice-President and Secretary

CN

Obligacja korporacyjna o nominale 1000 dolarów przynosząca odsetki 8+3/8 % należne i płatne za 10 lat, wyemitowana przez Canadian National Railway Company w 1976 r. Pomimo ryzyka kursowego, kolej skorzystała z większego globalnego kapitału dostępnego w dolarach USA w porównaniu do waluty narodowej. I rzeczywiście, obligacja może być spłacona w Nowym Jorku, Londynie, Frankfurcie, Brukseli, Paryżu i Zurychu, co obrazuje skalę i głębokość międzynarodowego rynku obligacji denominowanych w dolarach amerykańskich. Umorzona obligacja jest prezentem od Radislawa Jaska, entuzjastycznego kolekcjonera historycznych papierów wartościowych i studenta programu „Europejski Menedżer" na WUTBS w latach 2005–2006.

Źródło: zbiór autora.

A USD 1,000 corporate bond paying interest of 8+3/8th % issued by the Canadian National Railway Company in 1976, due and payable in 10 years time. Despite being exposed to foreign exchange risk, the railway chose to tap the greater pool of global capital available in US dollars compared to its native currency. And indeed, the bond can be repaid in New York, London, Frankfurt, Brussels, Paris and Zurich, reflecting the depth and breadth of the international US dollar bond market. The cancelled bond was a gift from Mr Radislaw Jasek, an enthusiastic scripophilist and a student in the European Manager program at WUTBS in 2005–2006.

Source: Author's collection.

Some Thoughts on Finance



John Bull cannot stand two percent. – Walter Bagehot

When our hero Walter Bagehot (you may look him up in the *Compendium of Banking Terms in Polish & English*) penned the above he was referring to the temptation of the British investing public (e.g. John Bull) to aggressively "reach for returns" whenever overall investment yields fell. Thus, times of quietitude naturally seemed to lead to speculative excess, the inevitable painful correction and the hard work of confidence rebuilding in the never-ending cycle of the markets. Welcome to the world of the financial markets. It is this striving to not only make money work hard but the influence of human emotion and reckoning judgment – what Keynes called our "animal spirits" – that gives the modern finance its robustness and, at the same time, its excitement.

Putting it at its simplest, finance is about getting and using money. Or, perhaps more figuratively, putting money to productive work. But it has many variations on a theme. Finance can be different things to different people. To the professionally trained accountant, many of whom will end up in the finance function, finance infers a balance sheet perspective, the place that tells us where the money came from and where it went. There is corporate finance coming from the perspective of inside an enterprise. To the entrepreneur launching a start-up business, financing will mean confidence, patience and faith from a financial backer, perhaps a business angel. To a finance director in a large firm, the everyday focus might be cash flow in order to pay the bills on time. Or, big ticket deals such as a new capital project or financing transaction. Finance also reaches outside the firm in the case of traded securities. Bankers gauge default risk and try to build fortress balance sheets. Investment finance concerns itself with the value of financial securities traded on the stock exchange. Private equity is smart money that backs its capital with oversight but wants an exit to redeploy in

new opportunities. Hedge funds speculate to prove liquidity and keep the naïve or greedy in check. Pension funds and insurance companies are patience money in for the long haul. To the most of us, finance also has a very personal level. It means managing money wisely and building those nest eggs to give a life its sense of security.

Ten years into the new millennium and we've already experienced a dotcom meltdown and frozen credit markets. "If the 19th century was the age of empire and the 20th one of war, so the 21st century, to date, is an age of finance*". Of late, the world of finance is under the gun. The folly, ineptitude and greed that seemed to characterise so much of the Credit Crisis of 2007–2009 sure don't make its practitioners, especially bankers, look very good. Financial errors – long tail events, mispricing risk, liquidity black holes, systematic risk etc. – have triggered a global recession that has brought economic hardship to millions. Governments, and ultimately their taxpayers, everywhere have been forced to put many financial institutions on the dole. No wonder Main Street is not fond of Wall Street. To disbelievers, much of finance can seem like a surreal activity. Wheeling and dealing in bits of paper. Or, even more remote from reality, finance is something that goes on inside a trading system's computer. To the real sceptics, finance activities seem parasitic, the people engaged in it nothing more than glorified accountant-types. A bunch of overpaid pen-pushers who don't actually produce anything. Yet these shortcomings and harsh images are powerful precisely because finance is so important to us all.

And, it seems, getting more important. Information technology and innovation have brought an unprecedented breadth, depth and richness to bear on finance. According to the McKinsey consulting firm, the stock of financial assets in the USA has grown from 2.4 of GDP in 1995 to 3.3 times in 2004. (This may not necessarily be a good thing if it's a bubble!) In Europe, growth is even greater**. It is the dynamic of finance, what has been called the "cash nexus", that is perhaps its most powerful and even inspiring attribute. While political correctness now talks about the "free market economy" instead of capitalism, we have perhaps lost some meaning in tempering the harsh term. In a world that believes in the primacy of shareholder wealth creation for the sake of everyone in society, it is capital, in the form of share price performance, that makes business do what they must do, be it hire or fire CEOs, innovate, restructure or invest. The relentless demand to make capital work hard to earn a risk-adjusted return puts a healthy pressure on companies and their staff to perform. While this makes for demanding and at times perverse results (think of firms simultaneously announcing record profits alongside lay-offs), the world's consumers, investors and societies are the ultimate winners.

---

* „Time", January 18, 2008, p. 31.

** „The Economist" *Banking Survey*, May 19, 2007, p. 4.

Selected References

Bank of England *A Brief History of the Bank of England*, London 1989 (pamflet).

Galbraith John Kenneth *The Age of Uncertainty*, Houghton Mifflin, Boston 1977.

Goetzmann William N., Rouwenhorst K. Geert (eds) *The Origins of Value: The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets*, The University Press, Oxford 2005.

Hollender Keith *Scripophily: Art of Finance*, Krause Publications, Iola 1994.

Kalkowski Leszek, Paga Lesław *Polish Securities*, Rosikon Press, Warszawa 1994.

Kokociński Lech *Paper Money in Poland*, Rosikon Press, Warszawa 2000.

Kranister Willibald *The Money Makers International*, Black Bear Publishing, Cambridge 1989.

McDowall Duncan *Quick to the Frontier: Canada's Royal Bank*, McCelland & Stewart, Toronto 1993.

Powell James *A History of the Canadian Dollar*, Bank of Canada, Ottawa 2000.

Krantz Les, Tamarki Bob *The Art of the Market*, Stewart, Tabori and Chang, New York 1999.

Bibliography

Bannock Graham, Manser William *International Dictionary of Finance*, John Wiley & Sons, Chichester 1999.

Brealey Richard, Myers Stewart *Principles of Corporate Finance (6th Ed)*, Irwin/McGraw-Hill, Boston 2000.

Bryson Bill *Mother Tongue: English & How It Got That Way*, Avon Books, New York 1990.

Chantrell, Glynnis *The Oxford Dictionary of Word Histories*, The University Press, Oxford 2002.

Gibson Nigel *Essential Finance*, The Economist Publications, London 2003.

Jackson Ken (ed.) *The Oxford Book of Money*, The University Press, Oxford 1995.

Johnson Michael *Business Buzzwords*, Basil Blackwood, Cambridge (USA) 1990.

Knowles Elizabeth (ed.) *The Oxford Dictionary of Phrase, Saying and Quotation*, The University Press, Oxford 1997.

Levin Dick *Buy Low, Sell High, Collect Early & Pay Late*, *The Manager's Guide to Financial Survival*, Prentice Hall, Englewood Cliffs 1983.

Purcell W.R. *Understanding a Company's Finances: A Graphic Approach,* Houghton Mifflin, Boston 1981.

Rajan Raghuram G., Zingales Luigi *Saving Capitalism from the Capitalists*, Random House, London 2004.

Securities & Exchange Commission (USA) *Plain English Handbook*, New York 1996.

Siegel Joel, Shim Jae, Hartman Stephen *The McGraw-Hill Pocket Guide to Business Finance*, McGraw-Hill, New York 1992.

Stutely Richard *The Definitive Guide to Managing the Numbers*, Financial Times/Prentice Hall, London 2003.

Index

Absolute Returns vs. Relative Returns 701
Access to Capital 701
Accounts Payable ▸ Payables 702
Accredited Investor (vernacular) 702
Accrued Interest on Bonds 703
Acid Test Ratio ▸ Quick Ratio 703
Acquisitions, Corporate Strategy of 703
Activist Funds/Shareholders 706
Activity Ratios 706
Adaptive Markets Theory 707
Adjusted Issue Price 707
Advance-Decline Line 708
Agency Problem 708
Aider and Abettor Rules (USA) 709
AIG, Significance of 710
Alpha Investor (vernacular) 711
Alternative Investment Market (UK) 711
Alternative Investments 712
American Depository Receipt 713
American (Style) Option 713
Amortisation, Bond 713
Analysis Paralysis 713
Annual General Meeting 714
Annual Percentage Rate 714
Annuity 714
Anticipatory Revenue Bond 715
Appropriation Request 715
"Approved Person" Status, FSA (UK) 715
Arbitrage 716
Arbitrage Pricing Model/Theory 716
Asset Allocation Investing 716
Asset-Backed Securities 716
Asset Base 717
Asset Class 717
Asset Coverage 718
Asset Intensity (vernacular) 718
Asset Management (Service) 718
Asset Play (vernacular) 719
Asset Quality 719
Asset Redeployment 719
Association for Financial Professionals (USA) 719
Assurance 720
Auction-Rate Securities 720
Automated Equity Trading 720
Average 720
Axe on a Stock (slang) 722

Back-End Load 724
Backdated Stock Options 724
Back-of-Envelope Calculation (vernacular) 725
Backwardation 726
Baksheesh (Indian/Turkish) 726
Balance Sheet Management (vernacular) 726
Balance Sheet "Story" (vernacular) 727
Barbell Efficient Frontier 728
Bargain Hunting (vernacular) 729
Baruch, Bernard 730
Battleground Stock 730
Baumol Model, Cash Optimisation 731
Beam-ends (informal British) 732
Bearer (Instrument/Security) 732
Bearish 732
Behavioural Finance 733
Bellwether Stock (vernacular) 734
Benchmark Ratio (vernacular) 735
Best Efforts Underwriting 736
Beta 736
Bicephalic Structure 736
Bid/Offer Spread 737
Big Bang (UK) 737
Big Board, The 737
Big Five Investment Firms 738
Binder (Insurance) 740
Black Box (slang) 740
Black Market (Currency) 740
Black-Scholes Option Pricing Model 741
Black Swan Events (vernacular) 742
Blank Cheque/Check IPO 744
Blind Pool 744
Blind Trust Fund 744
Blue Chip Stocks (slang) 744
Blue Sky Laws (American vernacular) 745
Board Lot 745
Bond 745
Bond Equivalent Yield 746
Bond Immunisation 746
Bond Investing 746
Bond Market (Global) 748
Bond Sensitivity (Market Value to Interest Rate Changes) 749
Bond Spreads 750
Book Building 750
Book Value Per Share 750
Boot Strapping (vernacular) 751
Bottom Fisher (slang) 751
Bought Deal (vernacular) 751
Bourse (European) 752
Brass Plate (vernacular) 752
Breaking the Buck (slang) 752
Break-up Fee 753
Bubble (Economic) 753
Bucket Shop (slang) 754
Buffer Stock 755
Buffett, Warren (the "Oracle of Omaha") 756
Bulge Bracket Investment Firms 756
Bulk Sales Provisions 757
Bull Dog Market 758
Bull Market (vernacular) 758
Bullion 758
Bulls Make Money and Bears Make Money, But Hogs Get Slaughtered (adage) 759
Burn Rate (slang) 759
Business Case 759
Business Development Companies (USA) 760
Business Interruption Insurance 760
Business Life Cycle 760

Business Model (vernacular) 761
Business Risk 761
Business Valuation 762
Businessman (vernacular) 763
Buttonwood Agreement (financial trivia) 763
Buy and Hold Investing (vernacular) 763
Buy Back Price 764
Buy on Rumours, Sell on News (investment wisdom) 764
Buyer of Last Resort (play on words) 764
Buying the Dip (investment tactic) 764
Buy-side of the Market (vernacular) 765

CAGR ▸ Compound Annual Growth Rate 766
Call Option 766
Campaign Finance 766
Capital 767
Capital Asset Pricing Model 767
Capital Bond 769
Capital Dividend 769
Capital Employed 769
Capital (Expenditure) Budgeting Process 770
Capital Expenditures (Capex) 772
Capital for a Crazy Idea (vernacular) 774
Capital Market Line 775
Capital Markets (Global) 775
Capital Markets (versus Institutional Sources of Financing) 776
Capital Rationing 777
Capital Structure 777
Carbon Finance 779
Carried Interest (vernacular) 779
Carry Trade (vernacular) 780
Carrying Costs 780
Carve Out (vernacular) 781
Cascading 781
Cash Based Measures of Performance and Risk 782
Cash Burn (vernacular) 782
Cash Call (vernacular) 783
Cash Flow Earnings Index 783
Cash Flow Multiples 784
Cash Flow Per Share 784
Cash Flow Return On Investment 785
Cash Optimisation 785
Cash-out Refinancing 786
Cash Pension 786
Cash Pool 787
Cash Rich (vernacular) 787
Cash Tied Up (vernacular) 788
Cash Trap 789
Catastrophe Bonds 789
Catastrophe Equity Put Option 789
Catching a Falling Knife (trader's vernacular) 790
Central Counterparties 790
Certainty Equivalents (& Capital Budgeting) 790
Certificates (Share/Stock) 791
Certificates of Accrual on Treasury Securities 792
Certification, Research Analyst's 792
Chairman of the (Supervisory) Board (of Directors) 792
Channel Stuffing 793
Chartered Director 793
Chartered Financial Analyst 793
Chartism (vernacular) ▸ Technical (Stock-market) Analysis 793

Cheeseparing (British slang) 794
Cheque/Check is in the Mail (one of the world's oldest lies) 794
Chicago Mercantile Exchange 794
Chicken Feed (slang) 794
Chief Financial Officer ► Finance Director 795
Churning (slang) 795
Churn Rate (vernacular) 796
Circuit Breaker (vernacular) 796
Class Action Shareholder Lawsuits 797
Claw Back (vernacular) 797
Cleared for Payment (vernacular) 798
Clearing House (Securities) 798
Closed-End Investment Fund 798
Co-determination (EU) 798
Co-finance 799
Collateral Trust Bond 799
Color (slang) 799
Come Up With the Cash (vernacular) 799
Commercial Risk 800
Common Sized Financial Statements 801
Common Stock (USA) 802
Compendium 802
Compensation on Equity Ratio 803
Complex Forms of Debt 804
Compound Annual Growth Rate 804
Con Man 805
Concern (vernacular) 805
Conduit Theory 805
Confidence Index 805
Conglomerate 805
Conglomerate Discount 806
Conscious Avoidance 806
Consensus View (Stock Market) 807
Conservatorship (USA) 808
Consols (archaic) 808
Constant Portion Portfolio Insurance 809
Contango 809
Contingent Consideration 809
Contract for Difference 809
Contrarian 809
Control Block 810
Control Premium 810
Convertible Securities 811
Core Business 812
Core Earnings 812
Corner the Market (vernacular) 813
Corporate Diplomacy (vernacular) 813
Corporate Finance 814
Corporate Governance 814
Corporate Profits, Aggregate 816
Corporate Raider (vernacular) 817
Corporate Reporting Model 818
Corporate Restructuring 820
Corporate Social Responsibility 821
Correction, Stockmarket 822
Cost Base (Investment) 822
Cost-Benefit Analysis 823
Cost Cutting (vernacular) 823
Cost Leadership 823
Cost of Capital (Components) 824
Cost Overrun (Project) 825
Cost-Volume-Profit Analysis 825
Council of Institutional Investors (USA) 826
Coupon Rate 827
Coupon Step-Up (& Credit Default Swaps) 827
Cover (vernacular) 827
Cover Your Ass (slang) 827
Coverage Ratio (Financial Ratio) 828
Credit Crisis 2007–2009 829

Credit Investors (vernacular) 831
Credit Rating Agency 831
Crisis Management (in Capital Markets) 833
Cross-Trade 833
Crunch (slang) 834
Cult of the Shareholder (vernacular) 834
Cumulative Provision (Preferred Shares) 834
Curb Markets (USA) 835
Current Ratio 836

Dabble in the Market 837
Daily Trading Limit 838
Daisy Chain (vernacular) 838
Dark Pools (vernacular) 838
Darling of Wall Street (slang) 838
Dawn Raid (slang) 838
Day Traders (vernacular) 839
Day's Sales Outstanding 839
Dead Cat Bounce (slang) 840
Deadweight Costs (vernacular) 841
Deal Breaker (vernacular) 841
Dealer (Securities) 841
Deal Heat (vernacular) 842
Deal Maker (vernacular) 842
Death Spiral 842
Debt Bondage 843
Debt Overhang (Market Imperfection) 844
Debt (Service) Coverage Ratios 844
Debt-to-Equity Ratio 845
Decision Tree 846
Default Rates 846
Defence Tactics (Against Takeover) 847
Defensive Stock (vernacular) 848
Deferred Taxes, Analytical Status 848
Deficit Spending 849
Delaware Company (USA) 849
Delayed Reporting (Stock Market Trade Disclosure) 850
Deleveraging 850
Delist 850
Delivery 850
Dematerialisation 851
Deregulation (Financial Markets) 851
Dilution 851
Direct Lease 852
Directors' and Officers' Policy 852
Dirty Price (vernacular) 853
Discount Rate 853
Discounted Value of Future Cash Flows 853
Discretionary (Broker's) Account 854
Discretionary Cash Flow 854
Discretionary Spending 855
Disinvestment 855
Disinvestment (Shareholders') Movement 855
Distressed Securities Market 855
Divestiture 856
Dividend 857
Dividend Growth Model 857
Dividend-lopping (vernacular) 857
Dividend Payout Ratio 858
Dividend Policy 859
Dividend Reinvestment Plans 860
Dividend Tax Credit 860
Dividend Yield 861
Diworseification (humour slang) 861
Dogs (slang) 862
Dollar Cost Averaging 862
Dollar-on-Dollar ($-on-$) Returns 863
Dow Jones Industrial Average 863
Dr. Doom (moniker) 864

Drip-Feeding (slang) 865
Drop Dead Fee (vernacular) 866
Drop-dead Money (slang) 866
Drop-lock Security (vernacular) 866
Dual-Class Shares 866
Dual-Listing 867
Duck Walk (slang) 867
Due Diligence (Investor's) 867
Du Pont Formula 868
Duration 869
Dutch Auction (vernacular) 870
Dynamic Hedging Techniques 870

E. & O.E. ► Errors and Omissions Excepted 871
Earnings-Price Ratio 871
Eating Into Capital (slang) 871
Ecological Investment 872
Economic Order Quantity 873
Economic Price 874
Economic Profit 874
Economic Value Added 875
Efficient Market Hypothesis 876
Elliott Wave 878
Embezzlement 879
Emoluments (Directors') 880
Empire-Building (slang) 881
Employee Stock Ownership Plan 882
Employment Contracts, Executive 882
Endowment Policies (UK) 883
Enterprise Value 883
Equity Analysis 884
Equity Carve-Out 884
Equity Culture (vernacular) 885
Equity Cushion (vernacular) 885
Equity Derivative 886
Equity Gap 887
Equity Index 887
Equity Index Option 887
Equity Premium 887
Equity Ratios 888
Equity Stake (vernacular) 888
Equivalent Annual Cash Flow 888
Errors and Omissions Excepted 889
Escrow 889
Exchange Traded Fund 889
Ex-Dividend 890
Execution (Stock Market Trade) 890
Executive Compensation, Debate About 890
Executive Compensation, Structure 893
Executive Stock Options 894
Exercise Price 894
Exit (vernacular) 894
Exotics (slang) 895
Extrinsic Value of Options 896

Fact Books 897
Failed Trade 897
Faith Stock (slang) 897
Fallen Angel (slang) 898
Fannie Mae (vernacular) 898
Fashionable Stocks (vernacular) 899
Fast-Money Mindset (vernacular) 899
Fat Tail Risks (vernacular) 900
Feel Good Factor (vernacular) 900
FICC (Fixed Income, Currencies and Commodities) 900
Fidelity (& Finance) 901
Fill or Kill (FOK) Order (trading vernacular) 901
Finance 901
Finance 101 (slang) 902

Finance Full Pay Out Lease 902
Finance Capitalism 903
Finance Company 904
Finance Director 904
Finance Function 905
Financial Analysis 906
Financial Architecture (vernacular) 908
Financial Backer 908
Financial Budget 909
Financial Calculators (Web based) 910
Financial Centre 910
Financial Data Consolidators 911
Financial Decision Making 911
Financial Disclosure 912
Financial Economics 913
Financial Engineering 914
Financial Executives International 914
Financial Flexibility 914
Financial Lease 915
Financial Freedom 916
Financial Future 916
Financial Genius 916
Financial Health 917
Financial Information 918
Financial Information Providers 919
Financial Innovation 920
Financial Instrument 921
Financial Intelligence 922
Financial Leverage 922
Financial Leverage Effect 923
Financial Literacy 923
Financial Management 924
Financial Modeling 925
Financial News Services 925
Financial Press, The 926
Financial Ratios (Enterprises) 926
Financial Risk 927
Financial Risk Factors 928
Financial Risk Institute 929
Financial Stability Forum 929
Financial Stress Index 930
Financial Superclass (vernacular) 930
Financial Supervision Authority (Polish) 931
Financial Weapons of Mass Destruction 932
Financier (archaic) 933
Financing Decisions 933
Financing/Gearing/Leverage Effect (& Inflation) 934
Financing Statement 935
Fire Sale Prices (slang) 936
Firm Commitment Offering 937
First Call Information (market vernacular) 937
Fisher Equation 937
Fisher, Irving 937
Fixed Asset Turnover 939
Fixed Charge Coverage Ratio 939
Fixed Income Markets 940
Fixed Income Term Structure 940
Flat Broke (slang) 940
Flip Transaction (slang) 941
Floorless Convertible ▸ Death Spiral 942
Flotation 942
Fooled by Randomness 942
Footsie (slang) 942
Forced Conversion 942
Foreign Currency Bonds 943
Foreign Currency Exposure 945
Forgery 945
Forward Contract 945
Forward Cover 946

Forward Instruments 946
Forward Price-to-Earnings 946
Forward Subsidiary Merger 947
Founders' Stock 947
Franked Income (UK) 947
Free Float (Shares) 947
Front (slang) 947
Front-End Load 948
Front Running (vernacular) 948
Frontiers of Finance (hype) 948
Fruits and Suits (British slang) 949
Fundamental Analysis 950
Funded vs. Unfunded Pension Plans (Financial Implication) 950
Funding Round 952
Funds of Funds 952
Futures Contract 953
FX (abbreviation) 953

Gambler's Comfort (slang) 954
Gap Insurance (Hollywood) 955
General Obligation Bonds 955
Ghosts (slang) 956
Gilt Security (British usage) 956
Global Investment Performance Standards 956
Global Registered Shares 956
Goal Congruence 957
Go Down the Tubes/Chute (slang) 957
Gold Bugs (slang) 957
Gold Coins (Investments) 958
Golden Hello (slang) 959
Golden Parachute (slang) 960
Golden Share (slang) 960
Goldilocks Economy (slang) 961
Good Faith Dealings 961
Goodwill (Economic) 961
Go Private (vernacular) 962
Gordon Growth Formula 963
Governance Ratings 963
Governing Documents 964
Government Bond Market 964
Government Finances 965
Graham, Benjamin 966
Grandfather Clause (vernacular) 967
Granularity (jargon) 967
Greater Fool Theory 967
Great Moderation (vernacular) 968
Greenfield Project 968
Greenmail 968
Grey Market (slang) 969
Grossed (vernacular) 969
Grow the Business (vernacular) 969
Growth Capital 970
Growth Stocks 970
Guidance 970

Hammer (slang) 971
Hang Seng Index 972
Hard Assets (vernacular) 972
Hard Currency 973
Head and Shoulders (stock market vernacular) 973
Hedge 973
Hedge Equivalent 975
Hedge Fund 975
Held-to-Maturity Securities 978
Hell-Or-High-Water Clause (vernacular) 979
High Frequency Trading 979
High Yield Bonds/Debt 980
High Water Mark Fee (vernacular) 980

Hired Guns (slang) 981
Holding Costs 981
Hope Value (slang) 982
Hostile Take-over Bid 982
(The) Hundred Group 983
Hurdle Rate 983
Hybrid Security/Capital Instruments 984

Illusion of Averages 985
Imperial Shareholders (vernacular) 986
In (and Out) of the Money 987
Income Bond 987
Income Trust 988
Indefeasible Rights of Use 988
Indemnifications, Underwriter 988
Independent/Outside Directors 988
Index Fund 990
Index Huggers (slang) 990
Index Provider 990
Initial Cash Outlay (Capital Expenditures) 991
Initial Public Offer 992
Inside Job (vernacular) 993
Insider Information/Trading 994
Insolvency 995
Installed Base (vernacular) 996
Institutional Investor 996
Insurance 997
Insurance Cover (vernacular) 998
Insurance Premium 998
Integrated Analysis 999
Internal Growth Rate 999
Internal Rate of Return 1000
International Association of Financial Executives Institute 1002
International Centre for the Settlement of Investment Disputes 1002
International Finance 1002
International Financial Crisis 1002
International Organisation of Securities Commissions 1003
International Valuation Standards 1003
Intraday Trading 1003
Intrinsic (Option) Value 1003
Intrinsic Value 1004
Inventory Turnover 1005
Inverted Yield Curve 1005
Investment 1006
Investment Grade 1007
Investment Portfolio 1007
Investment Returns 1008
Investment Round (vernacular) ▸ Funding Round 1009
Investment Sins (lay wisdom) 1009
Investment Tax Credit 1010
Investor Based Finance 1010
Investor Day 1011
Investor Protection Laws 1011
Investor Readiness 1012
Investor Relations ▸ Shareholder Relations 1012
IPO ▸ Initial Public Offer 1012
Irrelevance Proposition 1012
Issuance Costs 1013
Issuance, Shares 1015

Jackets (trading floor) 1016
Jaw Bone (slang) 1016
Jobber 1017
Joint Venture 1017
Junk Bonds (vernacular) 1018
Just-In-Time (JIT) Inventory Management 1020

K 1022
Keogh Plan (USA) 1022
Kerb Markets (UK) ► Curb Markets (USA) 1022
Kickback (vernacular) 1022
Kicker (vernacular) 1022
Know the Meaning of Money (phrase) 1023

L 1024
Laddering (slang) 1024
Laddering Investments 1025
Lake Woebegon Effect (USA slang) 1025
Law of Big Numbers (vernacular) 1025
LBO ► Leveraged Buyout 1026
Lead (Underwriting) Manager 1026
Lease Financing 1026
Lease Residual Value 1027
Leverage 1027
Leveraged Buyout 1028
Liabilities 1029
Licence to Print Money (saying) 1029
Licences (Commercial) 1030
Life Cycle Investing 1030
Limit Order 1032
Line Their Pockets (slang) 1032
Liquidate (vernacular) 1032
Liquidity (Corporate) 1033
Liquidity Black Hole (dramatisation) 1034
Liquidity Ratios 1035
Liquid Yield Option Note 1036
Listed Security 1037
Living Dead (slang) 1037
Living On/Off of Capital (vernacular) 1038
Lloyd's of London 1039
Load-to-Load (Payment Terms) 1039
Lock Up Period 1039
Locked-on Costs 1039
Locusts (slang) 1040
London Stock Exchange 1041
Long Position 1041
Longs (vernacular) 1041
LSE ► London Stock Exchange 1041
LYON ► Liquid Yield Option Note 1041

M 1042
m 1042
M & A 1042
Macro Fund 1042
Main Street versus Wall Street (USA vernacular) 1043
Make a Killing on the Market (slang) 1044
Make Money 1044
Make-or-Buy Decision 1045
Management Guru (vernacular) 1046
Management Information Circular 1046
Management/Managers (Business) 1047
Management Risk (Enterprise) 1048
Managerial Capitalism (vernacular) 1049
Managing the Balance Sheet (vernacular) 1049
Mandatory Offer 1050
Margin Account 1050
Margin Call 1050
Marginal Cost of Capital 1051
Margin of Safety 1053
Margin Squeeze (vernacular) 1053
Market Abuse 1054
Market Capitalisation 1054
Market Capitalisation Rate 1055
Market Comparables 1055
Market Correction 1056
Market Impact Cost 1056

Market Maker 1056
Market Manipulation 1056
Market Portfolio 1057
Market Price 1057
Market Reality (vernacular) 1058
Market Risk 1058
Market Sentiment 1059
Market Timing 1060
Market-to-Book (Value) Ratio 1060
Market Value Added 1060
Market Weight Ratings 1061
Marketplace Risk 1061
Markets in Financial Instruments Directive (EU) 1062
Mark-to-Market (vernacular) 1063
Mark-to-Market Accounting (& the Credit Crisis of 2007–2009) 1063
Mark-to-Model 1064
Massaging the Numbers (slang) 1065
Master of Business Administration 1066
Matching Principle (Financial) 1067
MATIF 1068
MBA ► Master of Business Administration 1068
Megacaps (vernacular) 1068
Merger 1069
Middle Price 1071
MiFID ► Markets in Financial Instruments Directive 1071
Milken (vernacular) 1071
Miller-Orr Model (Cash Holdings) 1071
Minority Shareholders 1072
Modern Portfolio Theory 1073
Modified Internal Rate of Return 1074
Modigliani-Miller Propositions 1075
Monetise (vernacular) 1076
Mono-line Insurance Companies 1077
Monte Carlo Simulation 1077
Morningstar 1078
Mortgage 1078
Mortgage-Backed Securities 1078
Mr Inside/Mr Outside (vernacular) 1078
Morgan Stanley Capital International 1078
Multinational Corporation 1079
Municipal Bond 1081
Mutual Fund (USA) 1081
Mutually Exclusive Project (Problem) 1081

N 1083
Naked (slang) 1083
Name (Lloyd's Insurance vernacular) 1084
Narrow Market 1084
NASDAQ 1084
Nationally Recognised Statistical Rating Organisation 1085
Natural Hedge 1085
Negative Working Capital 1085
Nest Egg (vernacular) 1086
Net Asset Value 1086
Net Operating Assets 1086
Net Present Value 1087
Netting (Settlement and Clearing) 1089
Neuer Market 1089
Never Buy Bad Bonds in Good Times (stock broker adage) 1090
Newco (legal vernacular) 1090
New Venture Units 1090
New York-based Commodity Exchanges 1090
Noise Trading (vernacular) 1090
Nominal Percentage Bond Price 1091
Nominee 1091

Non-Competition Covenant 1091
Non-executive Director 1091
Notes (vernacular) 1092
Notional Amount 1092
NPV ▸ Net Present Value 1092
NPV Profile 1092
Numbnuts (USA slang) 1093

O 1094
Odd Lot 1094
OFEX (UK) 1094
Offering Circular 1094
On Account Payments 1095
On the Take (slang) 1095
Online Bond Trading 1095
Open Account Selling Terms 1096
Open-end(ed) Investment Fund 1096
Open Interest 1096
Open Market Bond Redemption 1096
Open Outcry Trading 1097
Operating Lease 1097
Operating Leverage 1097
Operating Leverage Effect 1098
Optimal Leverage 1098
Option 1099
Order Backlog 1101
Order-driven Trading 1101
Ordinary Share (UK) 1101
Organic Growth 1101
Out of the Money 1102
Outfit (vernacular) 1102
Outsourcing 1102
Outstanding Shares 1102
Overfunded 1103
Oversubscribed Share Issue 1103
Over-The-Counter Market 1103
Overweight Investment Holdings 1104
Owner Withdrawals 1105

P 1106
Paper (vernacular) 1106
Par Value 1107
Paradox of Infrastructure Investment 1107
Pareto Principle 1107
Particle Finance (analogy) 1108
Partitioned Debt 1108
Partly Paid Shares 1109
Partnership 1109
Past Performance Is No Guarantee of Future Returns 1109
Patience Money (vernacular) 1110
Patsy (slang) 1110
Pay 1111
Payables 1112
Payables Turnover 1113
Payback Method 1114
Payment-in-Kind Bonds 1115
Payment on Account 1115
Pecking Order Theory of Capital Structure 1116
Peer Analysis 1116
PEG Ratio 1116
Penny Stock 1117
Pension 1117
Pension Fund Guarantee Agencies 1118
Pension Funds 1118
Pension Income (Corporate) 1119
Pension Plans 1120
Pension Savings Plans, Government 1121
Peppercorn Rent (slang) 1122
Performance (Financial) 1122
Performance Standards (Business) 1123

Perp (Perpetrator) Walks 1124
Perpetuity 1125
Personal Finances 1125
Petty Cash 1126
Pick-Up Bond (vernacular) 1126
Piece of the Action (slang) 1127
Pitch (slang) 1127
Placement (USA) 1127
Plain Vanilla (slang) 1128
Playing the Market (vernacular) 1128
Plough Back Profits (slang) 1128
Plough Back Ratio 1128
Poison Pill (slang) 1129
Portfolio 1130
Portfolio Insurance 1130
Portfolio Management 1130
Portfolio Shifts 1131
Position, To 1131
Post-Audit (Capital Budget) 1132
£.s.d. (British) 1132
Power of Compounding 1132
Power of the Purse Strings 1133
Pre-emption Rights 1134
Preferred Stock (USA) 1134
Premium 1134
Present Value/Discounted Value 1135
Preserve Capital (vernacular) 1136
Price-Book Ratio 1137
Price Discovery (vernacular) 1137
Price Earnings Ratio 1138
Price-to-Sales Ratio 1140
Primary Market 1140
Primary Offering 1140
Principal 1141
Private Equity (generic) 1141
Private Equity Fund, Private Equity Firm 1142
Private Investment In Public Equity 1144
Private Placement 1144
Private vs. Public vs. Listed/Quoted Companies (distinctions) 1145
Proceeds 1145
Profit Maximisation Goal 1145
Profit Motive 1146
Profit Taking (stock market vernacular) 1147
Profit-Volume Graph 1147
Profit Warning 1148
Profitability 1148
Profitability Index 1150
Profitability Ratios 1150
Programmed Trading 1151
Project Future Cash Flows (Capital Expenditures) 1151
Projection 1151
Projection Discount Factor 1152
Property Value at Risk 1153
Prospectus 1153
Proxy Votes 1153
Public Sector Pension Funds 1154
Public Tender Offer 1154
Pump and Dump (slang) 1154
Punter (British slang) 1155
Purchasing Function 1155
Put Option 1156

Q 1157
Qualifiers (vernacular) 1157
Qualitative versus Quantitative Analysis 1157
Quants (vernacular) 1158
Quasi-equity (vernacular) 1159
Quick Ratio 1159

Quiet Period (vernacular) 1160
Quotation 1160
Quote-driven Trading 1161

Rainbow Options 1162
Rainmaker (slang) 1162
Ramp Up (vernacular) 1163
Random Walk Theory 1163
Rating Agency ▸ Credit Rating Agency 1165
Real Estate Financing 1165
Real Estate Investment Trusts 1165
Real Estate Property 1166
Real Option Theory 1167
Rebuilding the Balance Sheet (vernacular) 1167
Recapitalization 1168
Receipts 1168
Receivable (Accounts) Turnover 1169
Red Herring (slang) 1169
Redeem/Redemption 1170
Registered Representative 1171
Registered Security 1171
Registration Statement, Securities 1171
Regulation 144A (USA) 1171
Regulation, Financial Sector 1172
Reinsurance 1173
Reinvestment Rate 1174
Reinvestment Risk 1174
Relevance/Relevant Cash Flow 1175
Rente (Old French) 1175
Reorder Point 1176
Repatriate Earnings 1176
Repurchase Tender Offer 1177
Reputation Risk (Share Price) 1177
Residual Income 1178
Resistance Level (vernacular) 1178
Restitution Fund 1178
Restricted Shares/Stock 1179
Retention Payment 1179
Return of Profits Regulations 1179
Return on Assets/Investment 1179
Return on Capital Employed 1180
Return on Equity 1181
Return On Invested Capital 1183
Return on Sales 1183
Returns to Scale 1184
Reuters/Bloomberg Screen 1184
Revenue Stream (metaphor) 1184
Reverse Premium 1184
Reverse Repurchase Agreement 1184
Reverse Split 1185
Reverse Squeeze Out 1185
Reverse Take-over 1185
Reverse Yield Gap 1186
Review of Prospectus, Auditor's 1186
Rights Issue 1186
Rising Star (vernacular) 1187
Risk 1188
Risk Adjusted Cost of Capital 1188
Risk Appetite (vernacular) 1189
Risk Capital 1190
Risk Factors (Prospectus Disclosure) 1191
Risk Premium 1191
Risk-Reward Trade-off 1191
Road Show (slang) 1193
Rocket Scientists (slang) 1193
Round Lot 1193
Round Tripping (vernacular) 1193
Rule of 72 1194
Rumour Mill (stock market) 1194
Run the Numbers (slang) 1195

SABR Volatility Models 1196
Safe Haven Assets (vernacular) 1196
Sale and Lease-back Transaction 1197
Sampling Error 1197
Samurai Bond (nickname) 1198
Say on Pay Movement 1198
Scalping (slang) 1198
Scenario Analysis 1199
Scrap Residual Value 1199
Screening Equity Investment Candidates 1200
Scrip Issue 1200
Scripophily 1200
Seat (Stock Exchange) 1201
Secondary Market 1201
Secondary Offering 1201
Secretary of the Treasury (USA) 1202
Secured Debt 1202
Securities 1203
Securities (Traded/Listed/Marketable) 1203
Securities Analysts 1203
Securities and Exchange Commission (in Poland) 1204
Securities and Exchange Commission (USA) 1204
Securities Arbitration (USA) 1205
Securities Lending 1205
Securities Research 1206
Security Market Line 1207
Selective Disclosure (stock market) 1208
Self-Insurance 1208
Sell in May and Go Away (stock broker adage) 1208
Sell on Rumour, Buy on Fact (stock broker adage) 1208
Sell-side of the Market (vernacular) 1209
Sensitivity (Bond Price) ▸ Bond Sensitivity 1209
Sensitivity (Fixed Income Asset Price to Interest Rate Changes) 1209
Separation Theorem 1210
Sexy (in) Business (slang) 1210
Shabby Side of the Street (slang) 1210
Shady Deals (slang) 1211
Share 1211
Share Buy-back Programmes 1212
Share Price Behaviour 1213
Share Splits 1214
Shareholder Activism 1214
Shareholder Litigation 1215
Shareholder Relations 1216
Shareholder Rights 1217
Shareholder Value Creation 1217
Shareholders 1218
Sharp Dealing (slang) 1218
Sharpe Ratio 1218
Shelf Registration (USA) 1221
Shell Company 1221
Shiller P/E 1221
Shoe String Financing 1223
Short Position 1223
Short Selling Securities 1223
Short Squeeze (vernacular) 1225
Short-termism (vernacular) 1225
Shotgun Clause (vernacular) 1226
Side Deal (vernacular) 1227
Signalling (vernacular) 1227
Small Capitalisation Stocks 1229
Smart Money (vernacular) 1229
Social Business Enterprise 1230
Socially Responsible Investing 1231
Soft Landing (slang) 1231

Sole Proprietorship 1231
Solvency Ratios 1231
Soulless Corporation (vernacular) 1233
Sovereign Wealth Funds 1233
S&P 500 1234
Special Dividend 1234
Special Purpose Entity 1235
Speculation 1235
Speculative Grade 1235
Splits (vernacular) 1235
Spread Betting (Financial) 1236
Stag (slang) 1236
Stakeholders 1237
Stewardship 1238
Stock Broker 1239
Stock Market Capitalisation 1239
Stock Market Performance 1240
Stock Market Ratios 1241
Stock Market 1241
Stock Options, Debate About 1242
Stock Split 1244
Stock Symbol 1244
Stock Values versus GNP 1244
Stocks (USA) 1245
Stop Loss Limit 1245
Straddle 1246
Strategic Investor 1246
Strike Price 1246
Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities 1246
Structured Finance 1247
Sub-holding Company 1247
Subsidiary, Financing of 1248
Sukuk 1248
Sum-of-the-Parts Analysis 1249
Supervisory Board (Germany) 1249
Supply-or-Pay Contract 1249
Support Level ▸ Resistance Level 1250
Surrender Value 1250
Sweat Equity (slang) 1250
Sweating Assets (vernacular) 1250
Swindles 1250
Switch Transactions (slang) 1251
Switching (slang) 1251
Synergy 1251
Synthetic Securities 1252
Systematic Risk 1252

Take-or-Pay Contract 1253
Take-over 1253
Talk-up A Stock (slang) 1253
Target Stock Price 1254
Tax Equivalent Basis 1254
Tax Exempt Securities 1254
Tax Shield (vernacular) 1254
Taxes, Financial Analysis of 1255
Technical (Stock-market) Analysis 1257
Technical Rally 1257
Tender Offer (Securities) 1257
Terminal Value 1258
Texas Hedge (USA slang) 1258
Theory of the Firm 1259
The Street (USA slang) 1260
The Trade (vernacular) 1260
Three Fs 1260
Throughput Agreement 1260
Time Value (of an Option) 1261
Time Value of Money 1261
Times Interest Earned Ratio 1262
Tip (Stock Market) 1263
Tobin's q 1263
Today's Money 1264

Too Interconnected to Fail Doctrine 1264
Total Enterprise Value 1265
Total Leverage Effect 1265
Total Shareholder Returns 1266
Tout a Stock (vernacular) 1267
Toxic Assets (vernacular) 1267
Tracking Stock 1268
Trade Finance 1269
Trade Loading 1269
Trader 1269
Trading (Securities) 1270
Trailing P/E 1270
Transient Shareholding 1270
Treasury Bill 1270
Treasury Inflation-Protected 1271
Treasury Policy (Corporate) 1271
Treasury Stock Method (Diluted EPS Calculation) 1272
Trust Fund 1273
Trust Preferred Shares 1273
Turnaround Management Association (USA) 1273
Turnaround, Corporate 1273
Turnover Ratios (Assets/Liabilities) 1274
2 and 20 Formula 1275

UCITS ► Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities 1276
Under the Table (slang) 1276
Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities 1276
Underweight 1276
Underwrite (Insurance) 1276
Underwrite (Investment) 1277
Uneconomic 1278
Unfunded 1278
Unit Trust ► Mutual Fund 1279
Unlisted Securities 1279
Unregistered Bonds 1279
Unregulated Capital Market 1280
Unsettled Transaction 1280
Unwind a Position (vernacular) 1280
Unwinding Cost 1281

Valuation Principles 1282
Value Added (vernacular) 1282
Value Additivity Principle 1283
Value Chain Analysis 1283
Value Creation/Destruction 1284
Value Investing (vernacular) 1285
Venture Capital 1285
Venture Catalyst (USA vernacular) 1286
VIX Index 1286
Volatility 1287
Vote Buying Manoeuvre 1289
Vultures (slang) 1289

Wall Street 1291
Wall Street Journal, The 1292
Wall Street Scandal 1292
War Bonds 1293
War Chest (vernacular) 1293
Warrant 1294
Waterfall Repayment (vernacular) 1294
Wealth Effect 1295
Weather Future 1296
Weight (Portfolio Investment) 1296
Weighted Average Cost of Capital 1296
Welsh (rare) 1297
What-if Scenarios (vernacular) 1298
Where Are the Customers' Yachts? (rhetorical question) 1298

White Elephant (slang) 1299
White Knight (slang) 1300
Widespread Share Ownership (Impact of) 1300
Wilcox's Gambler's Ruin Prediction Formula 1301
Williams, John Burr & Finance Theory 1302
Window of Opportunity (metaphor) 1303
Winner's Curse 1304
Win/win Negotiations 1304
Wisdom of Crowds 1304
Witching Hour (vernacular) 1305
Women in Finance 1305
Working Capital Turnover Ratio 1306
Writer (vernacular) 1307
Wrongful Trading 1307

X (USA slang) 1308
XC (stock exchange abbreviation) 1308
XCL (insurance abbreviation) 1308
XD (stock exchange abbreviation) 1308
Xetra 1308
X-int (stock exchange abbreviation) 1308
X-pr (stock exchange abbreviation) 1308
XR (stock exchange abbreviation) 1308
XW (stock exchange abbreviation) 1308

Yankee Bond (vernacular) 1309
Yearling (UK slang) 1309
Yellow Sheet (USA) 1310
Yield (Investment) 1310
Yield Arbitrage 1310
Yield Calculations for Short Term Securities 1311
Yield Curve 1312
Yield Premium/Discount 1312
Yield Spreads 1312
Yield-to-Maturity 1313
Yield-type Financial Ratios 1313
Your First Loss Is Your Best Loss (investors' adage) 1314

Zero-Coupon Security 1315
Zombie Bond (slang) 1316

Robert Patterson is a former chartered accountant and commercial banker from Canada. Since 1993 he has been permanently based in Poland as a management consultant initially with Coopers & Lybrand and subsequently as a trainer specialising in SME banking in emerging markets where he has had assignments in over 15 countries. He can be reached at patterson@ikp.pl.

Robert Patterson pracował w Kanadzie jako dyplomowany biegły rewident i bankier. Od 1993 roku mieszka w Polsce. Początkowo pracował w Coopers & Lybrand jako konsultant w zakresie zarządzania, a następnie jako doradca i trener specjalizujący się w usługach bankowych dla małych i średnich przedsiębiorstw w krajach rozwijających się (*emerging markets*). Prowadził szkolenia w ponad 15 krajach. Można się z nim skontaktować pod adresem: patterson@ikp.pl.

The *Compendium of Finance Terms in Polish & English* is about the language of finance. In a succinct yet informative way, each word entry encapsulates the meaning of the words most commonly used in financial management and investment finance. It strives to have a comprehensive coverage of the topic by including formal words, vernacular and even the slang used in financial analysis, the financial press and the everyday communication amongst finance professionals.

Kompendium terminów z zakresu finansów po polsku i angielsku przedstawia pojęcia i słownictwo z zakresu finansów. W zwięzłej, słownikowej formie zostaje wytłumaczone znaczenie pojęć używanych na co dzień w zarządzaniu finansowym i finansach inwestycyjnych. Przedstawione i wyjaśnione zostają zarówno pojęcia używane w języku oficjalnym, formalnym, jak i słownictwo potoczne i żargonowe, używane w analizach finansowych, w prasie ekonomiczno-finansowej i w codziennej komunikacji branży analityków finansowych.

SWISS CONTRIBUTION

Ministerstwo Finansów

CFRR Centre for Financial Reporting Reform
WORLD BANK GROUP Governance