

MARZENA PAPIERNIK-WOJDERA

Uniwersytet Łódzki

**GOTÓWKOWA STOPA ZRÓWNOWAŻONEGO WZROSTU
PRZEDSIĘBIORSTWA****1. Wprowadzenie**

Model zrównoważonego wzrostu przedsiębiorstwa jest koncepcją przydatną w optymalizacji decyzji dotyczących rynkowych celów przedsiębiorstwa, z uwzględnieniem finansowych uwarunkowań i możliwości ich realizacji. Zgodnie z sugestią R.C. Higginsa maksymalizacja wzrostu sprzedaży nie może być bowiem rozpatrywana jako jedyny cel przedsiębiorstwa, bez rozważenia możliwości sfinansowania tego wzrostu na tle założeń polityki finansowej przedsiębiorstwa¹.

Zgodnie z założeniami koncepcji zrównoważonego wzrostu przedsiębiorstwa prezentowanymi w literaturze² polityka ta postrzegana jest przez pryzmat utrzymania określonej struktury kapitału, stałej stopy wypłat dywidendy, stałej stopy rentowności netto sprzedaży, przy stałym poziomie obrotowości aktywów ogółem. Według powyższej koncepcji wzrost sprzedaży implikuje potrzebę zwiększenia majątku ogółem, przy czym wzrost ten jest finansowany bez pozyskiwania dodatkowego kapitału własnego z zewnątrz i opiera się na potencjale samofinansowania przedsiębiorstwa.

Założenia powyższego modelu odnoszą się do sytuacji, w której zwiększenie sprzedaży wymaga realizacji inwestycji nie tylko w aktywa bieżące, ale również w majątek trwały. Należy jednak podkreślić, iż w przypadku gdy przedsiębiorstwo dysponuje wolnymi mocami produkcyjnymi, dla uzyskania wzrostu sprzedaży inwestowanie w aktywa trwałe nie jest konieczne. Wzrost ten tworzy potrzebę inwestycji co najwyżej w majątek obrotowy. Podejście takie wydaje się być w pełni zasadne w sytuacji, gdy przedsiębiorstwo stopniowo dochodzi do pełnego wykorzystania mocy produkcyjnych, jak również wówczas, gdy produkcja i sprzedaż mają sezonowy bądź cykliczny charakter. Istotnego znaczenia nabierają wówczas kwestie zarządzania kapitałem obrotowym przedsiębiorstwa. Problematyka ta stanowi szczególnie obszar zainteresowania w proponowanym modelu gotówkowej stopy zrównoważonego wzrostu przedsiębiorstwa.

Zasadniczym celem artykułu jest prezentacja koncepcji gotówkowej stopy zrównoważonego wzrostu przedsiębiorstwa wraz z ukazaniem możliwości jej wykorzystania w obszarze zarządzania kapitałem obrotowym.

¹ Zob. Higgins R.C., *How Much Growth Can a Firm Afford?*, *Financial Management*, Vol. 6, 1977.

² J.C. Van Horne, *Financial Management and Policy*, Prentice-Hall International Inc., 1989, 807-815; R.A. Brealey, S.C. Myers, *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, tom 1, s. 1128-1130; R.C.Higgins, *Analysis for Financial Management*, Irwin/McGraw-Hill, Boston 1998, s.119-146.

2. Koncepcja gotówkowej stopy zrównoważonego wzrostu przedsiębiorstwa

Zasadnicze założenia do modelu gotówkowej stopy zrównoważonego wzrostu przedsiębiorstwa są następujące:

- majątek przedsiębiorstwa jest finansowany kapitałem własnym oraz zobowiązaniami krótkoterminowymi,
- przedsiębiorstwo nie ponosi kosztów finansowych z tytułu zobowiązań krótkoterminowych, zobowiązania te mają charakter zobowiązań bezodsetkowych,
- amortyzacja służy reprodukcji prostej majątku trwałego, wartość tego majątku nie ulega zmianie,
- przedsiębiorstwo zwiększa sprzedaż w oparciu o posiadane zdolności produkcyjne,
- całość zysku netto jest przeznaczona na finansowanie wzrostu sprzedaży,
- wzrost sprzedaży finansowany jest zyskiem netto oraz wzrostem bieżących zobowiązań bezodsetkowych,
- poziom rentowności netto sprzedaży jest stały,
- wzrost sprzedaży implikuje potrzebę inwestowania w majątek obrotowy,
- strategia zarządzania kapitałem obrotowym netto nie ulega zmianie, co wyraża się w zachowaniu stałej długości cyklu konwersji gotówki.

Według syntetycznego ujęcia można przyjąć, iż przepływy pieniężne (*cash flow*) stanowią sumę zysku netto i amortyzacji skorygowaną o zmiany w kapitale obrotowym netto. Zmiany te mogą być rozważane z uwzględnieniem wszystkich składników mających wpływ na poziom kapitału obrotowego netto (tj. zapasów, należności krótkoterminowych, środków pieniężnych oraz zobowiązań bieżących) lub z uwzględnieniem wyłącznie niegotówkowych elementów tego kapitału. Formułę służącą ustaleniu przepływów pieniężnych według powyższego ujęcia prezentuje wzór (1):

$$CF = ZN + Am \pm \Delta KON \quad (1)$$

CF – przepływy pieniężne,

ZN – zysk netto,

Am – amortyzacja,

ΔKON – zmiany w kapitale obrotowym netto.

Z uwagi na założenie, iż amortyzacja jest wykorzystywana dla potrzeb finansowania zakupów odtworzeniowych w obszarze majątku trwałego, w dalszych rozważaniach nie jest ona brana pod uwagę jako źródło finansowania wzrostu sprzedaży. Uwzględnienie tego warunku pozwala na przekształcenie wzoru (1) do następującej postaci:

$$CF = ZN - \Delta KON \quad (2)$$

Jeżeli przyjmiemy, iż wyrazem równowagi finansowej przedsiębiorstwa w okresie t_1 jest wygenerowanie przepływów pieniężnych wynoszących zero, to po przekształceniu wzoru (2) możemy zapisać następującą równość:

$$ZN_1 = \Delta KON \quad (3)$$

gdzie:

ZN_1 - zysk netto w okresie t_1 ,

ΔKON - przyrost inwestycji w kapitał obrotowy netto w okresie t_1 w porównaniu z okresem t_0 .

Zysk netto w okresie t_1 można ustalić za pomocą następującej formuły:

$$ZN_1 = S_1 \times ROS, \quad (4)$$

a przyjmując, iż $S_1 = S_0 + \Delta S$, można ją przekształcić do postaci:

$$ZN_1 = (S_0 + \Delta S)ROS \quad (5)$$

lub

$$ZN_1 = S_0(1 + g)ROS \quad (6)$$

gdzie:

S_0 - wielkość sprzedaży w okresie t_0 ,

ΔS - przyrost wielkości sprzedaży w okresie t_1 w porównaniu z okresem t_0 ,

g - stopa wzrostu sprzedaży.

Zgodnie z przyjętym na wstępie założeniem, wzrost sprzedaży jest finansowany zyskiem netto oraz przyrostem bezodsetkowych zobowiązań bieżących na poziomie zdeteminowanym rozstrzygnięciami w obszarze zarządzania kapitałem obrotowym netto.

W rozpatrywanym modelu przyjęta została zasada kontynuacji rozwiązań w zakresie zarządzania kapitałem obrotowym netto przedsiębiorstwa, co znajduje wyraz w niezmiennej długości cykli:

- obrotu zapasami (cyklu konwersji zapasów),
- spływu należności krótkoterminowych (cyklu konwersji należności krótkoterminowych),
- spłaty zobowiązań bieżących (cyklu płatności zobowiązań krótkoterminowych).

Implikacją tego założenia jest konieczność realizacji dodatkowych inwestycji w kapitał obrotowy netto z uwzględnieniem wszystkich elementów wpływających na ten kapitał, bądź z uwzględnieniem jego składników niegotówkowych.

Nawiązując do prawej strony równania (3) można wskazać, iż zmiany w niegotówkowych elementach kapitału obrotowego netto stanowią różnicę między wartością tego kapitału w okresie t_1 i t_0 , co można wyrazić równaniem:

$$\Delta NKON = NKON_1 - NKON_0 \quad (7)$$

gdzie:

$\Delta NKON$ - zmiany w niegotówkowych elementach kapitału obrotowego netto w okresie t_1 w porównaniu z okresem t_0 .

$NKON_0$ – wartość niegotówkowego kapitału obrotowego netto w okresie t_0 ,

$NKON_1$ – wartość niegotówkowego kapitału obrotowego netto w okresie t_1 .

Wartość niegotówkowego kapitału obrotowego w okresach t_0 i t_1 można ustalić za pomocą następujących równań:

$$NKON_0 = \frac{S_0}{360} (Coz + Csn - Cszk) \quad (8)$$

$$NKON_1 = \frac{S_1}{360} (Coz + Csn - Cszk) \quad (9)$$

gdzie:

Coz – cykl obrotu zapasami,

Csn – cykl splotu należności krótkoterminowych,

$Cszk$ – cykl spłaty zobowiązań krótkoterminowych,

pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Zmiany w niegotówkowych elementach kapitału obrotowego netto ($\Delta NKON$) można zatem wyliczyć za pomocą następującego równania:

$$\Delta NKON = \frac{S_1}{360} (Coz + Csn - Cszk) - \frac{S_0}{360} (Coz + Csn - Cszk), \quad (10)$$

które po dalszym przekształceniu przyjmie postać:

$$\Delta NKON = \frac{S_1 - S_0}{360} (Coz + Csn - Cszk) \quad (11)$$

lub

$$\Delta NKON = \frac{\Delta S}{360} (Coz + Csn - Cszk) \quad (12)$$

Ponieważ suma cyklu obrotu zapasami i cyklu splotu należności, pomniejszona o cykl spłaty zobowiązań krótkoterminowych, stanowi cykl konwersji gotówki (Ckg), można zatem zapisać, iż:

$$\Delta NKON = \frac{\Delta S}{360} Ckg \quad (13)$$

gdzie:

Ckg – cykl konwersji gotówki,

pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Zgodnie z powyższą formułą potrzeby finansowe przedsiębiorstwa, związane z inwestycjami w kapitał obrotowy w związku z realizacją wzrostu sprzedaży, są kształtowane przez wielkość wzrostu sprzedaży oraz strategię zarządzania kapitałem obrotowym wyrażoną długością cyklu konwersji gotówki.

Podstawiając prawe strony wzorów (5) i (13) do formuły (3) otrzymujemy równość:

$$(S_0 + \Delta S) \times ROS = \frac{\Delta S}{360} \times Ckg \quad (14)$$

Po przekształceniu powyższej formuły ze względu na ΔS otrzymujemy następujące równanie:

$$\Delta S = S_0 : \left(\frac{Ckg}{ROS \times 360} - 1 \right) \quad (15)$$

Dzieląc obydwie strony równania przez S_0 uzyskujemy wzór na gotówkową stopę zrównoważonego wzrostu przedsiębiorstwa:

$$\frac{\Delta S}{S_0} = 1 : \left(\frac{Ckg}{ROS \times 360} - 1 \right) \quad (16)$$

czyli:

$$g^*_{CF} = 1 : \left(\frac{Ckg}{ROS \times 360} - 1 \right) \quad (17)$$

gdzie:

g^*_{CF} - gotówkowa stopa zrównoważonego wzrostu przedsiębiorstw,
pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Stopa ta odzwierciedla możliwe do zrealizowania tempo wzrostu sprzedaży przy założeniu samofinansowania tego wzrostu zyskiem netto, przy jednoczesnej kontynuacji rozwiązań w obszarze zarządzania niegotówkowymi składnikami kapitału obrotowego netto.

Dla potrzeb egzemplifikacji powyższych rozważań wykorzystane zostały dane dotyczące hipotetycznego przedsiębiorstwa Alfa, zawarte w tabelach 1-3.

Tabela 1. Bilans przedsiębiorstwa Alfa na koniec roku 200a (w tys. zł)

Aktywa		Pasywa	
Aktywa trwałe	150,0	Kapitał własny	200,0
Aktywa obrotowe	100,0	Zobowiązania krótkoterminowe	50,0
w tym:			
Zapasy	60,0		
Należności krótkoterminowe	30,0		
Środki pieniężne	10,0		
Razem:	250,0	Razem:	250,0

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 2. Rachunek zysków i strat przedsiębiorstwa Alfa za rok 200a (w tys. zł)

Wyszczególnienie	Kwota
Przychód ze sprzedaży	200,0
Koszty uzyskania przychodu	190,0
Wynik na sprzedaży	10,0
Podatek dochodowy (20%)	2,0
Zysk netto	8,0

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 3. Wybrane wskaźniki finansowe przedsiębiorstwa Alfa za rok 200a

Wskaźnik	Jednostka miary	Wartość wskaźnika
Cykl konwersji zapasów	dni	108,0
Cykl konwersji należności krótkoterminowych	dni	54,0
Cykl płatności zobowiązań krótkoterminowych	dni	90,0
Cykl konwersji gotówki	dni	+ 72,0
Rentowność netto sprzedaży	%	4,0

Źródło: opracowanie własne.

Na podstawie powyższych danych oraz formuły (15) można ustalić, iż przyrost sprzedaży w przedsiębiorstwie Alfa w roku 200b - możliwy do sfinansowania zyskiem netto, przy kontynuacji rozstrzygnięć w obszarze strategii zarządzania niefinansowymi składnikami kapitału obrotowego netto - wynosi 50 tys. zł, co wynika z następujących wyliczeń:

$$\Delta S = 200 \text{ tys. zł} : \left(\frac{+72}{0,04 \times 360} - 1 \right) = 50 \text{ tys. zł}$$

Gotówkowa stopa zrównoważonego wzrostu przedsiębiorstwa Alfa wyniesie zatem 25 %, co można ustalić na podstawie formuły (17):

$$g^*_{CF} = 1 : \left(\frac{+72}{0,04 \times 360} - 1 \right) = 0,25$$

Realizacja powyższego tempa wzrostu sprzedaży będzie oznaczała potrzebę zwiększenia zapasów do 75 tys. zł oraz należności krótkoterminowych do 37,5 tys. zł, przy równoczesnym wzroście zobowiązań krótkoterminowych do 62,5 tys. zł i utrzymaniu środków pieniężnych na poziomie 10 tys. zł.

Bilans oraz rachunek zysków i strat przedsiębiorstwa Alfa na koniec roku 200b prezentują tabele 4 i 5.

Tabela 4. Bilans przedsiębiorstwa Alfa na koniec roku 200b (w tys. zł) - wersja z uwzględnieniem zmian w niefinansowych składnikach kapitału obrotowego netto, tj. przy tempie wzrostu sprzedaży wynoszącym 25,0%

Aktywa		Pasywa	
Aktywa trwałe	150,0	Kapitał własny w tym: zysk netto bieżącego roku	210,0 10,0
Aktywa obrotowe w tym: Zapasy Należności krótkoterminowe Środki pieniężne	122,5 75,0 37,5 10,0	Zobowiązania krótkoterminowe	62,5
Razem:	272,5	Razem:	272,5

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 5. Rachunek zysków i strat przedsiębiorstwa Alfa za rok 200b (w tys. zł) - wersja z uwzględnieniem zmian w niefinansowych składnikach kapitału obrotowego netto, tj. przy tempie wzrostu sprzedaży wynoszącym 25,0%

Wyszczególnienie	Kwota
Przychód ze sprzedaży	200,0
Koszty uzyskania przychodu	190,0
Wynik na sprzedaży	10,0
Podatek dochodowy (20%)	2,0
Zysk netto	8,0

Źródło: opracowanie własne.

Powyższe ustalenia odnoszą się do sytuacji, w której wzrost sprzedaży implikuje potrzebę inwestowania w zapasy i należności krótkoterminowe oraz generuje przyrost zobowiązań krótkoterminowych, przy równoczesnym utrzymaniu niezmiennego poziomu środków pieniężnych.

Jeżeli w założeniach dotyczących strategii zarządzania kapitałem obrotowym przyjęta zostałaby zasada, iż wraz ze wzrostem sprzedaży wzrasta również kwota środków pieniężnych, wówczas formułę (17) należy zmodyfikować dodając do cyklu konwersji gotówki długość cyklu środków pieniężnych (liczbę dni sprzedaży pokrytą środkami pieniężnymi). W analizowanym przypadku cykl środków pieniężnych wynosi 18 dni, co wynika z następujących wyliczeń:

$$Cś p = \frac{\text{środki pieniężne}}{\text{sprzedaż}} \times 360 = \frac{10 \text{ tys. zł}}{200 \text{ tys. zł}} \times 360 = 18 \text{ dni.}$$

Uwzględniając potrzebę inwestycji w najbardziej płynny składnik aktywów przedsiębiorstwa można wskazać, iż w rozpatrywanym przypadku gotówkowa stopa zrównoważonego wzrostu będzie niższa o prawie 6% i wyniesie 19,05%:

$$g^*_{CF} = 1 : \left(\frac{+72 + 18}{0,04 \times 360} - 1 \right) = 0,1905$$

Oznacza to, iż w powyższych warunkach zwiększenie zasobów środków pieniężnych (stosownie do wielkości sprzedaży) zredukuje możliwości do sfinansowania wzrost sprzedaży z 50 tys. zł do 38,1 tys. zł:

$$\Delta S = 200 \text{ tys. zł} : \left(\frac{+72+18}{0,04 \times 360} - 1 \right) = 38,1 \text{ tys. zł}$$

Bilans oraz rachunek zysków i strat przedsiębiorstwa Alfa w sytuacji, gdy uwzględnione są zmiany we wszystkich składnikach kapitału obrotowego netto, prezentują tabele 6 i 7.

Tabela 6. Bilans przedsiębiorstwa Alfa na koniec roku 200b (w tys. zł) – wersja z uwzględnieniem zmian we wszystkich składnikach kapitału obrotowego netto, tj. przy tempie wzrostu sprzedaży wynoszącym 19,05%

Aktywa		Pasywa	
Aktywa trwałe	150,0	Kapitał własny w tym: zysk netto bieżącego roku	209,5 9,5
Aktywa obrotowe w tym: Zapasy Należności krótkoterminowe Środki pieniężne	119,0 71,4 35,7 11,9	Zobowiązania krótkoterminowe	59,5
Razem:	269,0	Razem:	269,0

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 7. Rachunek zysków i strat przedsiębiorstwa Alfa za rok 200b (w tys. zł) – wersja z uwzględnieniem zmian we wszystkich składnikach kapitału obrotowego netto, tj. przy tempie wzrostu sprzedaży wynoszącym 19,05%

Wyszczególnienie	Kwota
Przychód ze sprzedaży	238,1
Koszty uzyskania przychodu	226,2
Wynik na sprzedaży	11,9
Podatek dochodowy (20%)	2,4
Zysk netto	9,5

Źródło: opracowanie własne.

Jeżeli zmianie ulegnie czas konwersji któregośkolwiek ze składników kapitału obrotowego netto, wówczas przez uwzględnienie tej zmiany w długości cyklu konwersji gotówki (ewentualnie także cyklu środków pieniężnych) można ustalić ich wpływ na poziom gotówkowej stopy zrównoważonego wzrostu przedsiębiorstwa.

Koncepcja gotówkowej stopy zrównoważonego wzrostu przedsiębiorstwa tworzy ponadto możliwość określenia dopuszczalnych zmian w obszarze zarządzania kapitałem obrotowym netto przedsiębiorstwa, w zależności od wielkości rzeczywiście realizowanej sprzedaży.

Należy bowiem rozważyć trzy zasadnicze sytuacje, tj.:

a) możliwe do zrealizowania przez przedsiębiorstwo tempo wzrostu sprzedaży jest równe

$$\text{gotówkowej stopie zrównoważonego wzrostu przedsiębiorstwa } \left(\frac{\Delta S}{S_0} = g^*_{CF} \right);$$

b) możliwe do zrealizowania przez przedsiębiorstwo tempo wzrostu sprzedaży jest większe od gotówkowej stopy zrównoważonego wzrostu przedsiębiorstwa

$$\left(\frac{\Delta S}{S_0} > g^*_{CF} \right);$$

c) możliwe do zrealizowania przez przedsiębiorstwo tempo wzrostu sprzedaży jest niższe od gotówkowej stopy zrównoważonego wzrostu przedsiębiorstwa

$$\left(\frac{\Delta S}{S_0} < g^*_{CF} \right).$$

Powyższe przypadki będą tworzyły odmienne finansowe uwarunkowania działalności przedsiębiorstwa, mające odzwierciedlenie między innymi w możliwych do przyjęcia w danych warunkach rozwiązaniach w obszarze zarządzania kapitałem obrotowym netto.

Po przekształceniu wzoru (16) ze względu na cykl konwersji gotówki (Ckg) uzyskujemy następującą formułę:

$$Ckg = \left(\frac{S_0}{\Delta S} + 1 \right) ROS \times 360 \quad (18)$$

Wstawiając w powyższym wzorze w miejsce ΔS rzeczywistą wielkość możliwego do osiągnięcia w danych warunkach rynkowych przyrostu sprzedaży, można ustalić długość cyklu konwersji gotówki, który tworzy finansowe warunki dla realizacji tej sprzedaży.

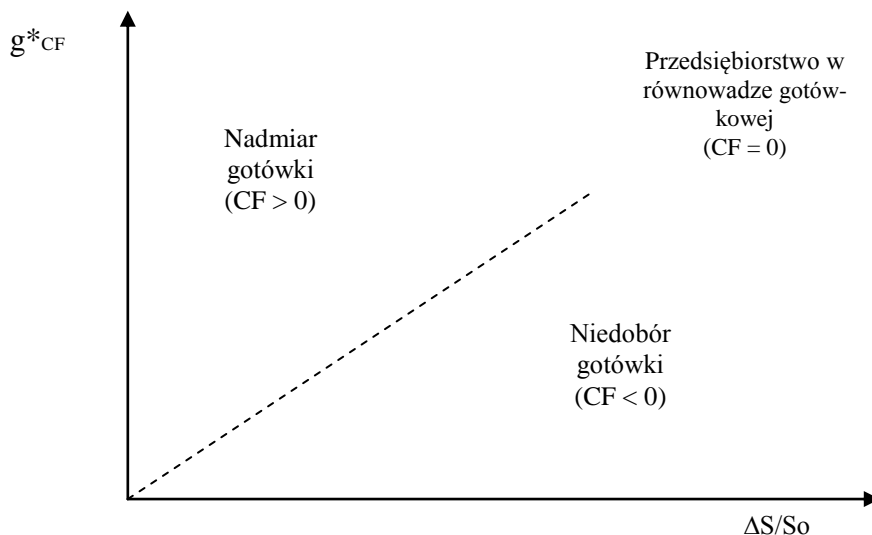
Gdyby wzrost sprzedaży, możliwy do osiągnięcia przez przedsiębiorstwo Alfa, wynosił na przykład 60 tys. zł (czyli stopa wzrostu sprzedaży kształtowałaby się na poziomie nie 25%, a 30%), wówczas wzrost ten byłby możliwy do realizacji, o ile cykl konwersji gotówki uległby skróceniu do 62,4 dni, co wynika z następujących wyliczeń:

$$Ckg = \left(\frac{200 \text{ tys. zł}}{60 \text{ tys. zł}} + 1 \right) 0,04 \times 360 = 62,4 \text{ dni}$$

W sytuacji, gdy możliwy do zrealizowania wzrost sprzedaży byłby niższy od gotówkowej stopy zrównoważonego wzrostu przedsiębiorstwa, wówczas istnieje możliwość wydłużenia cyklu konwersji gotówki (wyznaczenia dłuższych terminów płatności dla odbiorców, wydłużenia cyklu rotacji zapasów, dokonania szybszych płatności z tytułu zobowiązań bieżących), bądź zainwestowania relatywnie nadmiernych środków pieniężnych. Gdyby wzrost sprzedaży, możliwy do osiągnięcia przez przedsiębiorstwo Alfa, wynosił na przykład 40 tys. zł (czyli stopa wzrostu sprzedaży kształtowałaby się na poziomie 20%), wówczas realizacja tego wzrostu byłaby możliwa w sytuacji, gdy cykl konwersji gotówki wynosiłby nawet 86,4 dni, co wynika z następujących wyliczeń:

$$Ckg = \left(\frac{200 \text{ tys. zł}}{40 \text{ tys. zł}} + 1 \right) 0,04 \times 360 = 86,4 \text{ dni}.$$

Relacje między gotówkową stopą zrównoważonego wzrostu przedsiębiorstwa, a możliwym do osiągnięcia w rzeczywistości tempem wzrostu sprzedaży ilustruje wykres 1.



Wykres 1. Relacje między gotówkową stopą zrównoważonego wzrostu przedsiębiorstwa a możliwym do osiągnięcia tempem wzrostu sprzedaży

Źródło: opracowanie własne.

W sytuacji, gdy powyższe stopy są tej samej wielkości, przedsiębiorstwo znajduje się w równowadze finansowej. Jeżeli gotówkowa stopa zrównoważonego wzrostu przedsiębiorstwa jest wyższa od stopy wzrostu sprzedaży możliwej do osiągnięcia przez przedsiębiorstwo w rzeczywistości, wówczas występuje nadmiar gotówki w porównaniu z potrzebami wynikającymi ze wzrostu sprzedaży. Jeżeli zaś gotówkowa stopa zrównoważonego wzrostu przedsiębiorstwa jest niższa od stopy wzrostu sprzedaży, jaką przedsiębiorstwo może osiągnąć w rzeczywistości, wówczas ma miejsce niedobór gotówki w porównaniu z potrzebami generowanymi przez wzrost sprzedaży. Próbę rozwiązania tego problemu można podjąć rozważając wprowadzenie zmian w obszarze zarządzania kapitałem obrotowym netto, z wykorzystaniem formuły (18).

3. Podsumowanie

Gotówkowa stopa zrównoważonego wzrostu przedsiębiorstwa jest instrumentem przydatnym w zarządzaniu równowagą finansową przedsiębiorstwa. Ma ona szczególne zastosowanie w sytuacji, gdy wzrost sprzedaży implikuje zmiany w kapitale obrotowym netto. Koncepcja ta pozwala na rozpoznanie i analizę zdolności przedsiębiorstwa do finansowania określonego wzrostu sprzedaży, z uwzględnieniem uwarunkowań wynikających nie tylko z potencjału samofinansowania zyskiem netto, ale także rozwiązań przyjętych w obszarze zarządzania kapitałem obrotowym netto.

4. Literatura

- [1] Higgins R.C., *Analysis for Financial Management*, Irwin/McGraw-Hill, Boston 1998.
- [2] Higgins R.C., *How Much Growth Can a Firm Afford?*, *Financial Management*, Vol. 6, 1977.
- [3] Van Horne J.C., *Financial Management and Policy*, Prentice-Hall International Inc., 1989.
- [4] Brealey R.A., Myers S C., *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, tom 1.

Streszczenie

Zasadniczym celem artykułu jest prezentacja koncepcji gotówkowej stopy zrównoważonego wzrostu przedsiębiorstwa wraz z ukazaniem możliwości jej wykorzystania w obszarze zarządzania kapitałem obrotowym. Koncepcja ta jest przydatna w zarządzaniu równowagą finansową przedsiębiorstwa szczególnie w sytuacji, gdy wielkość gotówkowej stopy zrównoważonego wzrostu przedsiębiorstwa jest różna od stopy wzrostu sprzedaży możliwej do osiągnięcia w rzeczywistości, a przedsiębiorstwo ma możliwość wprowadzenia zmian w obszarze zarządzania kapitałem obrotowym.

Słowa kluczowe: gotówkowa stopa zrównoważonego wzrostu przedsiębiorstwa, cykl konwersji gotówki, kapitał obrotowy.

CASH FLOW SUSTAINABLE GROWTH RATE OF ENTERPRISE

Summary

The main purpose of this article is to present the concept of cash flow sustainable growth of enterprise and to show its potential for use in the field of working capital management. This concept is useful for management of enterprise financial sustainability, especially if cash flow sustainable growth rate of enterprise is different than growth rate of real sales, and enterprise have the possibility to change its working capital management strategy.

Keywords: cash flow sustainable growth of enterprise, cash conversion cycle, working capital.

Translated by Marzena Papiernik-Wojdera

MARZENA PAPIERNIK-WOJDERA
Uniwersytet Łódzki
e-mail: marzena.papiernik@op.pl

