

Tomasz Słoński, Karolina Daszyńska-Żygadło

Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

GOTÓWKOWA STOPA WZROSTU PODTRZYMYWANEGO W ANALIZIE STRATEGICZNEJ WYBRANYCH PRZEDSIĘBIORSTW BRANŻY BROWARNICZEJ

1. Wstęp

Analiza strategiczna dostarcza wielu narzędzi pozwalających na efektywną ekonomicznie alokację zasobów przedsiębiorstwa. Przegląd dostępnych narzędzi znacznie przekracza rozmiary artykułu, dlatego autorzy ograniczą zakres analizy do jednej z najpopularniejszych metod analizy strategicznej, co pozwoli ukazać jej pewne mankamenty z finansowego punktu widzenia. Zgodnie z najpopularniejszą metodą analizy strategicznej możliwe kierunki rozwoju są dzielone na cztery kategorie według dwóch kryteriów: udziału w rynku oraz tempa wzrostu branży, do której dana działalność jest zaszeregowana. Każdej z czterech kategorii przypisane jest działanie, które ma zmierzać do maksymalizacji bogactwa właścicieli w długim okresie.

1. Dla dużego udziału w rynku oraz działalności w dynamicznie rozwijającej się branży – działalność zwykle opisywana jako gwiazda: rekomendowanym działaniem jest utrzymywanie udziału w rynku.

2. Dla dużego udziału w rynku oraz działalności w wolno rozwijającej się branży – działalność zwykle opisywana jako dojna krowa: rekomendowanym działaniem jest absorpcja nadwyżek środków pieniężnych i przekazywanie ich na finansowanie innych działalności, nawet kosztem utraty udziału w rynku.

3. Dla niewielkiego udziału w rynku i dynamicznie rozwijającej się branży – działalność zwykle opisywana jako znak zapytania: rekomendowanym działaniem jest zwiększanie udziału w rynku przez finansowanie środkami pochodzącymi z działalności opisywanych jako dojne krowy.

4. Dla niewielkiego udziału w rynku i wolno rozwijającej się branży – działalność zwykle opisywana jako psy: rekomendowanym działaniem są dywesticje¹.

¹ Szerzej na ten temat w pracy pod red. R. Krupskiego [Krupski 1999, s. 150-175].

Wydaje się, że analiza tego typu wymaga włączenia dodatkowego, finansowego wymiaru. Jednakże nie wystarczy analizować wielkości zasobów finansowych, tak jak to ma miejsce w analizie SPACE. Z finansowego punktu widzenia wspólną wadą tego typu narzędzi analizy strategicznej jest przyjęcie założenia, że wielkość udziału w rynku odpowiada za zdolność do generowania wpływów środków pieniężnych, a tempo rozwoju branży odpowiada za oczekiwaną wielkość nakładów inwestycyjnych. Dodatkowo zakłada się, że wielkość przepływów środków pieniężnych oraz poziom ryzyka są podobne dla różnych rodzajów działalności². Formułowanie strategii powinno być w jednoznaczny sposób powiązane ze zdolnością do generowania środków pieniężnych, na których poziom wpływa znacznie więcej czynników niż tylko udział w rynku i stopa wzrostu branży. Efektywność modeli planowania strategicznego może znacznie poprawić zintegrowanie ich z zagadnieniami planowania finansowego związanymi ze zdolnością przedsiębiorstwa do generowania gotówki.

2. Zrównoważony rozwój przedsiębiorstwa

Zagadnienie związane ze zrównoważeniem środków dostępnych dla przedsiębiorstwa na inwestycje ze środkami wymaganymi na inwestycje jest rozumiane jako zdolność do generowania gotówki. R.C. Higgins zaproponował model, w którym taki stan równowagi jest utrzymywany w odniesieniu do środków finansujących wzrost przedsiębiorstwa i wydatków przeznaczonych na wzrost sprzedaży. Stał się on jednym z najbardziej znanych narzędzi planowania finansowego. Modyfikacja modelu uwzględniająca pozyskanie dodatkowego kapitału własnego, a zatem zmianę docelowej struktury kapitału, została zaproponowana przez J. van Home'a [Home 1989, s. 810].

Wnikliwą analizę powiązań kategorii finansowych i możliwości zastosowania modeli stabilnego wzrostu prezentuje w swojej pracy W. Pluta [Pluta 2003, s. 204-238]. Wyprowadzeniem wzoru oraz testowaniem na danych rzeczywistych zajmują się m.in. Słoński i Siedlecki [Siedlecki, Słoński 2001]. Tematyką ustalania stopy zrównoważonego wzrostu zajmują się również A. Rutkowski [Rutkowski 2004] oraz J. Duraj [Duraj 2004].

Możliwości zastosowania w praktyce podstawowego modelu stabilnego wzrostu R.C. Higginsa mogą być ograniczone m.in. ze względu na założenia dotyczące finansowania wzrostu zyskiem zatrzymanym. Ze względu na specyfikę poszczególnych branż oraz ich atrakcyjność z punktu widzenia możliwości realizowania wysokich stóp zwrotu z nowych inwestycji nie zawsze można zastosować model stabilnego wzrostu zaproponowany przez R.C. Higginsa, dlatego też do analizy strategicznej uwzględniającej zdolność do generowania gotówki i realizacji stóp wzrostu wybranych przedsiębiorstw z branży browarniczej został zastosowany

² Inne metody planowania strategicznego uwzględniają rentowność poniesionych nakładów (np. w tzw. macierzy McKinsey&Co wykorzystywany jest wskaźnik stopy zwrotu z inwestycji: ROI). Jednakże w literaturze związanej z zarządzaniem finansami przedsiębiorstwa tego typu miary atrakcyjności finansowej niekoniecznie prowadzą do osiągnięcia finansowego celu działalności przedsiębiorstwa.

inny model, wprowadzony przez V. Govindarajana i J. Shanka [Govindarajan, Shank 1984, s. 88-95], szczegółowo opisywany w dalszej części niniejszego artykułu.

W polskojęzycznych opracowaniach termin *sustainable growth rate* jest tłumaczony jako model stabilnego wzrostu, model zrównoważonego wzrostu, model wzrostu podtrzymywanego. Wydaje się, iż każde z określeń jest właściwe, jednak sformułowania „model podtrzymywanego wzrostu” lub „stopa wzrostu podtrzymywanego” najtrafniej oddają charakter założeń modelu dotyczących realizacji tylko takiej stopy wzrostu sprzedaży, jaką można zrealizować, nie zmieniając struktury i sposobu finansowania.

3. Model podtrzymywanego wzrostu

Zaproponowany przez R.C. Higginsa [Higgins 1977, s. 7-16; Higgins 2003, s. 119-120] model podtrzymywanego wzrostu jest jednym z najbardziej znanych narzędzi planowania finansowego. Model ten zakłada zrównoważenie środków finansujących wzrost przedsiębiorstwa i wydatków przeznaczonych na wzrost sprzedaży. Uwzględnienie w modelu stanu równowagi pozwala stwierdzić, że model zakłada planowanie w stabilnych warunkach. W tym modelu środki pozostające do dyspozycji zarządu to zyski zatrzymane i odpis amortyzacyjny oraz przyrost długu następujący proporcjonalnie do przyrostu kapitałów własnych. Środki te finansują przyrost aktywów przedsiębiorstwa. Odpis amortyzacyjny jest wykorzystywany w całości do odtworzenia umorzonej części majątku przedsiębiorstwa, a zyski zatrzymane finansują przyrost majątku związany ze zwiększeniem sprzedaży. Tym samym wzrost przedsiębiorstwa jest finansowany zyskami zatrzymanymi.

Cztery założenia przyjęte przez R.C. Higginsa zmniejszają możliwość zastosowania tego równania do celów planowania: (1) odpis amortyzacyjny jest równy nakładom ponoszonym w celu podtrzymania sprzedaży, (2) zyski zatrzymane są jedynym wewnętrznym źródłem finansowania wzrostu przedsiębiorstwa, (3) przedsiębiorstwo jest finansowane zgodnie z optymalną strukturą finansowania, (4) przedsiębiorstwo nie emituje dodatkowych kapitałów własnych. Zniesienie tych ograniczeń będzie zmierzać do lepszego pomiaru środków dostępnych do finansowania nowych działalności i określenia nakładów niezbędnych do uruchomienia nowych działalności [Govindarajan, Shank 1984, s. 88-95].

3.1. Środki finansujące wzrost przedsiębiorstwa (FP)

Do środków finansujących wzrost przedsiębiorstwa można zaliczyć przede wszystkim: odpis amortyzacyjny, zyski zatrzymane oraz środki uwolnione w wyniku wzrostu efektywności zarządzania kapitałem pracującym netto³. Jednakże środki uwolnione w wyniku wzrostu efektywności zarządzania kapitałem pracującym netto

³ W celu uproszczenia założmy, że rzeczowe składniki majątku trwałego nie mogą zostać sprzedane.

zostaną uwzględnione w mniejszym zapotrzebowaniu na kapitał pracujący netto w równaniu (4). Bezpośredni wpływ na zwiększenie zysków zatrzymanych ma strategia nakierowana na zmniejszenie zobowiązań podatkowych oraz zmniejszenie wskaźnika wypłaty dywidendy. Równanie (3) pozwala na wyznaczenie wielkości środków finansujących wzrost przedsiębiorstwa z tych źródeł finansowania.

$$FP_t = (ZZ_t + OA_t) + (ZZ_t + OA_t)(D_{t-1} / E_{t-1}), \quad (1)$$

gdzie: FP – środki finansujące wzrost przedsiębiorstwa,

ZZ – zysk netto,

OA – odpis amortyzacyjny,

D – kapitały obce w strukturze kapitału,

E – kapitały własne w strukturze kapitału.

Podzielenie stron równania (1) przez przychody ze sprzedaży wiąże wielkość środków finansujących wzrost przedsiębiorstwa z przychodami ze sprzedaży.

$$FP' = (m(1-d) + OA/S) + (m(1-d) + OA/S)(D/E), \quad (2)$$

gdzie: $FP' = FP/S_0$,

m – marża zysku na sprzedaży,

d – wskaźnik wypłaty dywidendy.

Wprowadzone przez V. Govindarajana i J. Shanka powiązanie tych wielkości upraszcza procedury planowania finansowego, jednakże z metodologicznego punktu widzenia tłumaczenie zmian wielkości odpisów amortyzacyjnych zmianami przychodów ze sprzedaży daje dobre rezultaty jedynie w niektórych przypadkach. Wielkość odpisów amortyzacyjnych jest pochodną wielkości nakładów inwestycyjnych na majątek rzeczowy przedsiębiorstwa. Powiązanie nakładów inwestycyjnych z przyrostami sprzedaży jest uzasadnione, ale zależność liniowa pomiędzy parametrami może występować w dużych przedsiębiorstwach.

Na podstawie równania (3) można obliczyć wielkość środków, które można przeznaczyć na finansowanie wzrostu przedsiębiorstwa w następnym okresie planowania.

$$FP = (1+g)S_0(m(1-d) + OA/S)(1+(D/E)), \quad (3)$$

gdzie: g – stopa wzrostu przedsiębiorstwa.

Przedsiębiorstwo osiąga podtrzymywaną stopę wzrostu, jeżeli środki finansujące wzrost przedsiębiorstwa są wydatkowane wyłącznie na przyrost aktywów ogółem towarzyszący wzrostowi sprzedaży.

3.2. Przyrost majątku przedsiębiorstwa związany ze wzrostem sprzedaży (WK)

W dalszych rozważaniach nie przyjmuje się założenia o tym, że odpis amortyzacyjny jest wykorzystywany do podtrzymywania sprzedaży. Do podtrzymywania

sprzedaży wystarczy ponieść nakład równy Rei . Jeżeli odpis amortyzacyjny jest większy od Rei , to pozostałą część środków można wykorzystać do finansowania dalszego wzrostu. Wraz ze wzrostem sprzedaży przewiduje się poniesienie nakładów na kapitał pracujący netto oraz dodatkowe inwestycje w majątek trwały, który jest niezbędny do osiągnięcia wzrostu sprzedaży. Wielkość niezbędnych nakładów można obliczyć za pomocą równania (4):

$$WK = \Delta MT + \Delta KPN + Rei, \quad (4)$$

gdzie: WK – wymagany wzrost majątku przedsiębiorstwa,
 ΔMT – przyrost majątku trwałego związany ze wzrostem sprzedaży,
 ΔKPN – przyrost kapitału pracującego netto,
 Rei – nakłady związane z podtrzymaniem poziomu zrealizowanej sprzedaży.

Jeżeli wielkość poszczególnych nakładów odniesie się do wielkości sprzedaży, to równanie (4) można przedstawić jako:

$$WK' = (gS_0)MT' + (gS_0)KPN' + ((1+g)S_0)Rei, \quad (5)$$

gdzie: $MT' = MT/S_0$,
 $KPN' = KPN/S_0$,
 $Rei' = Rei/S_0$.

Powiązanie wielkości wydatków operacyjnych i inwestycyjnych z przychodami ze sprzedaży może napotkać uzasadnioną krytykę. W innych procedurach planowania finansowego, np. w sprawozdaniach finansowych pro forma dąży się do prognozowania kwot wydatków w złotych, pomimo to przyszłe wydatki kapitałowe są funkcją oczekiwanej sprzedaży, a rozważania na temat, czy prognozę wydatków ująć w złotych, czy jako procent wartości sprzedaży, można uznać za wtórne.

3.3. Wyznaczenie podtrzymywanej stopy wzrostu przedsiębiorstwa (g^*)

Stopa podtrzymywanego wzrostu zostanie osiągnięta, jeżeli kwoty obliczone na podstawie równań (3) i (5) będą takie same. Oznacza to, że:

$$(1+g^*)S_0(m(1-d)+OA/S)(1+(D/E)) = (g^*S_0)MT' + (g^*S_0)KPN' + ((1+g^*)S_0)Rei. \quad (6)$$

Równanie (6) można sprowadzić do następującej postaci:

$$g^* = \frac{FP' - Rei}{MT' + KPN' + Rei - FP'}. \quad (7)$$

Równanie (7) rozpisane na wartości tzw. nośników wartości przedsiębiorstwa przedstawia się następująco:

$$g^* = \frac{\left[((m_{EBIT} - k_I)(1-T)(1-d) + OA/S) \times (1 + D/E) - Rei \right]}{\left[MT' + KPN' \right] - \left[((m_{EBIT} - k_I)(1-T)(1-d) + OA/S)(1 + D/E) - Rei \right]}, \quad (8)$$

gdzie: m_{EBIT} – marża zysku $EBIT$,

k_I – koszty odsetkowe jako procent sprzedaży.

Równanie (8) opisuje stan równowagi, tj. przyszłe wpływy pokryją poniesione w przyszłości wydatki. Efektem wszystkich procedur planowania finansowego na poziomie całego przedsiębiorstwa jest uzyskanie tego stanu równowagi. Z tego powodu analizę tego typu można wykorzystać jako jedno z pierwszych narzędzi planowania finansowego na poziomie poszczególnych strategicznych jednostek biznesu w przedsiębiorstwie. Aby wyeliminować wadę związaną ze zbyt krótkim okresem prognostycznym, można przeprowadzać analizę na podstawie prognoz przeciętnych wielkości parametrów równania (8).

Przedsiębiorstwo można postrzegać jako grupę strategicznych jednostek biznesu, które nie muszą uzyskiwać stanu zrównoważenia wpływów i wydatków. Wpływy i wydatki będą zrównoważone na poziomie całego przedsiębiorstwa. Ujemna stopa podtrzymywanego wzrostu może wskazywać na to, że wielkość ponoszonych nakładów inwestycyjnych nie zostanie zrównoważona przez środki, które przedsiębiorstwo ma do dyspozycji. Ewentualny wzrost nakładów inwestycyjnych jest bezzasadny, jeżeli nie będzie prowadził do wzrostu wpływów środków pieniężnych.

O atrakcyjności branży nie stanowi jej potencjał wzrostu (tj. stopa wzrostu sprzedaży), ale wielkość marży zysku, wielkość środków dostępnych z tytułu poniesionych odpisów amortyzacyjnych oraz pojemność zadłużeniowa, która jest pochodną atrakcyjności branży. Nie bez znaczenia jest łatwość pozyskania środków przez przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym, która nie tylko zależy od wyników analizy finansowej przedsiębiorstwa, ale również od sytuacji na rynku kapitałowym.

Branże atrakcyjne będą skłaniały zarządy przedsiębiorstw do realizacji inwestycji w celu zwiększenia sprzedaży. W tym momencie ważna jest analiza współmierności ponoszonych wydatków z oczekiwanymi wpływami środków pieniężnych. Nakłady inwestycyjne mogą być zbyt duże w stosunku do planowanych korzyści, co może doprowadzić do zmniejszenia wartości przez przedsiębiorstwo.

4. Analiza gotówkowej stopy wzrostu podtrzymywanego na przykładzie przedsiębiorstw branży browarniczej

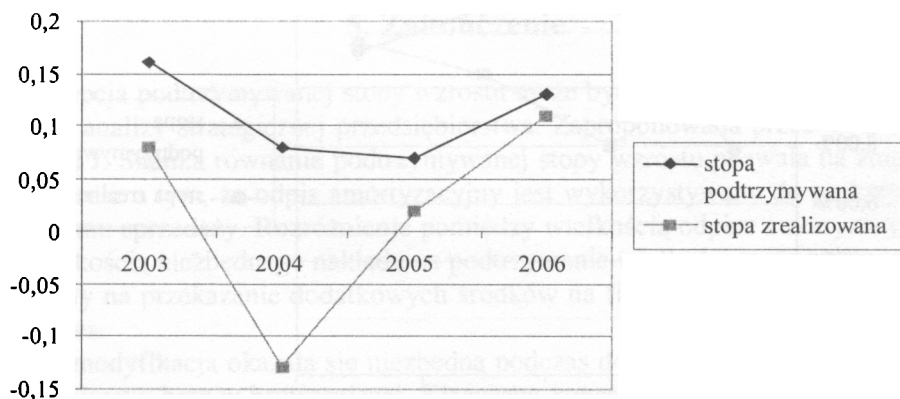
Zastosowanie gotówkowej stopy wzrostu podtrzymywanego zilustrowano przykładem dwóch spółek z branży browarniczej. Każda z nich w okresie analizy nie finansowała swojego wzrostu zyskiem zatrzymanym (wskaźniki wypłaty dywidendy w obu przypadkach są równe 100% lub bliskie 100%) lub robiła to w minimalnym zakresie, zatem nie było spełnione podstawowe założenie modelu podtrzymywanej stopy wzrostu R.C. Higginsa, co uniemożliwiło jego zastosowanie w dalszej analizie.

Analizując rozwój całej branży, można stwierdzić, że lata dynamicznego wzrostu ma ona już za sobą; spożycie piwa w litrach na osobę w roku 2006 wynosiło 85 litrów⁴, co zgodnie z przewidywaniami zarówno browarów, jak i instytucji badających rynek⁵ stanowi wartość bliską punktowi nasycenia rynku. Odnosząc się do klasycznej metody analizy strategicznej, można stwierdzić, że branża browarnicza stała się wolno rozwijającą się branżą, a badane przedsiębiorstwa mające duży udział w rynku można określić jako tzw. dojne krowy.

Tabela 1. Parametry równania gotówkowej stopy wzrostu podtrzymywanego na podstawie danych rzeczywistych Grupy Kapitałowej Żywiec SA za lata 2003-2006 (w %)

Wyszczególnienie	2003	2004	2005	2006
Stopa amortyzacji (OA/S)	7,0	7,5	8,7	8,2
D/E	40,1	40,4	43,2	77,1
Marża zysku operacyjnego (m_{EBIT})	9,0	13,3	15,9	14,3
Odsetki od długu (k_f)	0,8	1,5	1,2	0,9
Efektywna stopa podatkowa (T)	19,9	15,9	20,1	22,3
Wskaźnik wypłaty dywidendy (d)	100	100	89	96
Dodatkowe inwestycje w majątek trwały (Rei)	6,0	6,5	7,7	7,2
Kapitał obrotowy netto jako % przychodów ze sprzedaży (KON')	3,3	3,3	0,3	-1,9
Majątek trwały jako % przychodów ze sprzedaży (MT'')	46,6	56,2	56,9	48,8
Stopa podtrzymywana	16,1	8,2	7,3	12,9
Stopa zrealizowana	8,4	-13,0	2,0	11,2

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 1. Podtrzymywana stopa wzrostu i zrealizowana stopa wzrostu dla Grupy Kapitałowej Żywiec SA w latach 2003-2006

Źródło: opracowanie własne.

Podtrzymywana stopa wzrostu została policzona na podstawie wzoru (8). Na podstawie danych okresu t_0 dokonano szacunku stopy wzrostu sprzedaży w okresie t_1 i porównano z faktycznie zrealizowaną stopą wzrostu sprzedaży.

⁴ Dane Związku Pracodawców Przemysłu Piwowarskiego [www.browary...].

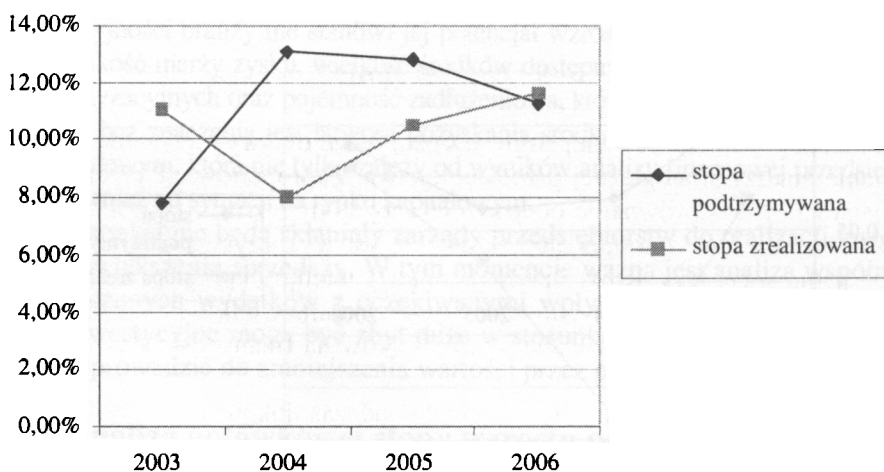
⁵ Materiały wewnętrzne Kompanii Piwowarskiej. Por. [Raport CASE... 2000].

Tabele 1 i 2 syntetycznie prezentują wyniki obliczeń dla Grupy Kapitałowej Żywiec SA i Grupy Kapitałowej Kompania Piwowarska SA. Są to dwa przedsiębiorstwa o najwyższym udziale w rynku piwa, uważane za liderów w branży pod względem zarówno wyników sprzedaży, jak i realizowanych stóp wzrostu, poziomu inwestycji oraz atrakcyjnego portfela marek.

Tabela 2. Parametry równania gotówkowej stopy wzrostu podtrzymywanego na podstawie danych rzeczywistych Grupy Kapitałowej Kompania Piwowarska SA za lata 2003-2006 (w %)

Wyszczególnienie	2003	2004	2005	2006
Stopa amortyzacji (OA/S)	5,6	5,6	5,0	4,3
D/E	67,8	70,7	76,8	42,1
Marża zysku operacyjnego (m_{EBIT})	24,36	22,91	20,81	21,81
Odsetki od długu (k_f)	1,4	1,1	1,2	0,8
Efektywna stopa podatkowa (T)	30,0	23,2	19,2	18,4
Wskaźnik wypłaty dywidendy (d)	100,0	100,0	100,0	100,0
Dodatkowe inwestycje w majątek trwały (Rei)	4,6	4,6	4,0	3,3
Majątek trwały jako % przychodów ze sprzedaży (MT'')	40,3	41,2	43,0	43,9
Kapitał obrotowy netto jako % przychodów ze sprzedaży (KON')	1,0	2,4	4,4	-2,8
Stopa podtrzymywana	7,8	13,1	12,8	11,3
Stopa zrealizowana	11,1	8,0	10,5	11,6

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 2. Podtrzymywana stopa wzrostu i zrealizowana stopa wzrostu dla Grupy Kapitałowej Kompania Piwowarska SA za lata 2003-2006

Źródło: opracowanie własne.

Analiza danych historycznych (rys. 1 i 2) pozwala zauważyć pewne zależności w ramach całej branży. Jak wynika z porównania oszacowanych podtrzymywanych stóp wzrostu za poszczególne okresy od 2003 r. do 2006 r. ze zrealizowanymi stopami wzrostu przychodów ze sprzedaży, pomimo wzrostu sprzedaży większej niż

wzrost całego rynku, badane firmy nie osiągały wzrostu takiego jak oszacowane stopy podtrzymywane. Zatem można stwierdzić, że korzystniejsze dla właścicieli badanych spółek było wypłacanie nadwyżek gotówki w postaci dywidendy i realizowanie rozwoju w mniejszym zakresie niż wynikałoby to z oszacowanych wielkości podtrzymywanej stopy wzrostu, zwiększając przy tym udział długu w strukturze kapitału.

Takie działanie może wynikać m.in. z braku atrakcyjnych projektów inwestycyjnych, braku projektów zapewniających wysokie stopy zwrotu dla właścicieli, a także z kosztu kapitału pozyskanego zarówno z długo-, jak i krótkoterminowego długu niższego niż kosztu kapitału własnego generowanego wewnętrznie (zysku zatrzymanego). W takiej analizie nie bez znaczenia jest polityka dywidendy prowadzona na poziomie portfela przedsiębiorstw w całej grupie kapitałowej oraz ogólna sytuacja w branży browarniczej na polskim rynku.

W przypadku Grupy Kapitałowej Kompania Piwowska SA interesująco wypada zestawienie planów przedsiębiorstwa na okres analizy z faktycznie zrealizowanym poziomem sprzedaży. Kompania Piwowska na początku dekady zakładała osiąganie stóp wzrostu wyższych od podtrzymywanych. Wyższa stopa wzrostu wymusza pozyskiwanie dodatkowego kapitału z zewnętrznych źródeł finansowania. W rzeczywistości sytuacja taka nie miała miejsca. Przedsiębiorstwo realizowało atrakcyjne inwestycje (marża zysku *EBIT* kształtowała się na wysokim poziomie), ale tempo wzrostu branży nie pozwalało na realizację inwestycji o skali na tyle dużej, aby przekroczyć stopę wzrostu podtrzymywanego.

5. Zakończenie

Koncepcja podtrzymywanej stopy wzrostu może być wykorzystana w celu uzupełnienia analizy strategicznej przedsiębiorstwa. Zaproponowana przez V. Govindarajana i J. Shanka równanie podtrzymywanej stopy wzrostu pozwala na zniesienie założenia o tym, że odpis amortyzacyjny jest wykorzystywany do podtrzymania poziomu sprzedaży. Rozróżnienie pomiędzy wielkością odpisu amortyzacyjnego a wielkością niezbędnego nakładu na podtrzymanie wielkości sprzedaży pozwala z reguły na przekazanie dodatkowych środków na finansowanie wzrostu przedsiębiorstwa.

Taka modyfikacja okazała się niezbędna podczas dokonanej w artykule analizy przedsiębiorstw branży browarniczej. Klasyczna koncepcja podtrzymywanej stopy wzrostu nie znajduje zastosowania, ponieważ zakłada ona, że jedynym źródłem kapitału własnego jest zysk zatrzymany w przedsiębiorstwie. Tym samym wypłata całości zysku akcjonariuszom uniemożliwiałaby jakiegokolwiek wzrost sprzedaży.

Utrzymywanie się zrealizowanych stóp wzrostu poniżej poziomu stóp podtrzymywanych pozwala na sformułowanie wniosków dotyczących potencjału wzrostu branży. Zgodnie z prognozami spożycia piwa w Polsce branża ma stosunkowo niewielki potencjał wzrostu przy jednoczesnym utrzymywaniu się wysokich marż

zysku. Taka sytuacja skłania do przekazywania nadwyżek generowanych przez przedsiębiorstwo do finansowania innych bardziej atrakcyjnych podmiotów.

Przedstawiona w artykule analiza ma pewne ograniczenia. Pełna analiza wpływu działań strategicznych na rynek kapitałowy wymaga badań rozkładu osiągniętych korzyści (np. wolnych przepływów gotówkowych) w czasie oraz ryzyka związanego z funkcjonowaniem przedsiębiorstwa. W modelach wzrostu podtrzymywanego analiza korzyści jest zawężona do analizy marż zysku, a analiza ryzyka funkcjonowania branży jest z reguły pomijana. Liczne narzędzia wykorzystywane do pomiaru wartości przedsiębiorstwa mogą okazać się bardzo pomocne w poszerzeniu analizy atrakcyjności przedsiębiorstw i branż.

W modelach wzrostu podtrzymywanego nie zakłada się pozyskiwania dodatkowego kapitału własnego przez emisję akcji. Tym samym analiza podtrzymywanych stóp wzrostu daje wiarygodne rezultaty dla przedsiębiorstw znajdujących się w początkowych (brak możliwości emisji dodatkowych udziałów) lub schyłkowych (pozyskiwanie dodatkowego kapitału jest bezzasadne) fazach cyklu rozwoju przedsiębiorstwa. Analiza przedsiębiorstw znajdujących się w innych fazach cyklu rozwoju przedsiębiorstwa musi wykorzystywać modyfikację zaproponowaną przez J. van Horne'a.

Literatura

- Duraj J., *O potrzebie pełniejszego spojrzenia na metodę procentu od sprzedaży*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Zarządzanie finansami: finansowanie przedsiębiorstw w UE*, Wyd. Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2004.
- Govindarajan V., Shank J., *Cash Sufficiency: The Missing Link in Strategic Planning*, „Corporate Accounting”, Winter 1984.
- Higgins R.C., *Analysis for Financial Management*, McGraw-Hill, Boston 2003.
- Higgins R.C., *How Much Growth Can Firm Afford?*, „Financial Management”, Fall 1977.
- Horne J. van, *Financial Management and Policy*, Prentice Hall International, Englewood Cliffs 1989.
- Krupski R. (red.), *Zarządzanie strategiczne. Koncepcje. Metody*, AE, Wrocław 1999.
- Materiały wewnętrzne Grupy Kapitałowej Kompania Piwowarska SA.
- Materiały wewnętrzne Grupy Kapitałowej Żywiec SA.
- Pluta W., *Planowanie finansowe w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2003.
- Prusek T., Cegiela J., *Raport branżowy – piwo*, „Gazeta Wyborcza” z 10 lutego 2004.
- Raport CASE Doradcy Sp. z o.o., lipiec 2000.
- Rutkowski A., *Planowanie zrównoważonego tempa wzrostu firmy*, [w:] E. Urbańczyk (red.), *Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Teoria i praktyka gospodarcza*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 378, Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2004.
- Siedlecki R., Słoiński T., *Prognozowanie stopy wzrostu przedsiębiorstwa na podstawie danych finansowych*, [w:] *Ekonometria*, Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 915, Wrocław 2001.
- www.browary-polskie.pl.

CASH SUSTAINABLE GROWTH RATE IN THE STRATEGIC ANALYSIS OF CHOSEN BREWERY COMPANIES

Summary

The analysis of sustainable growth rate allows to improve considerably an assessment of SBU's strategic potential. The rate helps to compare the possible growth rate within the branch with the growth rate the firm's scheme to achieve. The article presents case studies from brewery sector. In those cases the V. Govindarajan and J. Shank's concept of sustainable growth rate was used.