

AKADEMIA EKONOMICZNA W KRAKOWIE
WYDZIAŁ ZARZĄDZANIA
KATEDRA EKONOMIKI I ORGANIZACJI PRZEDSIĘBIORSTW

Małgorzata Kowalik

STRATEGIA ZARZĄDZANIA KAPITAŁEM
OBROTOWYM BRUTTO JAKO CZYNNIK KREOWANIA
WARTOŚCI DLA AKCJONARIUSZY

PRACA DOKTORSKA

Promotor
Prof. dr hab. Maria Sierpińska

Kraków 2006 rok

SPIS TREŚCI

WSTĘP	7
--------------------	---

Rozdział I

ZARZĄDZANIE PRZEDSIĘBIORSTWEM PRZEZ WARTOŚĆ DLA AKCJONARIUSZY

1. Istota zarządzania w organizacjach	13
2. Cele przedsiębiorstw w gospodarce rynkowej	18
3. Finansowe cele organizacji gospodarczych	23
4. Wartość jako kategoria ekonomiczna w kontekście wartości przedsiębiorstwa	27
5. Wartość przedsiębiorstwa a wartość firmy	32
6. Istota wartości dla akcjonariuszy	39
7. Maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy jako podstawowy cel gospodarowania	42
8. Charakterystyka zarządzania przedsiębiorstwem przez wartość dla właścicieli	48

Rozdział II

DETERMINANTY WARTOŚCI DLA AKCJONARIUSZY

1. Systematyka czynników kształtujących wartość dla akcjonariuszy	54
2. Stopa wzrostu przychodów netto ze sprzedaży	55
3. Marża zysku operacyjnego	58
4. Stopa podatku dochodowego	59
5. Inwestycje w aktywa trwałe	62
6. Struktura i koszt kapitału	67
7. Okres wzrostu wartości	84
8. Otoczenie i procesy społeczno-polityczno-ekonomiczne	85
9. Polityka dywidend	89
10. Wykorzystanie procesów restrukturyzacji w kształtowaniu wartości przedsiębiorstwa	91

Rozdział III

METODYKA POMIARU WARTOŚCI DLA AKCJONARIUSZY

1.Tradycyjne mierniki oceny rezultatów działalności przedsiębiorstwa	99
1.1. Dane księgowe jako podstawa ustalania wartości tradycyjnych mierników oceny efektywności przedsiębiorstwa	99
1.2. Mierniki rynkowej wartości akcji i kapitału	102
1.3. Wskaźniki rentowności	106

1.4. Stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału –ROIC	110
1.5. Całkowity zwrot dla akcjonariuszy – TSR	113
2. Nowe mierniki pomiaru wartości dla akcjonariuszy uwzględniające wartość dodaną	115
2.1. Systematyka mierników oceny wartości dla akcjonariuszy	115
2.2. EVA jako miara zdolności przedsiębiorstwa do kreowania wartości dla akcjonariuszy	117
2.3. Zalety i wady stosowania EVA w praktyce	123
2.4. Rynkowa wartość dodana – MVA	128
2.5. Wartość dodana dla akcjonariuszy – SVA	129
3. Mierniki wartości dla akcjonariuszy oparte na przepływach środków pieniężnych	132
3.1. Wolne przepływy pieniężne – FCF	132
3.2. Stopa zwrotu z inwestycji spółki bazująca na przepływach pieniężnych – CFROI	134
3.3. Gotówkowa wartość dodana – CVA	137

Rozdział IV

ZAPOTRZEBOWANIE NA KAPITAŁ OBROTOWY NETTO W ASPEKCIE WARTOŚCI DLA AKCJONARIUSZY

1. Kapitał obrotowy netto jako determinanta wartości dla akcjonariuszy	140
1.1. Istota kapitału obrotowego	140
1.2. Ustalanie poziomu kapitału obrotowego netto	143
1.3. Źródła pochodzenia i zasilania kapitału obrotowego netto	144
1.4. Metody badania poziomu kapitału obrotowego netto	145
1.5. Kapitał obrotowy netto a wartość dla akcjonariuszy	148
2. Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto	149
2.1. Ustalanie zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto	149
2.2. Poziom i struktura zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto	152
2.3. Sprzeczności w kreowaniu dodatkowego zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto	157
3. Czynniki kształtujące zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto w przedsiębiorstwie	158
3.1. Długość cyklu konwersji gotówki	158
3.2. Cykl życia produktu	161
3.3. Cykl życia przedsiębiorstwa	166
3.4. Polityka kredytowa przedsiębiorstwa wobec odbiorców	168
3.5. Specyfika branży, w której działa podmiot gospodarczy	173

3.6. Koniunktura gospodarcza	174
------------------------------------	-----

Rozdział V

STRATEGIE ZARZĄDZANIA KAPITAŁEM OBROTOWYM BRUTTO PRZEDSIĘBIORSTWA

1. Strategia jako nadrzędna filozofia kreowania wartości	175
1.1. Charakterystyka zarządzania strategicznego w przedsiębiorstwie	175
1.2. Koncepcja strategii w procesie zarządzania organizacją	180
2. Rodzaje strategii zarządzania kapitałem obrotowym brutto	183
2.1. Charakterystyka strategii zarządzania kapitałem obrotowym brutto w ujęciu „dochód – ryzyko”	183
2.2. Istota strategii zarządzania płynnością finansową w ujęciu harmonizacji	185
3. Charakterystyka strategii zarządzania kapitałem obrotowym brutto	186
3.1. Wyznaczniki strategii zarządzania kapitałem obrotowym brutto	186
3.2. Strategie zarządzania aktywami bieżącymi w przedsiębiorstwie	196
3.3. Strategie zarządzania źródłami finansowania aktywów bieżących	198
3.4. Sposoby wyznaczania strategii zarządzania kapitałem obrotowym brutto	200
3.5. Strategie zarządzania kapitałem obrotowym brutto	203

Rozdział VI

USTALANIE ZALEŻNOŚCI POMIĘDZY STRATEGIĄ ZARZĄDZANIA KAPITAŁEM OBROTOWYM BRUTTO A WARTOŚCIĄ DLA AKCJONARIUSZY

1. Charakterystyka obszaru badań	208
2. Sytuacja przemysłu chemicznego w analizowanym okresie	209
3. Stan przemysłu spożywczego	226
4. Pomiar strategii zarządzania kapitałem obrotowym brutto w badanych spółkach	236
4.1. Wyznaczanie strategii zarządzania kapitałem obrotowym brutto w ujęciu „dochód – ryzyko”	236
4.2. Strategia zarządzania kapitałem obrotowym brutto a udział kapitału obrotowego netto w aktywach ogółem	237
4.3. Strategia zarządzania kapitałem obrotowym brutto a udział kapitału obrotowego netto w aktywach bieżących	240
4.4. Strategie zarządzania kapitałem obrotowym brutto a poziom kapitału obrotowego netto – badanie zgodności dokonanych założeń	241

5. Ustalenie wartości parametrów wykorzystanych do pomiaru wartości dla akcjonariuszy	243
5.1. Pomiar poziomu kapitału zainwestowanego (IC)	243
5.2. Szacowanie wartości średniego ważonego kosztu kapitału (WACC)	245
5.3. Obliczanie zysku operacyjnego netto po opodatkowaniu (NOPAT)	248
6. Próba ustalenia zależności pomiędzy rodzajem strategii zarządzania kapitałem obrotowym brutto a zmianą wartości dla akcjonariuszy w badanych spółkach	249
6.1. Obliczanie współczynnika Yule'a w przemyśle chemicznym	249
6.2. Współczynnik korelacji liniowej dla spółek z przemysłu chemicznego	251
6.3. Próba wyeliminowania czynników zniekształcających otrzymane wyniki badań dla przemysłu chemicznego	254
6.4. Zależność między strategią zarządzania kapitałem obrotowym brutto a wartością dla akcjonariuszy w przemyśle spożywczym	260
PODSUMOWANIE	268
SPIS TABEL	276
SPIS WYKRESÓW	279
SPIS SCHEMATÓW	280
LITERATURA	281
ZAŁĄCZNIKI	