

Pomiar efektywności a cele przedsiębiorstw

Rafał Wilczyński*

Streszczenie: Efektywność stanowi jedno z kluczowych zagadnień dla ekonomii i nauk o zarządzaniu. Przedmiotem szczególnego zainteresowania jest efektywność ekonomiczna, definiowana jako różnica pomiędzy efektami a nakładami. Efektywność to również działanie prowadzące do określonego celu. W literaturze trudno znaleźć jednolite stanowisko odnośnie głównego celu funkcjonowania przedsiębiorstw. Poszczególne teorie reprezentują różne podejście do tego zagadnienia. Prezentowane w niniejszym artykule podejście w zakresie doboru wskaźników bazuje na założeniu, że kluczowymi czynnikami determinującymi efektywność przedsiębiorstwa jest rentowność operacyjna działalności i płynność finansowa. Proponowany zestaw wskaźników pozwala na pomiar i ocenę efektywności z punktu widzenia kluczowych celów funkcjonowania przedsiębiorstwa.

Słowa kluczowe: cele przedsiębiorstw, efektywność, pomiar, wskaźniki finansowe

Wprowadzenie

Efektywność funkcjonowania przedsiębiorstw stanowi jedno z kluczowych zagadnień podejmowanych na gruncie ekonomii i nauk o zarządzaniu. Efektywność zapewnia przedsiębiorstwom możliwość przetrwania, co jest warunkiem kluczowym dla realizacji innych celów takich jak wzrost, rozwój, maksymalizacja korzyści menedżerów czy tak istotne budowanie wartości rynkowej.

Literatura przedmiotu wypracowała metody oceny efektywności oparte na analizie wskaźnikowej. Powszechnie stosowane wskaźniki księgowe, finansowe i rynkowe pozwalają na bardzo szeroki zakres analizy

Celem artykułu jest przedstawienie zagadnienia efektywności w aspekcie jej pomiaru oraz krytyczna ocena stosowanych grup wskaźników stosowanych do jej pomiaru. Efektem jest przedstawienie autorskiej propozycji zestawu wskaźników, który może zostać wykorzystany do badania efektywności funkcjonowania przedsiębiorstw, uzupełniając wypracowane do tej pory dorobek naukowy w tym zakresie.

1. Pojęcie efektywności

Efektywność jest pojęciem, które nie jest jednoznacznie definiowane. W teorii ekonomii jest ona związana z pojęciem *Optimum* Pareta, czyli takiej kombinacji dóbr, przy której

¹ mgr Rafał Wilczyński, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu.

poziom użyteczności wszystkich uczestników rynku jest maksymalny. Z efektywnością Pareta (lub po prostu efektywnością) mamy do czynienia, gdy nie istnieje możliwość reorganizacji produkcji lub dystrybucji w taki sposób, by komuś działało się lepiej bez pogarszania sytuacji innej osoby. Efektywność wymaga nie tylko właściwego doboru dóbr, które mają być produkowane, ale także takiej ich alokacji pomiędzy konsumentami, by maksymalizować satysfakcję (Samuelson, Nordhaus 2012: 161).

Odnosząc efektywność do organizacji, można wyróżnić jej dwa wymiary: operacyjny i strategiczny. Efektywność w sensie operacyjnym oznacza realizowanie działań znacznie lepiej przy wykonywaniu tego, co robią inni w tej samej branży, realizując tę samą koncepcję biznesowego działania. Wymiar strategiczny efektywności związany jest natomiast z zaleceniem, by działać w odmienny sposób, urzeczywistniając tym samym unikatowe koncepcje biznesowego działania. W sytuacji zmienności warunków otoczenia, osiągnięcie naturalnych celów działalności przedsiębiorstwa, do których należy przetrwanie i rozwój, wymaga efektywności zarówno w wymiarze operacyjnym, jak i strategicznym (Szymańska 2010: 152–164).

W naukach organizacji i zarządzania efektywność jest wiązana z takimi pojęciami jak wydajność, sprawność, produktywność, rentowność, skuteczność, sprawność, a nawet racjonalność. Zdaniem E. Skrzypek efektywność ma w stosunku do powyższych pojęć charakter nadrzędny (Skrzypek 2012: 314).

Podejście celowościowe traktuje efektywność jako działanie prowadzone do realizacji określonego celu. Podejście systemowe skupia się na relacji efektu i nakładu. Kombinację tych dwóch podejść stanowi podejście celowościowo-systemowe, w ramach którego działanie efektywne to działanie prowadzące do realizacji celu przy optymalnym wykorzystaniu zasobów.

Różnorodność podejść powoduje, że efektywność traktowana jest wielowymiarowo.

A. Jaki wymienia następujące wymiary efektywności (Jaki 2012: 128):

- efektywność rzeczowa, związana z realizacją misji organizacji,
- efektywność ekonomiczna, oparta na dążeniu do maksymalizacji relacji: efekty – nakłady,
- efektywność techniczno-produkcyjna, odnosząca się do optymalizacji doboru i wykorzystania zasobów gospodarczych,
- efektywność środowiskowa, związana z powstaniem i rozwojem paradygmatów nauki o zarządzaniu środowiskiem,
- efektywność oparta na jakości, odnosząca się do realizacji paradygmatu jakości w zarządzaniu,
- efektywność społeczna, związana z koncepcją społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa,
- efektywność etyczno-kulturowa, odnosząca się do tworzenia, utrwalania i promowania norm etycznych i kulturowych, w ramach szeroko rozumianego otoczenia społecznego i gospodarczego organizacji,

- efektywność behawioralna, koncentrująca się na realizacji interesów ludzi w organizacji.

Z punktu widzenia przedsiębiorstwa, najbardziej kluczowa jest efektywność ekonomiczna, definiowana jako różnica pomiędzy efektami a nakładami poniesionymi na uzyskanie tych efektów. Poziom efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa stanowi w związku z tym przedmiot zainteresowania zarówno wewnętrznych, jak i zewnętrznych jego interesariuszy. Stąd kierowanie się efektywnością ekonomiczną jako podstawą podejmowania decyzji w przedsiębiorstwach stanowi warunek ich przetrwania i rozwoju oraz maksymalizacji korzyści ich właścicieli (Wrzosek 2005: 459).

2. Pomiar efektywności

Efektywność w znaczeniu ekonomicznym jest przedmiotem pomiaru przy zastosowaniu metod analizy wskaźnikowej. Jaki dokonał systematyzacji stosowanych w literaturze wskaźników (na podst. Copeland i in. 1990: 145–149; Cwynar, Cwynar 2002: 77–274; Dudycz 2005: 177–248), wyróżniając trzy grupy wskaźników (Jaki 2012: 149):

- wskaźniki księgowe,
- wskaźniki finansowe,
- wskaźniki rynkowe.

Wskaźniki księgowe są najbardziej powszechną formą pomiaru efektywności w analizie wskaźnikowej. Traktując efektywność jako relację pomiędzy przychodami i kosztami, skupiają się przede wszystkim na pomiarze rentowności na różnych poziomach wyniku finansowego, odnosząc ją do wielkości zaangażowanego kapitału oraz wartości aktywów.

Wskaźniki księgowe oparte są na danych historycznych, co stanowi źródło ich popularności. Sprawozdania finansowe przedsiębiorstw są dokumentami powszechnie dostępnymi, wystandaryzowanymi, w wielu przypadkach potwierdzonymi w zakresie rzetelności ich sporządzenia przez niezależnego audytora. W przeciwieństwie do wielkości o charakterze prognostycznym, dane zawarte w sprawozdaniach finansowych są danymi pewnymi. W literaturze przedmiotu bardzo dobrze rozpoznane są metody analizy wskaźnikowej oparte na sprawozdaniach finansowych.

Tabela 1

Księgowe mierniki efektywności przedsiębiorstwa

Lp.	Symbol miernika	Formuła obliczania	Oznaczenia
Mierniki bezwzględne			
1	EBIT	$NP + INT + TAX$	EBIT – zysk przed opodatkowaniem i zapłaceniem odsetek (zysk operacyjny) NP – zysk netto INT – odsetki TAX – podatek dochodowy
2	EBITDA	$EBIT + DEP$	EBITDA – zysk przed opodatkowaniem, zapłaceniem odsetek i amortyzacją DEP – amortyzacja pozostałe oznaczenia jak uprzednio
3	NOPAT	$EBIT * (1 - T)$	NOPAT – zysk operacyjny po opodatkowaniu T – stopa podatku dochodowego pozostałe oznaczenia – jak uprzednio
4	EBIDAAT	$(EBIT + DEP) * (1 - T)$	EBIDAAT – zysk przed zapłaceniem odsetek i amortyzacją, po opodatkowaniu pozostałe oznaczenia – jak uprzednio
5	EPS	$\frac{NP}{l.a.}$	EPS – zysk na jedną akcję l.a. – liczba akcji pozostałe oznaczenia – jak uprzednio
Mierniki względne			
1	ROI	$\frac{NOPAT}{K}$	ROI – wskaźnik rentowności kapitału K – kapitał ogółem pozostałe oznaczenia – jak uprzednio
2	ROA	$\frac{NP}{A}$	ROA – wskaźnik rentowności aktywów A – aktywa ogółem pozostałe oznaczenia – jak uprzednio
3	ROS	$\frac{NP}{S}$	ROS – wskaźnik rentowności sprzedaży S – przychody ze sprzedaży pozostałe oznaczenia – jak uprzednio
4	ROE	$\frac{NP}{E}$	ROE – wskaźnik rentowności kapitału własnego E – kapitał własny pozostałe oznaczenia – jak uprzednio
5	DFL	$\frac{ROE - ROI}{ROI}$	DFL – stopień dźwigni finansowej pozostałe oznaczenia – jak uprzednio
6	DOL	$\frac{S - VC}{EBIT}$	DOL – stopień dźwigni operacyjnej S – przychody ze sprzedaży VC – koszty zmienne pozostałe oznaczenia – jak uprzednio

Źródło: (Jaki 2012: 150-151).

Szeroki zakres wskaźników księgowych powoduje, że dla właściwej oceny efektywności przedsiębiorstwa wymagana jest jednoczesna ich interpretacja. Dodatkowo przedsiębiorstwa stosują różne zasady i polityki rachunkowości, co powoduje, że dane należy zawsze czy-

tać z informacją dodatkową. Zagadnienie to ma szczególne znaczenie w przypadku spółek stosujących Międzynarodowe Standardy Rachunkowości i Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej. Utrudnia to dokonanie rzetelnego porównania pomiędzy sobą szerszej grupy przedsiębiorstw, zwłaszcza, że mierniki względne bazują głównie na bilansowym zysku netto jako podstawowym parametrze będącym przedmiotem pomiaru.

Tabela 2

Finansowe mierniki efektywności przedsiębiorstwa

Lp.	Symbol miernika	Formuła obliczania	Oznaczenia
1	2	3	4
Mierniki bezwzględne			
1	FCF	$NOPAT + DEP - I - \Delta KO$	FCF – wolne przepływy pieniężne I – nakłady inwestycyjne ΔKO – przyrost kapitału obrotowego netto pozostałe oznaczenia – jak uprzednio
2	FCFE	$NP + DEP - I - \Delta KO + \Delta D$	FCFE – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli ΔD – przyrost zadłużenia netto pozostałe oznaczenia – jak uprzednio
3	GCF	$NOPAT + DEP$	GCF – przepływy pieniężne brutto pozostałe oznaczenia – jak uprzednio
4	DCF	$CF * \frac{1}{(1+r)^n}$	DCF – zdyskontowane przepływy pieniężne CF – przepływy pieniężne (w dowolnej postaci) r – stopa dyskontowa n – okres w latach
5	NPV	$\sum_{t=0}^n NCF_t * \frac{1}{(1+r)^t} - \sum_{t=0}^n I_t * \frac{1}{(1+r)^t}$	NPV – wartość bieżąca netto NCF – przepływy pieniężne netto pozostałe oznaczenia – jak uprzednio
6	CVA	$K * (CFROI - WACC) =$ $GCF - K * WACC$	CVA – gotówkowa wartość dodana CFROI – gotówkowa stopa zwrotu WACC – średnioważony koszt kapitału pozostałe oznaczenia – jak uprzednio
Mierniki względne			
1	IRR	$\sum_{t=0}^n NCF_t * \frac{1}{(1+IRR)^t} =$ $= \sum_{t=0}^n I_t * \frac{1}{(1+IRR)^t}$	IRR – wewnętrzna stopa zwrotu pozostałe oznaczenia – jak uprzednio
2	CFROI	$\sum_{t=0}^n NCF_t * \frac{1}{(1+CFROI)^t} =$ $= \sum_{t=0}^n I_t * \frac{1}{(1+CFROI)^t}$	CFROI – gotówkowa stopa zwrotu pozostałe oznaczenia – jak uprzednio

1	2	3	4
3	WACC	$k_e * \frac{E}{K} + k_d * \frac{D}{K}$	WACC – średnioważony koszt kapitału k_E – koszt kapitału własnego k_D – koszt kapitału obcego E – kapitał własny D – kapitał obcy pozostałe oznaczenia – jak uprzednio

Źródło: (Jaki 2012: 152).

Druga grupa wskaźników to wskaźniki finansowe, które bazują na przepływach gotówkowych jako głównym parametrze oceny. Z założenia ta grupa wskaźników eliminuje niedoskonałości wskaźników księgowych, dotyczące stosowania różnych zasad rachunkowości i metod w zakresie wyceny aktywów i pasywów.

Wskaźniki finansowe oparte są o przepływy gotówkowe. Ujęcie kasowe powoduje, że pomiar efektywności daje bardziej jednoznaczne i łatwiejsze w interpretacji rezultaty niż w przypadku wskaźników księgowych. Warto zwrócić jednak uwagę, że powszechnie ujęcie kasowe uzyskuje się poprzez korektę wyniku operacyjnego przedsiębiorstwa o podatek dochodowy (NOPAT) oraz zmiany w kapitale obrotowym. Historyczne przepływy pieniężne przedsiębiorstw można oceniać zasadniczo tylko w ujęciu bezwzględnym, co utrudnia możliwość dokonywania porównań na tle większej grupy przedsiębiorstw.

Wskaźniki typu NPV, IRR, DCF służą zasadniczo do oceny opłacalności inwestycji i są nakierowane na przyszłość, stąd efekt takiej oceny zawsze jest obarczony ryzykiem. Dla analizy *ex post* wymagane jest prowadzenie szczegółowej rachunkowości zarządczej. Dane źródłowe o takim charakterze są zazwyczaj powszechnie niedostępne, stąd mała przydatność tych wskaźników z punktu widzenia interesariuszy zewnętrznych.

Reasumując: wskaźniki finansowe w większości przypadków znajdują realne zastosowanie przy ocenie efektywności pojedynczych przedsiębiorstw i to w przypadku dostępu do bardziej szczegółowej informacji niż ta prezentowana w sprawozdaniach finansowych. Dlatego powszechność ich stosowania jest dużo mniejsza niż w przypadku wskaźników księgowych.

Ostatnia grupa wskaźników, wskaźniki rynkowe, pozwala na ocenę efektywności przedsiębiorstwa z punktu widzenia akcjonariuszy. Jest to ocena przedsiębiorstwa dokonana z zewnątrz. Wycena rynkowa kapitału własnego uwzględnia każdorazowo historyczne wyniki finansowe, bieżącą sytuację oraz przewidywania co do przyszłości przedsiębiorstwa, stąd uznaje się ją za wycenę najbardziej obiektywną. Należy jednak zwrócić uwagę, że cena rynkowa akcji jest ustalana bardzo często przez podmioty o niskim stopniu znajomości przedsiębiorstwa i rozumienia specyfiki danego biznesu. Cena akcji zawiera w sobie dyskonto z tytułu asymetrii informacji, jaką posiadają akcjonariusze mniejszościowi. Jest ona rów-

niez uzależniona od sytuacji na rynku kapitałowym, działań o charakterze spekulacyjnym, a także polityki inwestorów giełdowych w zakresie budowania portfela akcji.

Tabela 3

Rynkowe wskaźniki efektywności przedsiębiorstwa.

Lp.	Symbol miernika	Formuła obliczania	Oznaczenia
Mierniki bezwzględne			
1	EVA	$K * (ROI - WACC) =$ $= NOPAT - K * WACC$	EVA – ekonomiczna wartość dodana pozostałe oznaczenia – jak uprzednio
2	EVC	$E * (ROE - k_E) = NP - E * k_E$	EVC – szacunkowa wartość kreowana pozostałe oznaczenia – jak uprzednio
3	MVA	$V(K) - K = (V(E) - E)$	MVA – rynkowa wartość dodana V(K) – wartość rynkowa kapitału V(E) – wartość rynkowa kapitału własnego pozostałe oznaczenia – jak uprzednio
4	SVA	$\Delta V(E) + DIV - I$	SVA – wartość dodana dla akcjonariuszy $\Delta V(E)$ – przyrost wartości rynkowej kapitału własnego DIV – dywidendy wypłacone w trakcie roku I – inwestycje netto akcjonariuszy w kapitał własny (emisja akcji – umorzenie akcji + zamiana długu na akcje) pozostałe oznaczenia – jak uprzednio
Mierniki względne			
1	TSR	$\frac{(P_1 - P_0) + DPS}{P_0}$	TSR – całkowity zwrot dla akcjonariuszy, stopa zwrotu z akcji $P_1 P_0$ – rynkowa cena akcji na koniec i początek okresu DPS – dywidenda na 1 akcję wypłacona w rozpatrywanym okresie
2	VCI	$\frac{ROE}{k_E}$	VCI – indeks tworzenia wartości pozostałe oznaczenia – jak uprzednio

Źródło: (Jaki 2012: 154).

Ocena efektywności w oparciu o wskaźniki rynkowe ma szerokie zastosowanie praktyczne – bardzo dobrze porównuje się wskaźniki rynkowe, zwłaszcza te w ujęciu bezwzględnym. Ocena ta jest bardzo przydatna, lub nawet niezbędna, z punktu widzenia inwestorów/właścicieli. Należy zwrócić uwagę, że w tym przypadku ocenia się bardziej efektywność inwestycji w akcje przedsiębiorstwa aniżeli efektywność przedsiębiorstwa jako całości.

2. Cele funkcjonowania przedsiębiorstw

Literatura przedmiotu nie prezentuje jednolitego stanowiska co do celu funkcjonowania przedsiębiorstw. Wprost przeciwnie – można zaobserwować zróżnicowane podejście do tego zagadnienia w świetle poszczególnych teorii.

Teoria neoklasyczna, prezentując koncepcję „homo economicus”, zakłada, że człowiek podejmując decyzje dotyczące zagadnień gospodarczych będzie zawsze kierował się maksymalizacją użyteczności. Stąd naturalne jest dążenie każdego przedsiębiorcy do maksymalizacji zysku. Dodatkowo teoria neoklasyczna pomija w zupełności uwarunkowania natury organizacyjnej, traktując przedsiębiorstwo jako czarną skrzynkę, ponadto zakłada pełen dostęp do informacji wszystkich uczestników rynku. Oparcie teorii neoklasycznej o powyższe założenia spowodowało, że stała się ona przedmiotem powszechnej krytyki, dając miejsce do prezentowania innych podejść w zakresie celów funkcjonowania przedsiębiorstw. S. Cyfert i K. Krzakiewicz (2009: 38–39) podkreślają jednak, że o ile zysk nie może być traktowany jako cel immanentny – jedyny i wyłączny, to zasada maksymalizacji zysku jako celu działania przedsiębiorstw ma nadal obecnie duże znaczenie jako ogólna filozoficzna zasada działania przedsiębiorstwa, jednakże ze względu na ograniczoną racjonalność podmiotów gospodarczych, zasadne wydaje się nie tyle maksymalizowanie zysku, ile generowanie go na satysfakcjonującym poziomie.

Satysfakcjonujący poziom zysku stanowi jedno z założeń teorii menedżerskich. Oddzielenie własności od kontroli powoduje, że cele menedżerów są często nie do końca spójne z celami właścicieli. W swoich działaniach dążą oni do zaspokajania własnych interesów, co jest sprzeczne z maksymalizacją zysku. Chęć osiągnięcia prestiżu, pozycji zawodowej oraz wysokiego poziomu wynagrodzenia motywuje menedżerów do traktowania maksymalizacji przychodów oraz maksymalizacji wzrostu jako kluczowych celów funkcjonowania przedsiębiorstwa, przy założeniu satysfakcjonującej marży. Dbając o własne bezpieczeństwo, starają się unikać ryzykownych decyzji, które mogłyby potencjalnie skutkować wyższym poziomem zysku. Celem przedsiębiorstwa jest wypracowanie takiego poziomu zysku, który zapewni satysfakcję właściciela i kontynuację zatrudnienia.

Z punktu widzenia właściciela zasadę maksymalizacji zysku jako celu przedsiębiorstwa zastępuje się zasadą maksymalizacji wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Właściciele akceptują w perspektywie krótkoterminowej niższy poziom zysku i mniejszą dywidendę, jeżeli stanowi to warunek rozwoju przedsiębiorstwa i przekłada się na oczekiwany przyszły wzrost wyceny jego wartości.

Bardzo ważne podejście w zakresie celów funkcjonowania przedsiębiorstw prezentują teorie behawioralne. Przedsiębiorstwo musi zaspokajać interesy różnych grup interesariuszy wewnętrznych, stąd trudno mówić o maksymalizacji zysku czy maksymalizacji wartości rynkowej jako o podstawowym celu funkcjonowania przedsiębiorstw. Na przykład cele menedżera odpowiedzialnego za produkcję w zakresie utrzymywania poziomu zapasów będą rozbieżne z celami menedżera odpowiedzialnego za płynność finansową. Dlatego w świetle

podejścia behawioralnego nie mówi się o jednym celu, a o realizacji „wiązki celów” jako efektu osiągnięcia kompromisu pomiędzy poszczególnymi grupami interesariuszy.

Zmiany sytuacji gospodarczej wpływają na pogorszenie warunków funkcjonowania przedsiębiorstw, stąd coraz większego znaczenia nabierają teorie biologiczne, zgodnie z którymi podstawowym celem przedsiębiorstwa jest przetrwanie. Potwierdzają to badania¹ przeprowadzone wśród małych i średnich przedsiębiorstw. Dla 39,4% małych i średnich firm najważniejsze jest utrzymanie się na rynku. Następne ważne cele to w kolejności: wzrost sprzedaży (20,4%), wzrost zysku (14,7%), zapewnienie pracy i dochodów właścicielowi i jego rodzinie (11,3%), wzrost udziału w rynku (11%), wzrost wartości rynkowej przedsiębiorstwa (2,5%). Dla porównania – tylko dla 19,3% dużych firm (zatrudniających powyżej 250 pracowników) celem strategicznym jest przetrwanie na rynku.² Warunkiem przetrwania jest zachowanie płynności finansowej. Głównym czynnikiem determinującym płynność finansową jest efektywność działalności operacyjnej.

3. Propozycja uzupełniającego podejścia do pomiaru efektywności

Zastosowanie omawianego wcześniej podejścia celowościowego powinno dać rezultat w postaci pomiaru efektywności w funkcji celu, dla którego powołane jest przedsiębiorstwo. Prezentowane w literaturze wskaźniki służące ocenie efektywności skupiają się tylko na wybranych celach funkcjonowania przedsiębiorstw. Zbyt małą uwagę przywiązują do efektywności działalności operacyjnej i płynności finansowej jako kluczowych czynników determinujących zdolność do przetrwania przedsiębiorstw. Dodatkowo znaczna część wskaźników wymaga do kalkulacji informacji trudno dostępnych, stąd ich ograniczony zakres stosowania. Warto też zwrócić uwagę, że duża liczba wskaźników w ramach każdej z grup (księgowe, finansowe, rynkowe) powoduje małą przejrzystość wyników, w szczególności, gdy badaniami objęta jest większa grupa przedsiębiorstw.

Poniżej zaprezentowano uzupełniające podejście do pomiaru efektywności, zgodnie z którym:

- dobrano wskaźniki w sposób, który zapewnia pomiar efektywności w funkcji stopnia realizacji celów przedsiębiorstw,
- wszystkie wskaźniki mają charakter względny, co oznacza, że można zachować porównywalność wyników na tle innych przedsiębiorstw,
- podstawę do kalkulacji wskaźników stanowią informacje zawarte w sprawozdaniach finansowych przedsiębiorstw oraz historyczne informacje dotyczące rynkowej wyceny akcji, co pozwala na szeroki zakres stosowania wśród różnych grup interesariuszy.

¹ Badanie zostało przygotowane przez PKPP Lewiatan w ramach projektu „Monitoring kondycji sektora Ministerstwa Skarbu Państwa w latach 2010–2012”, które było współfinansowane ze środków unijnych w ramach Europejskiego Funduszu Społecznego, a zrealizowane przez CBOS (15–19 sierpnia 2011 r.) na ogólnopolskiej próbie ponad 1500 aktywnych przedsiębiorstw prywatnych.

² www.wprost.pl, dostęp 15.11.2013.

Tabela 4

Zestaw wskaźników do pomiaru efektywności przedsiębiorstwa.

Cel przedsiębiorstwa	Kluczowy parametr	Wskaźnik
Maksymalizacja sprzedaży	Przychody ze sprzedaży	Dynamika przychodów
Maksymalizacja wzrostu		
Efektywność działalności operacyjnej (nadwyżka przychodów nad kosztami)	EBITDA	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Przychody ze sprzedaży}}$
Płynność finansowa	Przepływy z działalności operacyjnej, EBITDA	$\frac{\text{Przepływy z dz. operacyjnej minus EBITDA}}{\text{Wartość bezwzględna EBITDA}}$
Przetrwanie	Kapitał obrotowy, zadłużenie, efektywność wykorzystania aktywów	EM Score
Maksymalizacja wartości dla właścicieli	Koszt kapitału	Dźwignia finansowa
Maksymalizacja wartości dla właścicieli	Zysk netto, Kapitał własny	$\frac{\text{Zysk netto}}{\text{Kapitał własny}}$
Maksymalizacja zysku		
Maksymalizacja wartości rynkowej	Wycena rynkowa	Q Tobin

Źródło: opracowanie własne.

Prezentowane podejście w zakresie wyboru wskaźników bazuje na założeniu, że podstawowym czynnikiem determinującym efektywność przedsiębiorstwa jest działalność operacyjna. Ta z kolei wpływa bezpośrednio na płynność finansową przedsiębiorstwa. Efektywność działalności operacyjnej i płynność finansowa są warunkiem jednego z celów powszechnych przedsiębiorstw, jakim jest przetrwanie. Badania wykazują, że w czasie kryzysu przedsiębiorstwa, w szczególności z sektora małych i średnich przedsiębiorstw, wskazują na przetrwanie jako główny cel funkcjonowania przedsiębiorstw. Tylko przedsiębiorstwo, które przetrwa, może realizować inne cele takie jak wzrost, rozwój, maksymalizację korzyści menedżerów czy tak istotne budowanie jego wartości rynkowej.

Zestaw wskaźników, zgodny z opisywanym podejściem, zaprezentowano w tabeli 4. Może on zostać wykorzystany do badania efektywności funkcjonowania przedsiębiorstw, uzupełniając wypracowany do tej pory dorobek naukowy w tym zakresie.

Pierwszy ze wskaźników dotyczy stopnia wzrostu przychodów ze sprzedaży. Wyboru tego wskaźnika dokonano z dwóch względów:

- jest on dostosowany do jednego z kluczowych celów w ramach teorii menedżerskich,
- sprzedaż stanowi podstawowe źródło gotówki w przedsiębiorstwie i ma kluczowe znaczenie dla efektywności działalności operacyjnej.

Pomiaru efektywność działalności operacyjnej dokonuje się za pomocą drugiego z zaprezentowanych wskaźników, odnosząc wynik na poziomie EBITDA do przychodów ze sprzedaży.

Trzeci ze wskaźników związany jest ściśle z podejściem gotówkowym do pomiaru efektywności. Celem tego wskaźnika jest zbadanie, w jakim stopniu działalność operacyjna przekłada się na przepływy gotówkowe w przedsiębiorstwie.

Czwarty wskaźnik dotyczy oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstwa w aspekcie możliwości kontynuacji działalności. Posłużono się wskaźnikiem EMScore autorstwa E. Altmana (2005), który służy do oceny ryzyka upadłości przedsiębiorstw dla rynków wschodzących.

$$\text{EM Score} = 6,56X1 + 3,26X2 + 6,72X3 + 1,05X4 + 3,25,$$

gdzie:

X1 = kapitał obrotowy/aktywa ogółem,

X2 = zyski zatrzymane/aktywa ogółem

X3 = zysk operacyjny/aktywa ogółem

X4 = wartość księgową kapitału własnego/zobowiązania ogółem.

Warto zwrócić uwagę, że kluczowe wagi dla kalkulacji tego wskaźnika mają rentowność działalności operacyjnej oraz płynność finansową.

Piąty wskaźnik związany jest z kosztem kapitału w przedsiębiorstwie. Odpowiednia struktura kapitałowa poprzez wykorzystanie długu zapewnia wyższy zwrot z kapitału własnego i większe korzyści dla właścicieli. Poziom zadłużenia jest jednym z kluczowych czynników dla możliwości pozyskania kapitału obcego i kosztu jego pozyskania. Stopień dźwigni finansowej przekłada się na efektywność działalności przedsiębiorstwa i determinuje w sposób bardzo istotny możliwości finansowania jego rozwoju. Wskaźnik ten jest kluczowy z punktu widzenia przetrwania jako celu funkcjonowania przedsiębiorstwa.

Szósty ze wskaźników odnosi się do dwóch celów – maksymalizacji zysku oraz maksymalizacji wartości dla właścicieli. Zysk netto, jako podstawa do wypłaty dywidendy, badany jest w relacji do wielkości zaangażowanego kapitału własnego.

Ostatni ze wskaźników bazuje na wycenie rynkowej przedsiębiorstwa. Wskaźnik Q Tobin definiowany jest jako relacja pomiędzy wartością rynkową a wartością odtworzeniową (Lindenberg, Ross 1981). Warto zwrócić uwagę, że wycena rynkowa uwzględnia informacje niedostępne w sprawozdaniach finansowych, takie jak: perspektywy rozwoju czy przewidywania co do przyszłej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa.

Uwagi końcowe

W literaturze obserwowane jest różnorodne podejście do istoty efektywności oraz brak jednolitego stanowiska odnośnie jednego kluczowego celu przedsiębiorstwa. Kluczowe znaczenie przypisuje się efektywności ekonomicznej jako różnicy pomiędzy nakładami

a osiągniętymi nakładami. Wśród celów przedsiębiorstwa oprócz maksymalizacji wartości dla właścicieli istotną rolę odgrywają płynność finansowa i przetrwanie, a istotnym czynnikiem wpływającym na realizację tych celów jest efektywność działalności operacyjnej. Przedstawiony w niniejszym artykule zestaw wskaźników pozwala na pomiar efektywności, z punktu widzenia kluczowych celów funkcjonowania przedsiębiorstw, uzupełniając wypracowany do tej pory dorobek naukowy w tym zakresie.

Literatura

- Altman E. I. (2005), *An emerging market credit scoring system for corporate bonds*, Emerging Markets Review, September.
- Copeland T., Coler T., Murrin J. (1990), *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 1st ed., John Wiley&Sons Inc., New York.
- Cwynar A., Cwynar W. (2002), *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje – systemy – narzędzia*, FRRwP, Warszawa.
- Cyfert S., Krzakiewicz K. (2009), *Nauka o organizacji*, Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa, Poznań.
- Dudycz T. (2005), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
- Jaki A. (2012a), *Mechanizmy procesu zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków.
- Lindenberg E. B., Ross S. A. (1981), *Tobin's Q ratio and industrial organization*, The Journal of Business, Vol. 54, No. 1, January.
- Samuelson P.A., Nordhaus W.D. (2012), *Ekonomia*, REBIS, Poznań.
- Skrzypek E. (2007), *Efektywność ekonomiczna jako ważny czynnik sukcesu organizacji*, w: *Efektywność – konceptualizacja i uwarunkowania*, red. T. Dudycz, G. Osbert-Pociecha i B. Brycz, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 262, Wydawnictwo UE we Wrocławiu, Wrocław.
- Szymańska E. (2010), *Efektywność przedsiębiorstw – definiowanie i pomiar*, „Roczniki Nauk Rolniczych” Seria G, T. 97, z. 2.
- Wrzosek S. (2005), *Znaczenie efektywności ekonomicznej w procesach decyzyjnych przedsiębiorstw*, w: *Efektywność – rozważania nad istotą i pomiarem*, red. T. Dudycz, Prace Naukowe AE we Wrocławiu, nr 1060, Wrocław. www.wprost.pl.

EFFICIENCY MEASUREMENT AND CORPORATE GOALS

Abstract: Efficiency is one of the key issues in economics and management sciences. Economic efficiency, defined as difference between effects and expenditures, is subject of particular interest. Efficiency can be also understood as acting towards particular goal.

It is very difficult to find in literature a common position for the main goal of enterprise. Different theories represent different approach to this issue.

The approach presented in that paper is based on the assumption that profitability of operating activity and financial liquidity are the main efficiency drivers. The proposed set of indicators can be useful in measurement and valuation of efficiency in terms of key corporate goals.

Keywords: corporate goals, efficiency, measurement, financial indicators

Cytowanie

- Wilczyński R. (2014), *Pomiar efektywności a cele przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 803, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 66, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 547–558; www.wneiz.pl/frfu.