

Paweł Kosiń

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

DOSKONAŁOŚĆ OPERACYJNA PRZEDSIĘBIORSTWA A KREOWANIE JEGO WARTOŚCI

Wprowadzenie

Zmiany zachodzące w otaczającej przedsiębiorstwa rzeczywistości skłaniają do poszukiwania odpowiedzi na pytania o skuteczne reguły prowadzenia działalności gospodarczej. Celem niniejszego artykułu jest zwrócenie uwagi na współzależności pomiędzy kompetencjami w zakresie doskonałości operacyjnej w procesach zarządczych a pozycją przedsiębiorstwa ocenianą przez pryzmat decyzji inwestorskich. Pojawia się w tym obszarze problem znaczenia doskonałości operacyjnej (bądź jego braku) w kreowaniu wartości rynkowej kapitału własnego. Samo pojęcie doskonałości operacyjnej zarządzania (bądź doskonałości zarządzania operacyjnego), aczkolwiek intuicyjnie zrozumiałe, w praktyce może być rozumiane w zróżnicowany sposób. W niniejszym artykule przyjęto specyficzny punkt widzenia, zorientowany na finansowe efekty zarządzania operacyjnego, rozpatrywane z perspektywy dźwigni operacyjnej i finansowej.

Wartość przedsiębiorstwa, a w praktyce rynkowa wartość jego kapitału własnego jest formułą uzewnętrzniającą się w perspektywie strategicznej¹. Posiada swój zobiektywizowany decyzjami inwestorskimi wymiar, którego odczyt jest możliwy w obszarze notowań instrumentów rynku kapitałowego. Staje się tym samym syntetycznym, finansowym miernikiem strategicznego rozwoju, ogniskującym oczekiwania grup interesariuszy związanych z przedsiębiorstwem. Kluczowy problem, jakiemu są poświęcone prezentowane dalej analizy, jest ogniskowany w hipotezie o skuteczność doskonalenia działalności operacyjnej korporacji w kreowaniu przyrostu ekonomicznej wartości dodanej definiowanej

¹ Shareholder Value Added jest miernikiem efektywności, który oddaje wartość spółki dla akcjonariuszy w stosunku do średniej ważonej kosztu zainwestowanego kapitału. Rosnące zastosowanie tej miary można obserwować od lat 80. XX w. Por. A. Rappaport: Creating shareholder value: the new standard for business performance. Free Press, New York 1986.

decyzjami dostawców kapitału własnego. Weryfikacja tej hipotezy nastąpiła na podstawie wyników krajowych spółek z sektorów pozafinansowych składających się na indeks WIG30.

Przywołane wyniki badań mają charakter wycinkowy i są propozycją ich zintegrowania w szerszej perspektywie badawczej i zastosowaniach praktycznych. Wycinkowość badań jest zdeterminowana m.in. zawężeniem decyzji inwestorskich wyłącznie do sfery obrotu publicznego, ograniczeniami wynikającymi z doboru próby badawczej (WIG30) i specyfiki zastosowanego ujęcia doskonałości operacyjnej w kategoriach finansowych. Uzyskane wyniki pozwalają jednak na postawienie kolejnych pytań i sformułowanie dalszych problemów badawczych, których rozwiązanie może przyczynić się do lepszego zrozumienia źródeł kreacji MVA (Market Value Added) oraz przewagi w dostępie do źródeł finansowania przedsięwzięć strategicznych na rynku instrumentów rynku kapitałowego.

1. Wybrane koncepcje doskonałości organizacyjnej

Narastająca presja konkurencyjna zmusza współczesne przedsiębiorstwa do poszukiwania nowych rozwiązań w sferze jakości, niezawodności, szybkości i kosztochłonności działania. Dążenie do doskonałości zarządzania w sferze operacyjnej nie doczekało się jednoznacznej konceptualizacji w obrębie literatury przedmiotu. Jest określane jako „perfekcyjne opanowanie operacji realizowanych w firmie”². Doskonałość w sposób immanentny wpisuje się w koncepcję zarządzania jakością. Rozwiązania w tym zakresie łączą się w globalne modele doskonałości, materializujące się w procesach selekcji przedsiębiorstw aplikujących o wyróżnienia lub tytuły³. W rozpatrywanej przestrzeni nie sposób pominąć koncepcji korporacyjnych modeli World Class Manufacturing (WCM). Autorstwo pojęcia „klasy światowej” przypisuje się Hayesowi i Wheelwrightowi, którzy zastosowali je do opisu osiągnięć przedsiębiorstw japońskich i niemieckich w zakresie kształtowania pozycji konkurencyjnej⁴. WCM oznacza dążenie do stania się najwydajniejszym producentem, a główną ideą stosowania tego systemu jest brak strat, awarii, defektów i wypadków. Łączy w sobie TQC (Total Quality Control), TPM (Total Productive Maintenance), TIE (Total Industrial Engineering), czy JiT (Just in Time).

² A. Koźmiński: Zarządzanie międzynarodowe. PWE Warszawa 1999, s. 63.

³ Por. wyniki prezentacji na podstawie badań kryteriów modeli doskonałości businessu zawarte w: B. Talwar: Comparative study of framework, criteria and criterion weighting of excellence models. „Measuring Business Excellence” 2011, Vol. 15, Iss. 1.

⁴ R.H. Hayes, S.C. Wheel Wright: Restoring our competitive edge: competing through manufacturing. John Wiley, New York 1984.

Zarządzanie wiedzą, jakością i efektywnością integruje się w zarządzaniu zorientowanym procesowo⁵. Polega ono na ciągłej, systematycznej ocenie efektów procesów, podtrzymywaniu ich funkcjonowania oraz implementacji korekt bądź przeprojektowaniu, o ile uzyskiwane efekty nie spełniają oczekiwań⁶. Taka konceptualizacja procesów zarządczych i harmonizacja procesów w czasie i przestrzeni umożliwia dynamiczne ujęcie oceny efektywności i posługiwanie się tzw. modelami dojrzałości organizacji. Model dojrzałości pozwala organizacji na systemową ocenę przebiegu procesów zgodnie z najlepszymi praktykami zarządzania, na podstawie zobiektywizowanych parametrów wzorcowych⁷.

2. Dźwignia jako kryterium oceny doskonałości operacyjnej

Niezależnie od podejścia do kwestii doskonałości operacyjnej organizacji, istotą poszukiwań rozwiązań w tym zakresie jest efektywność. Efektywność, a więc rezultat podjętych działań, jest opisana relacją uzyskanych efektów do poniesionych działań. W tę interpretację doskonale wpisuje się pojęcie dźwigni.

Dźwignia stanowi przykład maszyny prostej zbudowanej ze sztywnej belki zawieszanej na osi obrotu. Jej zadaniem jest uzyskanie działania większej siły przez zastosowanie siły mniejszej. Pojęcie dźwigni w zarządzaniu organizacjami gospodarczymi w ogóle, a w rachunkowości zarządczej w szczególności, nie jest niczym nowym. Przede wszystkim znana jest dźwignia operacyjna (DOL – *Degree of Operational Leverage*) oraz finansowa (DFL – *Degree of Financial Leverage*).

Dźwignia operacyjna odzwierciedla relacje zachodzące pomiędzy kosztami zmiennymi i stałymi w organizacji. Zwiększanie skali działania powoduje relatywną obniżkę kosztów jednostkowych, co przy stałej cenie prowadzi do większego niż proporcjonalny wzrostu zysku operacyjnego. W ujęciu dynamicznym DOL może być zidentyfikowany jako stosunek dynamiki zysku operacyjnego EBIT i sprzedaży S, informując o ile procent zmieni się poziom zysku operacyjnego w przypadku jednoprocentowej zmiany sprzedaży przy założeniu, że pozostałe czynniki pozostaną stabilne:

$$DOL = \frac{\delta EBIT}{\delta S},$$

⁵ Modele referencyjne w zarządzaniu procesami. Red. T. Kasprzak. Difin, Warszawa 2005, s. 21.

⁶ J. Brillman: Nowoczesne koncepcje i metody zarządzania. PWE, Warszawa 2002, s. 293.

⁷ Zestawienie cech dojrzałości bądź niedojrzałości procesowej m.in. w: P. Grajewski: Organizacja procesowa. PWE, Warszawa 2007, s. 119.

gdzie δ oznacza współczynnik dynamiki. Tym samym stopień dźwigni operacyjnej odzwierciedla zdolność organizacji do wykorzystywania w perspektywie operacyjnej posiadanych zasobów, bez strategicznej zmiany ich struktury.

Dźwignia finansowa wyraża z kolei relacje zmienności wyniku operacyjnego (siła przykładana) i wyniku netto przedsiębiorstwa Z_n (siła uzyskiwana). Uzyskany efekt opiera się na parametrach struktury kapitału, kosztu kapitału i odsetkowej tarczy podatkowej. Dodatni efekt DFL występuje w sytuacji, gdy rentowność operacyjna kapitału całkowitego jest wyższa od oprocentowania kapitałów obcych wykorzystywanych przez przedsiębiorstwo. Jej kalkulacja opiera się na porównaniu dynamiki zysku netto i zysku operacyjnego:

$$DFL = \frac{\delta Z_n}{EBIT}$$

Aby wystąpił pozytywny efekt dźwigni finansowej, wartość zysku operacyjnego możliwego do osiągnięcia przez przedsiębiorstwo powinna być większa od iloczynu stopy oprocentowania długów (kredytów i pożyczek) i wartości ogółem zainwestowanego kapitału.

Stopień dźwigni łącznej (DTL – *Degree of Total Leverage*) to iloczyn DOL i DFL. Wyraża się więc w stosunku dynamiki zysku netto i sprzedaży. Jest integracją dźwigni operacyjnej i dźwigni finansowej, wykazując ich łączny efekt. Uwzględniając pojemność informacyjną wskaźników dźwigni, usprawiedliwione wydaje się założenie, że mogą one być traktowane jako specyficzny pomiar – w kategoriach finansowych – doskonałości operacyjnej przedsiębiorstwa.

Pojawia się pytanie o znaczenie doskonałości operacyjnej w kształtowaniu pozycji przedsiębiorstwa w otoczeniu, ogniskującej się w decyzjach inwestorów. Na podstawie szeroko zakrojonych badań ilościowych i jakościowych, M. Raynor i M. Ahmed wyprowadzili trzy prawa, których przestrzeganie prowadzi organizację ku sukcesom⁸. Są to wskazania:

- lepsze jest ponad tańszym (*better before cheaper*) – co innymi słowami oznacza przewagę strategii dyferencjacji ponad strategię przywództwa kosztowego,
- przychody ponad kosztami (*revenue before cost*) – to znaczy, że wzrost przychodów jest istotniejszy aniżeli redukcja kosztów,
- nie ma innych praw (*there are no other rules*) – to znaczy nie udało się zidentyfikować innych zasad, które miałyby uniwersalny charakter.

Prawa w przywołanym brzmieniu mogą wydawać się kontrowersyjne, gdyż neoklasyczne podejście do problemów zarządzania bardzo silnie eksponuje zna-

⁸ M.E. Raynor, M. Ahmed: Tree rules for making a company truly great. „Harvard Business Review” April 2013.

czenie zysku. Co więcej, neoklasyczna teoria przedsiębiorstwa stała się kanonem wielu podręczników akademickich, orientując rachunkowość menedżerską na minimalizację długookresowych jednostkowych kosztów⁹. Prostota tych praw może być zwodnicza, na co wskazują sami autorzy, mówiąc, że długoterminowy sukces jest rzadkim i trudnym osiągnięciem, a znalezienie aplikacyjnej strategii umożliwiającej wypełnienie trzech powyższych zaleceń wymaga nadzwyczajnej kreatywności i elastyczności. Definiują jednak w sposób wyraźny preferencje w zakresie kompetencji kadry kierowniczej i w sposób nieunikniony ewaluują preferencje względem kierunków budżetowania. Kierunki te nie są tymi, które bezpośrednio przekładałyby się na wzrost stopnia oddziaływania omawianych dźwigni.

3. Prezentacja grupy badanych przedsiębiorstw

Platformę, na której stosunkowo prosto można doszukać się zobiektywizowanych i porównywalnych wskaźników pozycji przedsiębiorstwa identyfikowanej przez pryzmat wartości kapitału własnego, tworzą instytucje obrotu publicznego instrumentami rynku kapitałowego. Wybrano podmioty z WIG30. Jest to indeks giełdowy trzydziestu największych i najbardziej płynnych spółek akcyjnych notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Został wprowadzony z dniem 23 września 2013 r. i docelowo ma zastąpić indeks WIG20. Ze składu indeksu wyeliminowano spółki z branży finansowej. Ich specyfika w zakresie wykorzystywania kapitałów obcych i lewarowania się kapitałami zwrotnymi, a także specyfika struktury kosztów są na tyle odmienne, że trudno byłoby mówić o homogeniczności próby w perspektywie analizowanych zagadnień. Kolejne wyłączenie dotyczy spółki ukraińskiej KERNEL Holding. Uznano, że umiejscowienie w odmiennej przestrzeni państwowej może mieć wpływ na zaistnienie specyficznych czynników wpływających na decyzje inwestorskie. W konsekwencji badaniem objęto dwadzieścia jeden podmiotów wyszczególnionych poniżej (w tab. 1).

Tabela 1

Spółki uwzględnione w badaniu

L.p.	Spółka	Oznaczenie branży	Zmiana kursu 1Y	Zmiana indeksu branżowego 1Y
1	2	3	4	5
1	ASSECOPOL	Inform	4,96%	15,59%
2	BOGDANKA	Surowce	3,15%	-22,10%
3	BORYSZEW	MWIG	917,78%	31,58%

⁹ A. Noga: Teorie przedsiębiorstw. PWE Warszawa 2009, s. 131.

cd. tabeli 1

1	2	3	4	5
4	CCC	MWIG	73,61%	31,58%
5	CYFRPLAST	Media	19,87%	40,14%
6	ENEA	Energ	13,27%	18,37%
7	EUROCASH	Div	-28,85%	15,23%
8	GRUPAAZOTY	Chemia	-8,20%	3,19%
9	GTC	Devel	-7,59%	10,64%
10	JSW	Surowce	-50,11%	-22,10%
11	KGHM	Surowce	-22,26%	-22,10%
12	LOTOS	Paliwa	-5,45%	-14,81%
13	LPP	WIG20TR	30,98%	7,97%
14	NETIA	Telko	26,78%	53,31%
15	ORANGEPL	Telko	57,66%	53,31%
16	PGE	Energ	17,75%	18,37%
17	PGNiG	Paliwa	-23,65%	-14,81%
18	PKNORLEN	Paliwa	-14,04%	-14,81%
19	SYNTHOS	Chemia	2,00%	3,19%
20	TAURONPE	Energ	18,71%	18,37%
21	TVN	Media	70,53%	40,14%

Źródło: <http://www.bankier.pl/inwestowanie/profile/> [15.04.2014].

Wybrane podmioty kształtujące próbę badawczą charakteryzowały zróżnicowane parametry finansowe. W 2013 r. tylko jedna ze spółek ujawniła ujemną marżę na poziomie wyniku operacyjnego. Dwie spółki wykazały stratę netto. Jednakże tylko siedem podmiotów na ogólną liczbę dwudziestu jeden w badanym okresie uzyskało przyrost zysku netto. Zostały one dla potrzeb analizy ujęte według stanu na koniec 2013 r. W tej samej próbie osiem korporacji zostało przez inwestorów ocenione negatywnie, co odzwierciedliło się spadkiem kursów w wymiarze jednorocznym i w sześciu przypadkach były to te same spółki, które wykazały zmniejszenie dochodu netto. Data odczytu kursów spółek i ich zmian w skali rocznej w dostateczny sposób (perspektywy celów analizy) koresponduje z terminem publikacji raportów za 2013 r. Zmiany sprzedaży, wyniku z działalności operacyjnej oraz wyniku netto są ukazane w tab 2.

Tabela 2

Wyniki spółek uwzględnionych w badaniu za lata 2012 i 2013 (tys. zł)

L.p.	Spółka	Sprzedaż		EBIT		Zysk netto	
		2012	2013	2012	2013	2012	2013
1	2	3	4	5	6	7	8
1	ASSECOPOL	5 529,1	5 898,1	651,8	610,5	557,8	639,0
2	BOGDANKA	1 835,8	1 899,8	389,2	424,8	309,0	329,7
3	BORYSZEW	4 881,0	4 838,3	134,3	97,1	83,9	42,7
4	CCC	1 317,5	1 642,6	141,3	175,5	106,3	132,0
5	CYFRPLAST	2 778,2	2 910,8	789,2	789,9	598,3	525,4

cd. tabeli 2

1	2	3	4	5	6	7	8
6	ENEA	10 091,4	9 150,5	824,9	897,0	694,1	715,4
7	EUROCASH	6 324,8	7 460,8	180,4	353,5	145,2	90,9
8	GRUPAAZOTY	7 098,7	9 821,0	371,7	702,6	315,3	713,5
9	GTC	617,7	550,4	378,4	352,5	-5 415,0	-746,1
10	JSW	8 821,0	7 632,2	1 308,2	201,9	988,1	82,4
11	KGHM	26 704,0	24 110,2	6 475,3	4 355,0	4 752,7	3 015,3
12	LOTOS	33 111,0	28 597,3	312,8	146,5	927,9	39,4
13	LPP	3 223,8	4 116,3	454,4	615,9	354,0	432,8
14	NETIA	1 578,6	1 518,8	-24,7	26,1	-94,2	30,7
15	ORANGEPL	14 141,0	12 923,0	1 574,0	788,0	855,0	294,0
16	PGE	30 481,1	30 144,9	4 377,8	5 060,4	3 644,2	4 143,2
17	PGNiG	25 686,0	27 186,0	1 804,0	2 133,0	1 910,0	1 688,0
18	PKNORLEN	120 102,0	113 853,0	2 024,0	333,0	2 170,0	90,0
19	SYNTHOS	6 206,5	5 359,3	776,1	453,0	586,3	416,9
20	TAURONPE	24 753,0	19 131,1	2 165,1	1 934,1	1 550,8	1 346,5
21	TVN	1 584,3	1 429,8	374,3	297,2	-49,1	-206,9

Ibid.

4. Analiza parametrów finansowej oceny doskonałości operacyjnej spółek i wzrostu wartości rynkowej kapitału własnego

Dla wszystkich podmiotów wymienionych powyżej wyznaczono siłę dźwigni, o których mowa była powyżej. Uzyskane wyniki zamieszczono w poniższej tabeli.

Tabela 3

Siła dźwigni wyznaczona dla badanych spółek

L.p.	Spółka	DOL	DFL	DTL
1	2	3	4	5
1	ASSECOPOL	0,88	1,22	1,07
2	BOGDANKA	1,05	0,98	1,03
3	BORYSZEW	0,73	0,70	0,51
4	CCC	1,00	1,00	1,00
5	CYFRPLAST	0,96	0,88	0,84
6	ENEA	1,20	0,95	1,14
7	EUROCASH	1,66	0,32	0,53
8	GRUPAAZOTY	1,37	1,20	1,64
9	GTC	1,05	0,08	0,08
10	JSW	0,18	0,54	0,10
11	KGHM	0,74	0,94	0,70
12	LOTOS	0,54	0,09	0,05
13	LPP	1,06	0,90	0,96
14	NETIA	2,06	2,09	4,30
15	ORANGEPL	0,55	0,69	0,38

cd. tabeli 3

1	2	3	4	5
16	PGE	1,17	0,98	1,15
17	PGNiG	1,12	0,75	0,84
18	PKNORLEN	0,17	0,25	0,04
19	SYNTHOS	0,68	1,22	0,82
20	TAURONPE	1,16	0,97	1,12
21	TVN	0,88	0,24	0,21

Ibid.

We wszelkich dalszych kalkulacjach dotyczących związków pomiędzy wybranymi wielkościami, z uwagi na ograniczoną ilościowo próbę, zastosowano współczynnik korelacji rang ρ , który jest definiowany następującym wzorem:

$$\rho = 1 - \frac{6 \times \sum D^2}{N \times (N^2 - 1)},$$

gdzie D jest różnicą pomiędzy rangami wariantów badanych cech, a N liczebnością próby. Wnioskowanie było poprzedzone analizą jakościową umożliwiającą potencjalnie określenie zwrotu zależności.

Pierwotnie zweryfikowano związek, jaki zachodzi pomiędzy siłą wybranej dźwigni i dynamiką notowań poszczególnych spółek. Współczynniki korelacji ukształtowały się w wysokości odpowiednio:

- dla związku pomiędzy dźwignią operacyjną DOL i dynamiką notowań – 0,0351,
- dla związku pomiędzy dźwignią finansową DFL i dynamiką notowań – 0,2091.

W przypadku dźwigni łącznej DTL omawiany parametr wyraził się wartością 0,2506.

Aby uzupełnić obraz, zweryfikowano ścisłość związku pomiędzy siłą oddziaływania dźwigni operacyjnej i dźwigni finansowej. Co interesujące, wskaźnik korelacji rang w tym przypadku wyniósł 0,4065. Jest to wprawdzie więcej, aniżeli w powyżej przywołanych przypadkach, ale nadal trudno mówić o ścisłości związku w realnym tego słowa znaczeniu. Oznaczać to może, że w spółkach wykorzystujących kompetencje w zakresie zarządzania kosztami nie muszą znajdować pogłębionego zastosowania kompetencje umożliwiające skuteczniejsze lewarowanie wyników kapitałem pożyczkowym.

Ogólnie rzecz ujmując, należy stwierdzić, że decyzje inwestorów w niewielkim stopniu oddają ocenę kompetencji zarządów w zakresie umiejętności wykorzystywania dźwigni. Decyzje inwestorów można byłoby kwalifikować w kategoriach niechęci do ryzyka. Jest bowiem oczywiste, że wzrost wykorzystania siły

dźwigni wiąże się ze wzrostem ryzyka. Dotyczy to zarówno dźwigni operacyjnej, jak i finansowej.

W przypadku maksymalizacji wykorzystania DOL następuje zmniejszenie marginesu bezpieczeństwa rynkowego, definiowanego poprzez zapis:

$$100\% - \frac{KS}{S-KZ} \times 100\%,$$

gdzie:

KS – koszty stałe ogółem,

S – sprzedaż,

KZ – koszty zmienne ogółem.

Także wzrost siły DFL posiada bezpośrednie konotacje ze standardowym podejściem do oceny ryzyka związanego z podmiotem gospodarczym. Wzrost zazwyczaj jest odwrotnie proporcjonalny do wzrostu wskaźnika:

$$\frac{K_w}{K} \times 100\%,$$

gdzie:

K_w – kapitał własny,

K – kapitał ogółem.

Co więcej, w przypadku analizy ryzyka inwestorskiego wzrost zadłużenia jest sygnałem dużo bardziej czytelnym, aniżeli margines bezpieczeństwa rynkowego. Prawidłowa interpretacja tej drugiej miary wymaga pogłębionej analizy struktury kosztów; z zadłużenia zaś można wyprowadzić bezpośrednio wnioski odnośnie do zdolności organizacji do wywiązywania się z podjętych zobowiązań finansowych.

Dla podmiotów z badanej próby zestawiono wskaźniki udziału kapitału obcego w łącznej wartości pasywów (tab. 4).

Tabela 4

Udział kapitału obcego w pasywach badanych spółek według stanu na koniec 2013 r.

Lp.	Spółka	Udział kapitału obcego w źródłach finansowania ogółem
1	2	3
1	ASSECOPOL	44,84%
2	BOGDANKA	36,12%
3	BORYSZEW	58,45%
4	CCC	46,38%
5	CYFRPLAST	47,13%
6	ENEA	29,62%
7	EUROCASH	89,87%

cd. tabeli 4

1	2	3
8	GRUPAAZOTY	37,05%
9	GTC	67,18%
10	JSW	39,75%
11	KGHM	12,92%
12	LOTOS	54,73%
13	LPP	39,96%
14	NETIA	34,57%
15	ORANGEPL	44,61%
16	PGE	28,15%
17	PGNiG	35,16%
18	PKNORLEN	46,65%
19	SYNTHOS	43,66%
20	TAURONPE	46,45%
21	TVN	74,80%

Ibid.

Jako istotne należy wskazać, że wszystkie osiem podmiotów, które charakteryzuje dodatnia dźwignia finansowa posiada udział kapitału stosunkowo niski (na tle innych spółek). Co więcej, porównanie współczynników korelacji rang przedstawionych wcześniej wskazuje, że wzrost siły dźwigni finansowej lepiej koreluje z pozytywnymi reakcjami inwestorów. Przeciętnej słabości badanych związków nie można zatem tłumaczyć awersją do ryzyka.

Czy zatem prawdą jest w omawianych przypadkach, iż „revenue before cost”? Uzyskana na podstawie zebranych danych odpowiedź nie jest w pełni przekonująca. Współczynnik korelacji rang przypisanych dynamice kursów akcji i dynamice sprzedaży uzyskiwanej przez spółki poddane badaniu wyniósł 0,0948. Jest to około trzykrotnie więcej, aniżeli współczynnik uwzględniający wpływ zdolności wykorzystywania siły dźwigni operacyjnej na decyzje inwestorskie, jednakże siła zależności kształtuje się w stanach pomijalnych w procesach wnioskowania. Ostateczne wnioskowanie może być jednak obarczone błędem wynikającym z faktu, że tylko osiem spółek, a więc mniejszość w badanej populacji, wykazało dodatnią dynamikę sprzedaży.

Podsumowanie

Analiza wyników badań nie prowadzi do potwierdzenia hipotezy o istotnym związku pomiędzy posiadanymi przez spółki kompetencjami w zakresie zarządzania operacyjnego i dynamiką pozycji strategicznej postrzeganej przez pryzmat wartości rynkowej kapitału własnego. Wykorzystana próba badawcza i przeprowadzona analiza nie upoważniają do szerszych uogólnień, pozwalają jednak na formuło-

wanie dalszych pytań. Czy czynniki sukcesu przedsiębiorstw na rynku kapitałowym są silniejsze w otoczeniu przedsiębiorstwa, aniżeli w jego wnętrzu? Czy w związku ze skracaniem się cykli życia tak produktów, jak i technologii oraz organizacji, rozwijanie doskonałości operacyjnej przestaje być priorytetem na rzecz innowacyjności i dynamiki zachowań na rynku? Czy może wreszcie zaobserwowane zjawiska wynikają ze słabości nadzoru korporacyjnego? Znaczenie dostępu do źródeł finansowania, w tym kapitałem własnym, oraz powszechna interpretacja miernika wartości rynkowej kapitału własnego jako uniwersalnego kryterium oceny przedsiębiorstw sprawiają, że przywołane kwestie powinny być przedmiotem pogłębionej refleksji tak w sferze rozważań naukowych, jak i praktyki życia gospodarczego.

Literatura

- Brilman J.: Nowoczesne koncepcje i metody zarządzania. PWE, Warszawa 2002.
- Grajewski P.: Organizacja procesowa. PWE, Warszawa 2007.
- Hayes R.H., Wheelwright S.C.: Restoring our competitive edge: competing through manufacturing. John Wiley, New York 1984.
- Koźmiński A.: Zarządzanie międzynarodowe. PWE, Warszawa 1999.
- Modele referencyjne w zarządzaniu procesami. Red. T. Kasprzak. Difin, Warszawa 2005.
- Noga A.: Teorie przedsiębiorstw. PWE, Warszawa 2009.
- Rappaport A.: Creating shareholder value: the new standard for business performance. Free Press, New York 1986.
- Raynor M.E., Ahmed M.: Tree Rules for making a company truly great. „Harvard Business Review” April 2013.
- Talwar B.: Comparative study of framework, criteria and criterion weighting of excellence models. „Measuring Business Excellence” 2011, Vol. 15, Iss. 1.

THE OPERATIONAL EXCELLENCE OF ENTERPRISE AND THE SHAREHOLDER VALUE CREATING

Summary

The subject of this article is potential connection ongoing between operational excellence and strategic position of enterprise. The operational excellence is defined through the lens of leverages exploitation. The operational, financial and total leverage formula has been used. The strategic position changes have been evaluated by the investors decisions, what means, as the shares notes changes. The sample of twenty one enterprises form WIG 30 index have been examined. The research results analysis do not provide to hypothesis confirmations about essential connection between the competences on the field of operational management and the dynamic of strategic position. The used sample does not authorize, of course, to wider generalizations, but allows to generate the questions, which lay dawn the future research directions.