

Krzysztof Łobos

Wyższa Szkoła Bankowa we Wrocławiu

Mirosława Szewczyk

Politechnika Opolska

WARTOŚĆ JAKO UNIWERSALNA MIARA SUKCESU W ZARZĄDZANIU PRZEDSIĘBIORSTWEM

Streszczenie: Przeprowadzono badanie 142 przedsiębiorstw z listy „Diamentów Forbesa” z lutego 2011 roku. Analiza czynnikowa oparta na czterech zmiennych uznanych za miary sukcesu tych spółek prowadzi do wniosku, że główną determinantą wartości są realizowane przychody. Z kolei duże wzrosty wartości mogą być realizowane zarówno przez spółki niewielkie, jak i prowadzące działalność na dużą skalę. Praktyczną wskazówką dla zarządzających przedsiębiorstwami jest postulat rozpoznania, jakie inwestycje (np. majątek rzeczowy określonego rodzaju, kompetencje zatrudnionych, *image* firmy) w największym stopniu determinują zdolność przedsiębiorstwa do generowania przychodów obecnie i w przyszłości. W tej kwestii wyróżniono w artykule dwa modelowe typy przedsiębiorstw: realizujące przychody głównie na bazie majątku rzeczowego oraz kompetencji i wizerunku.

Słowa kluczowe: wartość przedsiębiorstwa, analiza czynnikowa, determinanty kreowania wartości, typy przedsiębiorstw w aspekcie kreowania wartości, „Diamenty Forbesa”.

1. Wstęp

Od lat osiemdziesiątych ubiegłego wieku wartość stała się ważną miarą oceny sprawności zarządzania przedsiębiorstwem. Podnoszenie wartości aktywów będących w rękach akcjonariuszy jest stałym obszarem troski zarządów przedsiębiorstw. Celem artykułu jest pokazanie najważniejszych determinant generowania coraz wyższej wartości spółek. Wnioski sformułowano głównie na podstawie badania 142 przedsiębiorstw dolnośląskich, a pomocniczy charakter miały studia literaturowe. Do badania wykorzystano analizę czynnikową. Próba przedsiębiorstw pochodziła z listy tzw. Diamentów Forbesa z lutego 2011 roku. Za miary ich sukcesu uznano cztery zmienne, tj. wartość sprzedaży, zysk netto, wartość przedsiębiorstwa oraz wzrost wartości przedsiębiorstwa.

2. Wartość spółki – pomiar i źródła wartości

Jednym z ważniejszych modeli wartości opisywanych w literaturze przedmiotu jest tzw. model wartości całkowitej spółki. Posiada on walor uniwersalności, gdyż można zastosować go w sytuacji, gdy walory spółki nie są w publicznym obrocie lub gdy spółka nie wypłaca dywidendy. Rynkowa wartość spółki określana jest wówczas jako suma oczekiwanych, zdyskontowanych przepływów pieniężnych (FCF) w kolejnych latach [Brigham, Houston 2005, s. 389]:

$$\begin{aligned} \text{Rynkowa wartość spółki} &= V_{\text{spółki}} = \text{PV oczekiwanych przyszłych przepływów} \\ \text{pieniężnych} &= \frac{FCF_1}{(1 + WACC)^1} + \frac{FCF_2}{(1 + WACC)^2} + \dots + \frac{FCF_{\infty}}{(1 + WACC)^{\infty}} \end{aligned}$$

WACC jest przy tym średnim ważonym kosztem kapitału, wolne zaś środki pieniężne FCF to środki wygenerowane w danym roku, pomniejszone o środki potrzebne do sfinansowania wydatków kapitałowych i o kapitał obrotowy potrzebny do wsparcia przyszłego wzrostu. Z tego powodu:

$$FCF = \text{NOPAT} - \text{Nowe inwestycje netto w kapitał operacyjny.}$$

NOPAT oznacza tradycyjnie zysk operacyjny netto po opodatkowaniu. Na podstawie modelu możemy więc przyjąć na poziomie syntetycznym, że wartość spółki jest dobrze odzwierciedlona przez sumę zdyskontowanych przepływów pieniężnych, będących *de facto* wolnymi środkami wygenerowanymi w kolejnych latach, lecz przed dokonaniem płatności na rzecz akcjonariuszy i obligatariuszy spółki. Wartość spółki wynika więc z jej zdolności do generowania wolnych strumieni pieniądza w danym roku i w latach kolejnych.

Na podstawie tak zwanej macierzy kreowania wartości możemy dodatkowo stwierdzić, że realnym kreatorem wartości jest przedsiębiorstwo bądź biznes (w rozumieniu relatywnie niezależnej części składowej korporacji, strategicznej jednostki biznesu – SJB, SBU), które cechuje się dodatnią różnicą między wyceną za pomocą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (NPV) i wartością rynkową danego biznesu oraz dodatnią różnicą pomiędzy zwrotem z kapitału całkowitego i kosztem kapitału (ROA – WACC) [Zarzecki 1998, s. 33]. Pierwsza miara, będąca jednocześnie wymiarem macierzy, stanowi ocenę wartości na bazie wyników (zysków) realizowanych w długim okresie, druga zaś odnosi się do wyników w krótkim okresie (rys. 1). Sytuacja najkorzystniejsza to taka, w której obydwie wartości miar są dodatnie. Można by więc stwierdzić, że jednym z ważniejszych celów zarządzania wartością jest osiągnięcie równowagi pomiędzy wynikami bieżącymi a przyszłymi. Biznes z realnymi szansami na kreowanie dodatnich przepływów w przyszłości, ale i dochodowy, obecnie powiększa swą wartość rynkową.

		ROA – WACC	
		Ujemne	Dodatnie
NPV – wartość rynkowa biznesu	Ujemne	<p>Spółki/jednostki biznesu/zakłady przyczyniające się do <u>destrukcji wartości</u></p> <p>Zalecenie: restrukturyzacja, likwidacja</p>	<p>Spółki/jednostki biznesu/zakłady <u>niedowartościowane</u></p> <p>Zalecenie: przeprowadzić analizę przyczyn lepszych wyników bieżących niż prognoz na przyszłość</p>
	Dodatnie	<p>Spółki/jednostki biznesu/zakłady <u>przewartościowane</u></p> <p>Zalecenie: przeprowadzić analizę założeń, na których oszacowano optymistycznie prognozy przyszłych przepływów</p>	<p>Spółki/jednostki biznesu/zakłady <u>kreujące wartość</u></p> <p>Zalecenie: inwestować w rozwój, trzymać wysoki poziom zwrotów</p>

Rys. 1. Macierz kreowania wartości

Źródło: [Zarzecki 1998, s. 33].

Spółki mogą też być przewartościowane bądź niedowartościowane w sensie różnicy pomiędzy wyceną rynku a wyceną opartą na wartości zdyskontowanych, wolnych strumieni pieniężnych. Niewielkie różnice są naturalne i oczywiste, lecz różnice znaczne powinny skłaniać do przeprowadzenia analizy przyczyn rozbieżności i podjęcia ewentualnych działań korygujących. Słabe wyceny rynkowe są oczywiście niesatysfakcjonujące tak dla zarządów spółek, jak i ich akcjonariuszy. W takiej sytuacji mogą więc zostać podjęte działania restrukturyzacyjne w różnych obszarach. Pierwszym jest poszukiwanie wewnętrznych źródeł zwiększania wartości. Sprowadza się ono do doskonalenia systemu zarządzania przedsiębiorstwem na bazie obecnego majątku i potencjału przedsiębiorstwa. Jego podstawowymi efektami będą wzrost wartości sprzedaży oraz racjonalizacja ponoszonych kosztów. Może też nastąpić spadek zapotrzebowania na kapitał obrotowy. Drugim obszarem wpływu na wartość są działania ukierunkowane na wzrost efektywności ekonomicznej wynikający z pozbywania się mniej rentownych obszarów działalności i ewentualne akwizycje w obszarach bardziej rentownych bądź z większym efektem synergicz-

nym. W tych przypadkach zwiększenie zysku operacyjnego powinno znajdować uznanie potencjalnych inwestorów, a w efekcie podniesienie wyceny rynkowej. Trzeci obszar restrukturyzacji obejmuje zmianę wielkości i struktury zaangażowanego kapitału z uwzględnieniem kapitałów własnych i obcych. Celem jest tutaj obniżenie kosztu kapitału (WACC), wykorzystanie efektu dźwigni finansowej oraz ewentualne efekty podatkowe [Copeland, Coller, Murrin 1990].

Relację między wartością rynkową i odtworzeniową przedsiębiorstwa prezentuje też tzw. wskaźnik Q Tobina. Można go liczyć jako:

$$Q = \frac{\text{wartość rynkowa} + \text{wartość długu}}{\text{wartość księgową}}$$

W sytuacji, kiedy wartość Q oscyluje w okolicach jedności, osiągnany jest stan równowagi. Przy znacznych odchyleniach od tej wartości zaleca się podjęcie działań restrukturyzacyjnych, na przykład takich jak opisano w modelu powyżej [Copeland, Cobler, Murrin 1990]. Wskaźnik ten uznawany jest nie tylko za jedną z miar odnoszących się do wartości przedsiębiorstwa, lecz bywa także używany w kontekście pomiaru jego kapitału intelektualnego (IC) [*Knowledge Management ...* 2003, s. 156]. Można przyjąć, że przy podobnych wartościach księgowych przedsiębiorstw te z nich będą się charakteryzowały wyższymi wartościami Q, które posiadają zdolność do generowania ponadprzeciętnych wyników finansowych. Ich pojawianie się przypisuje się wówczas takim zasobom niematerialnym, jak wiedza pracowników, umiejętności w zakresie zarządzania kapitałem intelektualnym i wiedzą czy zasoby związane z klientami. Wspólnie można je określić jako składowe kapitału intelektualnego.

3. Wartość jako uniwersalna miara sprawności zarządzania

Wartość stanowi miarę ogniskującą w sobie wiele kategorii składowych. Jak wynika z poprzedniego punktu artykułu, jest ona pochodną nie tylko zdolności do generowania przychodów obecnie i w przyszłości, lecz także posiadanych zasobów, i to nie tylko w sensie materialnym, ale i niematerialnym. Wartość jest więc zależna od wielu decyzji podejmowanych przez kadry kierownicze przedsiębiorstw w kwestii alokacji środków, na przykład decyzji inwestycyjnych. Zależy ona jednak także od czynników z punktu widzenia przedsiębiorstwa niesterowalnych, takich jak ogólna koniunktura gospodarcza, ryzyko w branży i jej ogólna kondycja, prognozy na przyszłość i nastroje gospodarcze.

Nie zawsze wartość przykuwała uwagę w takim stopniu jak obecnie. Wraz ze zmianami koncepcji funkcjonowania przedsiębiorstwa zmieniały się też akcenty uwagi kadr kierowniczych i *stakeholders*. Przekładały się one na wyznaczane cele

funkcjonowania przedsiębiorstw oraz na używane do pomiaru uzyskiwanych wyników działań wskaźniki. Ewolucję tę prezentuje tab. 1.

Tabela 1. Ewolucja celów i zmiana sposobów pomiaru wyników działań przedsiębiorstw w XX w.

	Lata dwudzieste	Lata pięćdziesiąte	Lata osiemdziesiąte	Lata dziewięćdziesiąte
Cele działalności przedsiębiorstwa	Zysk księgowy	Zysk księgowy	Wartość dla akcjonariuszy	Wartość dla akcjonariuszy przy zachowaniu pełnej harmonizacji kluczowych dziedzin przedsiębiorstwa, nie tylko ilościowych
Mierniki wyników działań	Kluczowe wskaźniki finansowe ROI, ROE, model du Ponta	Rynkowe wskaźniki finansowe EPS, <i>cash flow</i>	EVA, MVA, SVA	Kompleksowe systemy mierzenia wyników działań

Źródło: [Siemińska 2002, s. 98].

W latach dwudziestych XX w. zostały opracowane wszystkie kluczowe wskaźniki finansowe, ROI (rentowności inwestycji), ROE (rentowności kapitału własnego), które łączy szeroko znany model Du Ponta. Tradycyjne miary finansowe dobrze odpowiadały klasycznej koncepcji przedsiębiorstwa zarządzanego według wskazań naukowego zarządzania. Główne cele to optymalizacja wyniku finansowego, systemów produkcyjnych i systemów społecznych w sensie mechanistycznym (podziału pracy, hierarchii, specjalizacji, koordynacji etc.). Oparcie tradycyjnych mierników na kosztach oraz orientacja na wynik finansowy realizowany w krótkim okresie powodowała jednak swoiste „blokowanie” działań i strategii przedsiębiorstwa opartych na zasobach ludzkich, kompetencjach, wiedzy, wysokiej jakości, elastyczności czy minimalizowaniu czasu produkcji [Kalińska 2002, s. 389]. Wzrost znaczenia rynków finansowych, a więc i spółek publicznych, spowodował w latach pięćdziesiątych uzupełnienie listy mierników oceny wyników działań o mierniki rynku kapitałowego (EPS – zysk na akcję), rosnąca zaś niestabilność otoczenia i konkurencja powodują, że znaczenia zaczynają nabierać miary płynności finansowej. Nie zmienia to jednak zasadniczo samej koncepcji pomiaru wyników i krótkookresowej orientacji na zysk. Dopiero lata osiemdziesiąte przynoszą zainteresowanie uniwersalnym miernikiem, jakim jest wartość przedsiębiorstwa, a więc i zmianę poglądu na horyzont oceniania za pomocą miar finansowych (opcja długookresowa). Wartość przedsiębiorstwa kształtuje się bowiem w dłuższym czasie i wynika z umiejętności utrzymania równowagi pomiędzy kreowaniem warunków do generowania strumieni pieniądza w przyszłości (w kolejnych latach), co oznacza wzrost kosztów, a bieżącym wynikiem finansowym, co oznacza konieczność optymalizowania kosztów. Owo utrzymanie równowagi, a więc i kreowanie wartości, pozostaje domeną kadr

kierowniczych podejmujących najważniejsze decyzje wpływające na wynik bieżący oraz zdolność do generowania przychodów w kolejnych latach.

4. „Diamenty Forbesa” w województwie dolnośląskim: analiza czynnikowa – wyniki i dyskusja

W artykule zaprezentowano przykład zastosowania analizy czynnikowej w badaniu sukcesu przedsiębiorstw. W analizie czynnikowej następuje redukcja liczby zmiennych przez ich swoiste przyporządkowanie wyróżnionym czynnikom, co umożliwia wnioskowanie o ogólnych prawidłowościach związanych z pozostawaniem zmiennych we wzajemnych związkach. W opracowaniu przedstawiono wyniki analizy czynnikowej na podstawie danych pochodzących z rankingu „Diamenty Forbesa” (dodatek do „Forbes”, luty 2011). Analizę przeprowadzono na próbie 142 przedsiębiorstw dolnośląskich o przychodach od 5 do 50 mln zł, które znalazły się w tym zestawieniu.

W rankingu „Diamenty Forbesa” znalazły się przedsiębiorstwa, które osiągnęły największy roczny przyrost wartości (wynoszący co najmniej 15%) i jednocześnie spełniały następujące kryteria:

- w terminie złożyły raporty do Krajowego Rejestru Sądowego w 2010 roku,
- były rentowne (na podstawie wskaźnika EBIT i ROA), miały wysoką płynność bieżącą i nie zalegały z płatnościami,
- wykazywały dodatni wynik finansowy oraz wartość kapitałów własnych w latach 2006-2009,
- w 2009 r. osiągnęły przychody ze sprzedaży co najmniej 5 mln zł.

W rankingu pominięto instytucje finansowe. Wyceny przedsiębiorstw dokonano metodą szwajcarską, łącząc metodę majątkową (która nie uwzględnia potencjału pracowników i posiadanego *know-how*) oraz metodę dochodową. Ta ostatnia sprowadzała się w tym przypadku do określenia średniej wartości zysku z trzech lat. Wartość była średnią ważoną, liczoną według następującej formuły:

$$W = \frac{(W_m + 2W_d)}{3},$$

gdzie W_m jest wartością księgową majątku, W_d zaś średnią zysku z trzech lat.

Z czterech wstępnych zmiennych uznanych *de facto* za miary sukcesu przedsiębiorstwa, tj. wartości sprzedaży (zmienna 1), zysku netto (zmienna 2), wartości przedsiębiorstwa (zmienna 3) oraz wzrostu wartości przedsiębiorstwa (zmienna 4), w wyniku zastosowania analizy czynnikowej (rotacja Varimax) uzyskano dwa czynniki (tab. 2 i 3). Czynniki pierwszy wyjaśnia prawie 49%, czynnik drugi zaś niemal 26% ogólnej zmienności. W związku z tym, że czynnik pierwszy dobrze przenosi informacje o zmiennych 1, 2 oraz 3, można określić go mianem czynnika sukcesu w obszarze wynikowo-majątkowym. Bazuje on w przeważającej mierze na wyni-

kach bieżących i bieżących aktywach. Czynniki drugi przenosi informacje głównie o zmiennej 4, czyli o wzroście wartości przedsiębiorstwa w latach 2007-2009 (w %). Można więc nazwać go czynnikiem długookresowego sukcesu przedsiębiorstwa postrzeganego głównie przez pryzmat wzrostu wartości uzyskiwanej w kolejnych latach z wyceny przedsiębiorstwa.

Tabela 2. Główne składowe

	Wartości własne (Forbes (dol opol Polska) Wyodrębnione składowe główne			
	wartość własna	% ogółu wariacji	skumulowana wartość własna	skumulowany odsetek
1	1,956048	48,90119	1,956048	48,90119
2	1,029318	25,73296	2,985366	74,63415

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych empirycznych („Diamenty Forbesa”) przy użyciu pakietu Statistica.

Tabela 3. Ładunki czynnikowe

Zmienna	Ładunki czynnikowe (Varimax sur) (Forbes (dol opol) Polska) Wyodrębnione składowe główne (oznaczone ładunki są >, 700000)	
	Czynnik 1	Czynnik 2
DOL_przychody	0,643058	0,089923
DOL_zysk	0,893431	-0,141970
DOL_wartość	0,862013	0,124649
DOL_przyrost_wart	0,004922	-0,993355
Wartości wyjściowe	1,954832	1,030534
Udział	0,488708	0,257634

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych empirycznych („Diamenty Forbesa”) przy użyciu pakietu Statistica. (w korekcie: Aut.: czerwona czcionka?)

Wyniki analizy czynnikowej prowadzą do wniosku, że zmienne: wartość przychodów, wartość zysku oraz wartość przedsiębiorstwa pozostają ze sobą w związku. Wartość zysku powiązana w ramach jednego czynnika z wartością przedsiębiorstwa nie jest zaskoczeniem, gdyż właściwie została ona endogenicznie zastosowana do wygenerowania kategorii wartości (zob. formuła liczenia wartości) i jest w nią niejako wpisana. Nie można więc przypisywać jej większej wartości z punktu widzenia interpretacji i omówienia wyników. Większe znaczenie wydaje się mieć kategoria przychodów. Można sądzić, że wartość jest generowana głównie przez strumień pieniądza wpływającego w dłuższym okresie do przedsiębiorstwa, jak też – że wartość przedsiębiorstwa jest bazą generowania przezeń przychodów. Obydwa twierdzenia wydają się prawdziwe. Pierwsze, wyprowadzone z analizy danych dotyczących spółek, tzw. diamentów, pozostaje w zgodności z тезami formułowanymi w ramach nurtu w zarządzaniu odnoszącego się do problemów generowania

wartości. Drugie jest zgodne z obserwacjami rzeczywistości podpowiadającymi, że większy majątek ułatwia generowanie większych wartości sprzedaży. To drugie twierdzenie wymaga jednak szerszego komentarza z punktu widzenia zarządzania. Większa wartość przedsiębiorstwa jest bowiem czymś zupełnie innym w odniesieniu do kancelarii prawniczej niż na przykład sieci stacji benzynowych czy firmy produkującej meble. Najogólniej rzecz ujmując, istnieje grupa przedsiębiorstw, dla których inwestycja w rzeczowe składniki majątku ma znaczenie do określonego poziomu. Dobrym tego przykładem jest wzmiankowana kancelaria prawnicza. Wysoki standard biurowy jest tutaj warunkiem koniecznym. Wartość kancelarii wynika jednak głównie z czegoś innego. Tym czynnikiem jest jej reputacja, doświadczenie, kadra i pozycja na rynku (rozpoznawalność). Owe niematerialne składowe sukcesu są zmienną pośredniczącą pomiędzy inwestycjami w kompetencje a wzrostem wartości kancelarii. To właśnie od nich zależy zdolność kancelarii do generowania wysokich wartości sprzedaży w kolejnych latach, a więc wartość przedsiębiorstwa. Inwestycje nie mają więc w zasadzie charakteru inwestycji w majątek rzeczowy, lecz w kompetencje i reputację. Inaczej sprawy przedstawiają się w przedsiębiorstwach, których przychody w największym stopniu generuje majątek. Dobrym przykładem jest w tej kategorii sieć stacji LPG. O wartości sprzedaży w kolejnych latach będą decydować w głównej mierze liczba stacji, ich lokalizacja, wyposażenie i oznakowanie. Nie można, rzecz jasna, lekceważyć także kompetencji zatrudnionych, lecz te inwestycje są drugorzędne wobec inwestycji w majątek rzeczowy. Majątek rzeczowy jest więc główną zmienną pośredniczącą, determinującą wartości sprzedaży w kolejnych latach, a więc wartość przedsiębiorstwa. Różne przedsiębiorstwa mają więc różną charakterystykę i wydaje się ważne rozpoznanie tego, w co należy inwestować środki, aby wartość przedsiębiorstwa rosła. Inwestycje te muszą natomiast służyć budowaniu warunków do generowania strumienia pieniądza w przyszłości (tab. 4).

Tabela 4. Modelowe ujęcie determinant generowania wartości w różnych typach przedsiębiorstw

Typ przedsiębiorstwa	Wzrost wartości następuje głównie przez:	Przykłady
Generowanie przychodu oparte na kompetencjach i majątku rzeczowym	Inwestycje w kompetencje	Kancelaria prawnicza, firma doradcza, przychodnia lekarska
Generowanie przychodu na bazie majątku rzeczowego i kompetencji	Inwestycje w infrastrukturę	Sieci dystrybucyjne, przedsiębiorstwa produkcyjne, restauracje, kina, przedsiębiorstwa rolno-spożywcze

Źródło: opracowanie własne.

Drugi zdefiniowany w modelu czynnik obejmuje informacje dotyczące wzrostu wartości przedsiębiorstwa w latach 2007-2009. Nie jest on związany z bezwzględ-

nymi wartościami sprzedaży, zysku oraz wartości przedsiębiorstwa. Wysokie wzrosty wartości przedsiębiorstwa mogą więc być realizowane niezależnie od tego, czy przedsiębiorstwo prowadzi działalność na dużą skalę, czy też na małą. Istnieją inne zmienne, nie biorące udziału w badaniu, które są powiązane ze zmienną określoną jako wzrost wartości. Można przypuszczać, że lokują się one w obszarze racjonalności zarządzania (umiejętne inwestowanie środków), a także ogólnej koniunktury w poszczególnych domenach rynkowych.

5. Zakończenie

Na podstawie wyników analizy czynnikowej, danych o wynikach 142 spółek dolnośląskich oraz uzupełniających studiów literaturowych można stwierdzić, że podstawowym czynnikiem generowania wartości przedsiębiorstwa są przychody. Duże wzrosty wartości mogą być natomiast realizowane tak przez spółki niewielkie, jak i prowadzące działalność na dużą skalę. Wartość przedsiębiorstwa jest nie tylko uniwersalną miarą sprawności zarządzania i marą efektów działań kadr kierowniczych, lecz również miarą ważną z punktu widzenia inwestorów oczekujących przyrostu wartości swoich aktywów. Praktyczna może okazać się wskazówka sugerująca rozpoznanie przez kadry kierownicze najważniejszych czynników, od których zależy zdolność do generowania przychodów obecnie i w przyszłości. Na poziomie syntezy szczególnie ważne jest rozpoznanie, w jakiej proporcji zdolność ta zależy od bazy majątkowej, a w jakiej od kompetencji zatrudnionych i rynkowego wizerunku (*image*). Wiedza ta powinna determinować politykę inwestycyjną przedsiębiorstwa zorientowanego na budowanie wartości dla udziałowców i akcjonariuszy.

Literatura

- Brigham E.F., Houston J.F., *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 2005.
- Copeland T., Coller T., Murrin J., *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons, New York 1990.
- Diamenty Forbesa*, (dodatek do) „Forbes 2011 (luty).
- Kalińska M., *Rozwój systemów mierzenia wyników działań*, [w:] *Stan i perspektywy rozwoju teorii i praktyki zarządzania na progu XXI wieku*, red. R. Krupski, J. Lichtarski, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej nr 940, AE, Wrocław 2002..
- Knowledge Management. Concepts and Best Practices*, red. K. Mertins, P. Heisig, J. Vorbeck, Springer Verlag, Berlin 2003.
- Nisbet R., Elder IV J., Miner G., *Handbook of Statistical Analysis and Data Mining Applications*, Elsevier Inc., New York 2009.
- Zarzecki D., *Macierz kreowania wartości*, „Przegląd Organizacji” 1998, nr 6.

VALUE AS UNIVERSAL MEASURE OF SUCCESS IN ENTERPRISE'S MANAGEMENT

Summary: In this article the analysis of 142 enterprises from the list of "Forbes Diamonds" (Feb. 2011) has been conducted. Factor analysis of the four variables considered as measures of success revealed that the major determinant of value is income. In turn, the increase in value above average does not depend on the extent of activity. Practical guideline for managers, which results from the article, is that they should recognize the base of income creation of their enterprises. Two model types of enterprise in view of income creation have been distinguished: enterprise generating income mainly on tangible and intangible resources.

Key words: value of enterprise, factor analysis, determinants of value creation, types of enterprises in view of income creation, Forbes Diamonds.