

*Andrzej Telega\**

**PROBLEMATYKA NADZORU KORPORACYJNEGO  
I JEGO WPŁYW NA KREOWANIE WARTOŚCI  
ORGANIZACJI**

**THE ISSUE OF CORPORATE GOVERNANCE  
AND ITS INFLUENCE ON CREATION OF  
ORGANIZATION'S VALUE**

Summary

*In the era of liberalization of economic relations and more intensive collaborations between companies, the issue of corporate governance is especially up-to-date. The way corporate governance is carried out depends on the way a company is perceived and what its role is. A company perceived solely as a tool for its owners to accomplish their goals represents a financial model, in which a superior goal is creation and growth of value for owners as a result of fulfillment of their interests. The role of corporate governance in this case is to create an effective system of relations between company owners and hired managers. In broader spectrum the result of company's work should be the value for all subjects involved – stakeholders, which guarantees security and safety.*

*The aim of the article is to discuss the correlation between the perception of a company, the concept of its value and the way corporate supervision is carried out.*

**1. Uwagi wstępne**

Zagadnienia związane ze sprawowaniem kontroli właścicielskiej coraz częściej stają się przedmiotem dociekliwości współczesnych badaczy-eko-

---

\* mgr, doktorant Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie.

nomistów. W realiach gospodarczych XXI wieku problem korelacji pomiędzy interesami różnych grup zaangażowanych w działalność przedsiębiorstw zwłaszcza w przypadku dużych międzynarodowych korporacji nabiera szczególnego znaczenia. Epoka globalizacji, charakteryzująca się tworzeniem kompleksowych współzależności gospodarczych, przynosi nowe wyzwania na drodze становienia się oraz form funkcjonowania nadzoru korporacyjnego. Globalizacja obejmuje wszystkie sfery naszego życia – gospodarkę, politykę, rozwój technologiczny, wzorce konsumpcji oraz kulturę organizacyjną, prowadząc do powstawania zupełnie nowych jakościowo powiązań organizacyjnych i gospodarczych.

Jednym z czynników kształtujących współczesną gospodarkę jest bardzo intensywna konkurencja pomiędzy podmiotami na rynku. Przedsiębiorstwu, aby utrzymać swoją pozycję na rynku, nie wystarcza profesjonalne zarządzanie – warunkiem koniecznym jest zaistnienie stałej współpracy pomiędzy organami zarządzającymi oraz organami nadzoru, które w tej sytuacji pełnią nie tylko funkcję kontrolną, ale i doradczą. Cechą dużych korporacji w krajach Zachodu od pewnego czasu stała się „profesjonalizacja” organów nadzoru, czyli tzw. rad nadzorczych.

W polskiej nauce ekonomicznej ukazało się już kilka publikacji, poruszających rozmaite aspekty związane z organizacją i sprawowaniem nadzoru korporacyjnego, aczkolwiek problematyka ta nadal stanowi szerokie pole badań dla polskich ekonomistów.

W niniejszym opracowaniu została podjęta próba przedstawienia roli nadzoru korporacyjnego w procesie kreowania wartości przedsiębiorstwa. Zostały w skrócie omówione zagadnienia związane z koncepcją nadzoru korporacyjnego w literaturze przedmiotu i powiązaniem nadzoru korporacyjnego z procesem становienia się wartości przedsiębiorstwa. „Koniecznym jest głębsze zrozumienie wartości przedsiębiorstwa jako podstawy jego oceny, a w konsekwencji również jako podstawy oceny władania korporacyjnego” [red. Rudolf 2008, s. 14].

## 2. Koncepcja i geneza nadzoru korporacyjnego

Nadzór korporacyjny albo inaczej *corporate governance* (ang.) jest pojęciem złożonym i wieloznacznym<sup>1</sup>. Systemy nadzoru obejmują zarówno prawa i regulacje obligatoryjne wynikające z aktów prawnych (na przykład z ustaw,

<sup>1</sup> Obecnie nadal brakuje nie tylko jednoznacznej definicji nadzoru korporacyjnego w literaturze o organizacji i zarządzaniu, ale także precyzyjnego tłumaczenia terminu na język polski. Teoria nadzoru korporacyjnego wywodzi się z wielu obszarów nauk społecznych, takich jak: prawo, socjologia, finanse, organizacja i zarządzanie. Niezależnie od wysiłku wielu naukowców, od lat prowadzących badania w danej dziedzinie, nadal brakuje jednej kompleksowej teorii lub modelu, które określałyby istotę nadzoru korporacyjnego [red. Borowiecki 2005, s. 101]. W polskiej literaturze naukowej toczy się dyskusja nad znaczeniem pojęcia *corporate governance*, zatem można znaleźć rozmaite tłumaczenia i wykładnie. Najczęściej spotykane tłumaczenia to: kontrola w korporacji, nadzór korporacyjny, nadzór właścicielski, ład korporacyjny, władanie korporacyjne. Najpopularniejszym z nich wydaje się być właśnie „nadzór korporacyjny”.

takich jak Kodeks spółek handlowych, prawo bankowe, rozmaitych przepisów i regulacji branżowych), jak i rozwiązania stosowane dobrowolnie, zgodnie z tradycją lub kodeksem dobrych praktyk.

Bardzo ciekawa analiza została przeprowadzona przez K. Lisa i H. Sterniczuka [Lis, Sterniczuk 2005 s. 25-32], którzy zwracają uwagę na mnogość interpretacji i sposobów tłumaczeń obecnych w literaturze oraz szczególnie charakter i znaczenie *corporate governance*.

Nadzór korporacyjny jest nierozłącznie związany ze zmianami w trzech obszarach relacji przedsiębiorstwa z otoczeniem [Mesjasz 2007]:

- relacji pomiędzy przedsiębiorstwem oraz dawcami kapitału;
- relacji pomiędzy przedsiębiorstwem a systemem politycznym;
- relacji pomiędzy przedsiębiorstwem a wszystkimi podmiotami związanymi z jego działalnością (interesariuszami).

Całokształt wyżej wymienionych relacji determinuje między innymi kierunek rozwoju nadzoru korporacyjnego w przedsiębiorstwie.

Problematyka kontroli właścicielskiej stała się aktualnie jednym z bardziej nurtujących problemów zarządzania oraz źródłem badań, których nadrzędnym celem jest opracowanie instytucjonalnych i zwyczajowych powiązań i reguł działania, mających służyć budowaniu równowagi w relacjach pomiędzy kadrą zarządzającą, akcjonariuszami i wierzycielami.

Słusznym wydaje się pogląd, iż centralnymi kwestiami władztwa korporacyjnego są zagadnienia asymetrii informacji, negatywnej selekcji i pokusy nadużyć (działań oportunistycznych), wynikające z rozdzielienia własności i kontroli [red. Rudolf 2008, s. 35]. Kluczowym zadaniem *corporate governance* w praktyce jest zwiększanie efektywności działania przedsiębiorstwa i przyczynienie się do zwiększenia wartości przedsiębiorstwa.

Należy podkreślić, że teoria nadzoru korporacyjnego rozwijała się wraz ze zmianą poglądów na to, czym jest przedsiębiorstwo, jakie funkcje pełni i jaką odgrywa rolę w społeczeństwie. Klasyczne podejście do teorii przedsiębiorstw mówi, że podstawowym celem przedsiębiorstwa jest generowanie zysków przy jak najlepszym zaspokajaniu potrzeb klientów. Poglądy w tej materii zmieniały się wraz ze zmianą tradycyjnego modelu przedsiębiorstwa prywatnego, w którym właściciel pełnił całość funkcji związanych z zarządzaniem przedsiębiorstwem. Postęp technologiczny, zmiany zachodzące w otoczeniu gospodarczym, zmiany w strukturze kapitałowej dużych przedsiębiorstw doprowadziły do zjawiska, które jest określane obecnie mianem „oddzielenia własności od zarządzania” [Jaki 2006, s. 31]. Zjawisko to nie bez powodów uznawane jest przez niektórych autorów za największy przełom w teorii zachowań przedsiębiorstw. Następnym rozdzielenia funkcji zarządczych od funkcji właścicielskich było pojawienie się nowych typów własności przedsiębiorstw, co musiało wcześniej czy

później zrewidować dotychczasowe poglądy na formułowanie i definiowanie celów ich działalności.

Rozdzielenie funkcji własności od zarządzania w pierwszej kolejności wynikało z dynamiki procesów koncentracji kapitału, które spowodowały potrzebę pozyskania niezbędnego przedsiębiorstwu kapitału u inwestorów na wolnym rynku. Rozproszenie własności przedsiębiorstwa wśród wielu inwestorów (akcjonariuszy), którzy często pozostawali anonimowi, zainicjowało istotne zmiany w podejściu do zarządzania przedsiębiorstwem oraz pojawienie się nowych form organizacyjno-prawnych własności przedsiębiorstwa i w konsekwencji zapotrzebowanie na wynajmowanych specjalistów od zarządzania, którym powierzano kierowanie coraz większymi przedsiębiorstwami. W literaturze naukowej ten proces często jest opisywany jako przekształcenie dotychczasowego „kapitalizmu przedsiębiorców” w „kapitalizm menedżerski”.

Do głównych przedstawicieli menedżerskich teorii przedsiębiorstwa najczęściej są zaliczani tacy autorzy, jak: William Baumol (teoria maksymalizacji obrotów sprzedaży przez menedżerów), Robin Marris (teoria maksymalizacji stopy wzrostu), Oliver Williamson (teoria maksymalizacji funkcji użyteczności przez menedżerów), Andreas Papandreou (maksymalizacja funkcji preferencji). Teorie poszczególnych autorów różnią się przede wszystkim w zakresie poglądów na funkcje celów przedsiębiorstwa oraz postrzegania celu organizacji od strony zachowań menedżerskich [red. Rudolf 2004, s. 175-180].

Kolejnym procesem, który towarzyszył procesowi koncentracji kapitału i tworzeniu się dużych korporacji były zmiany odnoszące się do charakteru samych właścicieli przedsiębiorstw. W strukturach własności dużych przedsiębiorstw zaczęli bowiem dominować inwestorzy instytucjonalni, czyli fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, banki oraz inne instytucje finansowe. Zmiany te odbywały się kosztem ograniczenia udziału oraz roli inwestorów prywatnych w postaci osób fizycznych. Z czasem do inwestorów instytucjonalnych dołączyły się kolejne podmioty, jak na przykład państwo, które pierwotnie było przede wszystkim podmiotem należącym do sfery regulacyjnej gospodarki, a nie sfery realnej. Zarówno w przypadku państwa, jak i banków można mówić o konflikcie pomiędzy naturalną rolą danego podmiotu w gospodarce a pełnieniem przez niego funkcji właścicielskich.

W stosunku do wzrastającego udziału i dominującej roli inwestorów instytucjonalnych, występujących w postaci właścicieli dużych korporacji, zaczęto mówić o ewolucji dotychczasowego „kapitalizmu menedżerskiego” w „kapitalizm inwestorski”, charakteryzujący się, obok wzrostu roli instytucjonalnego akcjonariatu, powrotem do koncepcji aktywnych inwestorów branżowych.

Wśród licznych konsekwencji przedstawionego powyżej procesu zauważalny był wzrost zapotrzebowania na adaptację w strukturach organizacyjnych pewnych mechanizmów regulujących relacje pomiędzy licznym akcjonariatem

(czyli właścicielami) a osobami, którym powierzono zarządzanie przedsiębiorstwem, a także narzędzi i metod, umożliwiających skuteczny pomiar efektywności działania firm.

**Rysunek 1.** Wzrost znaczenia *corporate governance*



Źródło: Opracowanie własne.

Wśród wielu zmian społecznych i gospodarczych, które się przyczyniły w ostatnich dziesięcioleciach do wzrostu znaczenia nadzoru korporacyjnego należy wymienić [Jaki 2006, s. 36]:

- nasilenie się procesów fuzji i przejęć w gospodarkach światowych;
- liberalizację stosunków rynkowych;
- wzmożony przepływ i koncentracje kapitału, a jednocześnie rozproszenie własności wielkich korporacji, spowodowane większą otwartością gospodarek światowych na skutek procesów globalizacji i integracji gospodarczej;
- rozwój technik i technologii informatycznych, ułatwiających transfuzje kapitału;
- zmianę dotychczasowego pojmowania roli człowieka w przedsiębiorstwie, któremu towarzyszył wzrost znaczenia kapitału intelektualnego oraz procesów zarządzania wiedzą w przedsiębiorstwie.

Rozproszenie pierwiastka własności na dwa składniki: „wykorzystanie pożytków” i „dysponowania nimi” stanowi zagrożenie dla interesów właścicieli majątku, zaangażowanego w działalność przedsiębiorstwa. Następstwem tego procesu jest [red. Rudolf 2004, s. 173]:

- większe prawdopodobieństwo wystąpienia niegospodarności spowodowanej tym, że w procesie zarządzania menedżerowie dysponują cudzym majątkiem i nie są osobiście zainteresowani efektami;
- przesunięcie punktu ciężkości z realizacji celów i oczekiwań właścicieli przedsiębiorstwa na rzecz osobistych interesów kadry zarządzającej, co w istotny sposób wpływa na wyznaczenie i realizację celów organizacji.

W świetle zabezpieczenia interesów właścicieli oraz wzrostu wartości organizacji sprawowanie nadzoru właścicielskiego staje się koniecznością. Ustalenie kreowania wartości jako celu strategicznego przedsiębiorstwa leży po stronie menedżmentu, posiadającego niewielki lub najczęściej żaden udział w kapitale zarządzanego przedsiębiorstwa. Wynajęci kierownicy z kolei nie mogą być bezpośrednio kontrolowani przez akcjonariuszy, którzy są zbyt liczni. Problem relacji pomiędzy gronem właścicieli (akcjonariuszy) oraz wynajętą kadłą zarządzającą staje się najbardziej dotkliwy w przypadku dużych przedsiębiorstw, charakteryzujących się złożoną strukturą własności oraz rozproszonym kapitałem (korporacje). Zasada maksymalizacji zysku organizacji ulega ograniczeniu na rzecz maksymalizacji personalnych korzyści menedżerów.

Wszelkie decyzje na poziomie organizacji, zarówno dotyczące zagadnień strategicznych, jak i operacyjnych są podejmowane przez menedżerów, którzy posiadają własne autonomiczne cele, często niezgodne z celami grona właścicieli.

W Tabeli 1 przedstawiono cele i przesłanki, którymi kierują się w swoim postępowaniu menedżerowie i właściciele.

**Tabela 1.** Cele menedżerów i właścicieli

<b>Menedżerowie</b>	<b>Właściciele / Akcjonariusze</b>
Uzyskiwanie wysokich dochodów własnych	Uzyskiwanie wysokich dywidend
Wyższa skłonność do ryzyka i inwestowania, aczkolwiek nie kosztem własnego bezpieczeństwa	Niższa skłonność do ryzyka oraz inwestowania
Zabezpieczenie dłuższego zatrudnienia	Zabezpieczenie efektywnego zarządzania przedsiębiorstwem
Osiągnięcie i zabezpieczenie własnej pozycji społecznej i prestiżu, uzyskanie wysokiego uznania w środowisku	Wzrost wartości rynkowej przedsiębiorstwa, pomnażanie zainwestowanego kapitału
Osiągnięcie zysku przez przedsiębiorstwo jako rzecz drugorzędna.	Realizacja wysokich zysków przez przedsiębiorstwo jako rzecz pierwszorzędna.

Źródło: Opracowanie własne.

Należy zatem odpowiedzieć na pytanie, jakie czynniki mogą zmotywować kadłą zarządzającą do działania w interesie właścicieli i jednocześnie dbania o wzrost wartości rynkowej firmy. Można wymienić cztery podstawowe czynniki, mające wpływ na zachowania menedżerów [Rapaport 1999, s. 3-5]:

- 1) wysoki udział menedżerów we własności przedsiębiorstwa, który pociąga za sobą utożsamianie się kierownictwa z ekonomicznymi interesami właścicieli (którymi w takiej sytuacji również się stają) i co za tym idzie rezygnację z ryzykownych inwestycji oraz większe dbanie o efek-

tywność przedsiębiorstwa. Zdaniem niektórych autorów jedynie wysokie zaangażowanie kapitałowe menedżmentu we własności przedsiębiorstwa przynosi oczekiwane rezultaty w postaci większego sprzężenia zwrotnego pomiędzy podejmowanymi przez kierownictwo decyzjami a wartością spółki [red. Rudolf 2004, s. 182];

- 2) powiązanie wynagrodzenia kierownictwa z osiąganą stopą zwrotu z kapitału, aczkolwiek oparcie systemów motywacji na podobnych rozwiązaniach może mieć także niekorzystne skutki z powodu oddziaływania następujących czynników:
  - menedżerowie, mając na względzie własne profity, podejmując decyzje mogą kierować się celami krótkoterminowymi, z pominięciem celów strategicznych;
  - na wysokość stopy zwrotu mogą oddziaływać czynniki zewnętrzne, absolutnie niezależne od decyzji podejmowanych przez kierownictwo;
  - może wystąpić problem organizacyjny przełożenia ogólnego wyniku przedsiębiorstwa na działalność poszczególnych komórek;
- 3) groźba wrogiego przejęcia, które może zagrażać przedsiębiorstwu w sytuacji zachwiania się zależności pomiędzy wartością księgową spółki a wartością rynkową;
- 4) wysoka konkurencja na rynku pracy, która dla kadry zarządzającej przedsiębiorstwem powoduje sytuacje, w których kierownicy muszą obawiać się o zachowanie własnych posad. W przypadku postrzegania przedsiębiorstwa jako następstwa kontraktów zawieranych pomiędzy stronami można przyjąć założenie, że w sytuacji niedotrzymania przez menedżerów warunków kontraktu zostaną oni zwolnieni.

### **3. Wartość przedsiębiorstwa w systemach nadzoru korporacyjnego**

W trakcie rozważań o istocie wartości przedsiębiorstwa oraz możliwości i efektywności sprawowania nadzoru korporacyjnego w trakcie jego funkcjonowania często przytaczane są głosy podnoszące kwestię związaną z ustaleniem, dla kogo dana wartość jest tworzona. Podstawowym problemem jest wybór pomiędzy prymatem akcjonariuszy przedsiębiorstwa a pozostałymi grupami interesu, związanymi z danym przedsiębiorstwem. Zasadniczo można wyróżnić dwa podejścia do tej kwestii:

- w podejściu angloamerykańskim dominującą jest wartość dla akcjonariuszy jako podstawowych dawców kapitału, zatem maksymalizacja stopy zwrotu z zainwestowanych środków i tym samym budowanie wartości dla grupy właścicieli jest rzeczą nadrzędną;

- w podejściu europejskim przedsiębiorstwo jest postrzegane nie tylko jako organizacja powołana do pomnażania środków pieniężnych, ale również jako organizm pełniący szereg funkcji o charakterze społecznym. Zarządzanie wartością w takim ujęciu jest zatem próbą znalezienia kompromisu pomiędzy wszystkimi zainteresowanymi stronami; polityka kreowania wartości wyłącznie dla akcjonariuszy jest postrzegana jako nieefektywna, uproszczona i antyspołeczna [Copeland, Koller, Murrin 1997, s. 4].

Wybór jednej z przedstawionych koncepcji jest rzeczą kluczową dla postrzegania wartości, ponieważ od tego wyboru zależy określenie źródeł wartości, narzędzi jej pomiaru, a nawet koncepcja zarządzania i zdefiniowanie celów przedsiębiorstwa. W świetle teorii nadzoru korporacyjnego stosowne wydaje się pierwsze podejście, skupiające uwagę na kreowaniu wartości przede wszystkim dla właścicieli. Mechanizmy i narzędzia kontroli właścicielskiej, szeroko opisywane w literaturze, służą m.in. znalezieniu odpowiednich środków, aby kreowanie wartości firmy stało się celem nadrzędnym dla menedżerów przedsiębiorstwa, którzy będą osobiście zainteresowani jego realizacją.

Za podobnym wyborem opowiadają się głównie amerykańscy ekonomiści. W epoce globalnej gospodarki, która cechuje się zwiększającą się mobilnością kapitału, brak prowartościowej orientacji oraz niskie stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału dla właścicieli mogą spowodować w dłuższej perspektywie zagrożenie wycofywania się inwestorów z „dołujących” rynków kapitałowych.

W podsumowaniu powyższych rozważań można powiedzieć, iż wartość przedsiębiorstwa może być postrzegana na kilku poziomach, w zależności od typu podmiotów czerpiących korzyści z przedsiębiorstwa:

- wartość dla właścicieli (akcjonariuszy) - stanowiąca podstawowe kryterium określenia finansowych celów przedsiębiorstwa oraz podstawę koncepcji zarządzania przez wartość (VBM – *value based management*, ang.);
- wartość dla wszystkich podmiotów finansujących działalność przedsiębiorstwa (akcjonariuszy i wierzycieli) - określana inaczej mianem wartości kapitału zainwestowanego w przedsiębiorstwo; stanowi ją wartość dla akcjonariuszy, powiększona o wartość zadłużenia przedsiębiorstwa (suma kapitałów własnych i obcych w przedsiębiorstwie);
- wartość dla interesariuszy - najbardziej nowoczesne rozumienie wartości przedsiębiorstwa; jest to wartość kreowana na rzecz wszystkich osób i podmiotów bezpośrednio zainteresowanych działalnością przedsiębiorstwa i czerpiących z tej działalności określone korzyści.

Jak było zaznaczone powyżej, w świetle teorii nadzoru korporacyjnego tą właściwą wydaje się być wartość dla akcjonariuszy, jako bezpośrednich właści-



cieli przedsiębiorstwa, czyli grupy, która jest uprawniona do czerpania wszelkich korzyści oraz posiada tytuł własności. Jednocześnie należy pamiętać o subiektywnym traktowaniu wartości z punktu widzenia różnych stron zainteresowanych przedsiębiorstwem.

Postawa przedsiębiorstwa wobec interesariuszy w znacznej mierze wpływa na formę sprawowania *corporate governance* w strukturze organizacyjnej przedsiębiorstwa. W praktyce wyróżnia się trzy koncepcje, różniące się pod względem stopnia, w jakim strategia spółek uwzględnia potrzeby i interesy różnych grup [Hilb 2005, s. 22]:

- 1) podejście globalne – przedsiębiorstwo koncentruje się na właścicielach (model konkurencyjny – *competition model*),
- 2) podejście lokalne – przedsiębiorstwo koncentruje się na interesariuszach (model kooperacyjny – *cooperation model*),
- 3) podejście globalne – przedsiębiorstwo w równym stopniu bierze pod uwagę potrzeby właścicieli, jak i pozostałych interesariuszy (model „kooperencji” – *coopetition model*).

Niezależnie od modelu, w ramach którego funkcjonuje system *corporate governance* w przedsiębiorstwie, rolę organów sprawujących nadzór jest kształtowanie strategii spółki oraz ponoszenie odpowiedzialności za osiągnięte wyniki finansowe na skutek jej realizacji w krótszej i dłuższej perspektywie czasowej.

#### **4. Teoria interesariuszy w procesie nadzoru korporacyjnego**

Przedstawione w poprzedniej części opracowania przesłanki zmian wewnętrznych przedsiębiorstwa oraz zmian w jego otoczeniu determinują konieczność rewizji poglądów na cele funkcjonowania przedsiębiorstwa oraz postrzeganie wartości. W tym kontekście obecnie szczególnego znaczenia nabiera teoria interesariuszy (*stakeholder theory*), która zwraca uwagę na potrzebę uwzględnienia w zespole celów przedsiębiorstwa nie tylko wąsko pojmowanych interesów właścicieli przedsiębiorstwa, ale również oczekiwań i interesów pozostałych grup zaangażowanych w działalność przedsiębiorstwa oraz bezpośrednio lub pośrednio czerpiących określone korzyści z tytułu funkcjonowania firmy.

Po raz pierwszy termin „teoria interesariuszy” (*stakeholder theory*) został użyty przez H. I. Ansoffa i jego współpracowników na początku lat 60. ubiegłego wieku w analizie procesów planowania w przedsiębiorstwie.

Wyraz poparcia dla koncepcji wartości dla interesariuszy można znaleźć również w definicji strategii przedsiębiorstwa H. I. Ansoffa, który pojmuje strategię jako wypadkową celów, odpowiedzialności i ograniczeń, będących kompromisem pomiędzy poszczególnymi grupami interesów [Ansoff 1965, za: red. Rudolf 2008, s. 36].

Wśród szerokiego kręgu interesariuszy, zainteresowanych działalnością przedsiębiorstwa, należy wymienić chociażby: wierzycieli, klientów, kontrahentów, pracowników, państwo, media, społeczeństwo. Teoria interesariuszy podkreśla, że kreowanie wartości dla właścicieli bez uwzględnienia celów wymienionych grup społecznych może być bardzo utrudnione, a nawet niemożliwe. W kontekście teorii interesariuszy wartość przedsiębiorstwa jest postrzegana szerzej – we współczesnej literaturze naukowej, poruszającej problematykę wartości przedsiębiorstwa oraz kontroli właścicielskiej, mówi się o paradygmacie kreowania „wartości dla interesariuszy”, bez ograniczenia jedynie do właścicieli firmy.

Konsekwencją takiego szerszego pojmowania wartości i celów przedsiębiorstwa, przy uwzględnieniu powiązań z najbliższym otoczeniem, jest sformułowanie koncepcji społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa. Rozróżnia się cztery podstawowe wymiary takiej odpowiedzialności [red. Nistrój 2002, s. 229-241]:

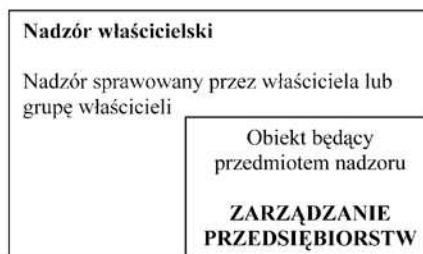
- wymiar ekonomiczny, który wyraża dążenie przedsiębiorstwa do wzrostu wartości rynkowej,
- wymiar etyczny, który wyraża uwzględnienie norm społeczno-etycznych w procesie działalności przedsiębiorstwa,
- wymiar socjologiczny, który wyraża rolę przedsiębiorstwa w procesie tworzenia miejsc pracy i edukacji pracowników,
- wymiar ekologiczny, który wyraża uwzględnienie skutków ubocznych w zakresie oddziaływania na środowisko i ekologię.

Społecznie odpowiedzialne przedsiębiorstwo inaczej postrzega hierarchię swoich celów oraz w sposób świadomy wybiera drogę i środki realizacji założonej strategii.

Poprzez pryzmat teorii interesariuszy mogą być również postrzegane zagadnienia związane z nadzorem korporacyjnym, który w tym kontekście jest pojęciem szerszym od nadzoru *stricte* właścicielskiego i stanowi nadzór pełniony przez wszystkie zainteresowane strony, czyli interesariuszy.

#### Nadzór korporacyjny

Nadzór sprawowany zarówno przez właścicieli, jak i pozostałych interesariuszy



Źródło: [Wawrzyniak 2000].

Koncepcja wartości dla interesariuszy obecnie pozyskuje coraz więcej zwolenników, aczkolwiek nie brakuje głosów krytycznych, podważających zasadność stosowania takiego podejścia w zarządzaniu. Wśród wątpliwości przytaczanych w literaturze najczęściej są wymieniane kwestie związane z problemem dużego zróżnicowania grona interesariuszy oraz trudnością doboru odpowiedniej metodologii definiowania i pomiaru wartości dla interesariuszy. Działania mające na celu osiągnięcie wysokich zysków dla akcjonariuszy są względnie zrozumiałe i proste dla kierownictwa spółki, natomiast w przypadku korzyści dla interesariuszy mogą występować spore kontrowersje w związku z określeniem drzewa celów przedsiębiorstwa i sposobów monitoringu ich urzeczywistnienia. Warto też nadmienić, że preferencje i oczekiwania interesariuszy mają złożony charakter i zazwyczaj są niejasne dla kierownictwa.

## **5. Instrumenty wzrostu wartości przedsiębiorstwa w procesie sprawowania nadzoru korporacyjnego**

Warunkiem określającym skuteczność sprawowania nadzoru korporacyjnego jest stosowanie odpowiednich narzędzi pomiaru efektywności działania przedsiębiorstwa. Na przestrzeni lat system oceny działalności przedsiębiorstwa podlegał nieustannej ewolucji wraz ze zmianami samego paradygmatu wartości, odchodząc stopniowo od pomiarów wartości przedsiębiorstwa opartych na danych księgowych w kierunku narzędzi i mierników opartych na wielkościach rynkowych, odzwierciedlających bezpośrednio procesy kreowania wartości przedsiębiorstwa [Jaki 2006, s. 35].

System sprawowania nadzoru korporacyjnego obejmuje różne elementy, które w mniejszym czy większym stopniu wpływają na proces kreowania wartości. Wśród wszystkich struktur i mechanizmów systemu nadzoru największe powiązania z wartością przedsiębiorstwa wydają się wykazywać następujące elementy [red. Rudolf 2008, s. 43-49]:

Struktura własności i kontroli:	rozdział funkcji własności i kontroli, struktura własnościowa przedsiębiorstwa, stopień koncentracji kapitału w ramach struktury kapitałowej, ochrona interesów mniejszościowych akcjonariuszy.
Rada nadzorcza:	organizacja rady nadzorczej, kompetencje i wiedza członków rady, udział członków niezależnych.
System wynagrodzeń:	konstrukcja systemów motywacyjnego wynagradzania kierownictwa, polityka wynagrodzeń w przedsiębiorstwie.
Polityka informacyjna:	przejrzystość i szczegółowość raportów o wynikach działalności, informowanie wszystkich zainteresowanych stron o funkcjonowaniu przedsiębiorstwa.

Trudno jest mówić o bezpośrednim przełożeniu jakości sprawowanego nadzoru na wartość przedsiębiorstwa z uwagi na bardzo złożony i niejednoznaczny charakter wartości oraz metod jej pomiaru w przedsiębiorstwie, jak i trudno do oszacowania efekty sprawowanej kontroli. Powiązania tych dwóch kategorii oraz wzajemna korelacja mogą być przedmiotem dalszych badań w Polsce, dla których punktem odniesienia mogą być wyniki podobnych badań w Stanach Zjednoczonych i krajach Europy Zachodniej. W Polsce badania takie obecnie są prowadzone, aczkolwiek - z uwagi na wczesny etap rozwoju systemów nadzoru korporacyjnego - wyniki mogą nie być miarodajne.

Odpowiedni dobór mierników jest kluczowy dla skutecznego funkcjonowania systemu zarządzania wartością. Dobrze dobrany system mierników stanowi oś takiego systemu, ponieważ pozwala przełożyć strategiczny cel wzrostu wartości dla właścicieli na cząstkowe cele zrozumiałe dla menedżerów oraz pracowników niższego szczebla i umożliwia zarządzanie organizacją w sposób maksymalnie zgodny z przyjętą filozofią działania [red. Szablewski i in. 2008, s. 63 - 108].

Do najczęściej wykorzystywanych w teorii i praktyce mierników zalicza się:

- całkowity zwrot dla akcjonariuszy TSR (*total shareholder return*, ang.) – określa zmianę wartości spółki w zdefiniowanym okresie z uwzględnieniem dwóch zmiennych: wzrost wartości posiadanych akcji oraz wartość wypłaconych dywidend;
- miary uwzględniające koszt zainwestowanego kapitału w kategoriach wartościowych:
  - ekonomiczna wartość dodana EVA (*economic value added*, ang.),
  - wartość dodana dla akcjonariuszy SVA (*shareholder value added*, ang.),
  - gotówkowa wartość dodana CVA (*cash value added*, ang.),
  - zysk ekonomiczny EP (*economic profit*, ang. ),
- miary umożliwiające porównywanie wyników firmy w kategoriach procentowych z wymaganą przez inwestorów stopą zwrotu z zainwestowanego kapitału:
  - gotówkowy zwrot z inwestycji CFROI (*cash flow return on investment*, ang.),
  - zwrot z zainwestowanego kapitału ROACE (*return on average capital employed*, ang.).

Autorzy poruszający w swoich badaniach zagadnienia związane z teorią *corporate governance* są zgodni: narastający konflikt interesów na linii właściciele przedsiębiorstwa (akcjonariusze) – wynajęta kadra menedżerska, spowodował konieczność opracowania zespołu narzędzi i mechanizmów służących do kontroli i nadzorowania działalności przedsiębiorstwa, które jednocześnie

umożliwiałyby inwestorom osiągnięcie zakładanych celów, czyli wzrost wartości zainwestowanego kapitału, co w istocie oznacza wzrost wartości przedsiębiorstwa. Do wzrostu wartości może prowadzić zastosowanie w procesie zarządzania następujących instrumentów [Jaki 2006, s. 33]:

- włączanie wynajętych menedżerów w krąg właścicieli przedsiębiorstw i przez to stworzenie warunków motywujących do podejmowania decyzji zgodnych z interesami grona właścicieli, które prowadzą do pomnażania wartości przedsiębiorstwa,
- wdrażanie w przedsiębiorstwach systemów motywacyjnych, opartych na koncepcji „zarządzania przez wartość” (VBM – *value based management*, ang.),
- tworzenie systemów nadzoru korporacyjnego,
- wykorzystanie nowoczesnych narzędzi oceny działalności przedsiębiorstw.

Wszystkie wymienione instrumenty służą osiągnięciu jednego celu, którym jest maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa dla właścicieli.

Pierwszy z wymienionych instrumentów zakłada w pewnym sensie powrót do koncepcji klasycznego przedsiębiorstwa prywatnego. Włączenie menedżerów w grono właścicieli powinno służyć zespoleniu celów obu grup i w rezultacie większemu dbaniu o wzrost wartości przez kadre zarządzającą. Nabycie akcji przez menedżerów może odbywać się na różne sposoby, na przykład: włączanie nabycia opcji na zakup akcji przedsiębiorstwa bądź samych akcji bezpośrednio do systemów motywacyjnych (oparte na brytyjskim modelu ESOS – *executive share option system*), klasyczne wykupy menedżerskie (*management buy-out*, MBO), tworzenie klasycznych spółek pracowniczych (oparte na amerykańskiej koncepcji ESOP – *employee stock ownership plan*).

Zarządzanie przez wartość jest kolejnym instrumentem wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Koncepcja ta powstała w Stanach Zjednoczonych w latach 80. XX wieku jako kolejne ogniwo łączące strategię działalności przedsiębiorstwa z osiąganymi wynikami finansowymi. Można powiedzieć, że zarządzanie przez wartość przyjmuje postać ciągłej restrukturyzacji całej organizacji i działalności przedsiębiorstwa, aby zapewnić budowanie wartości w długim okresie. VBM jest takim podejściem do zarządzania, w którym ogólne aspiracje spółki, techniki analityczne i procesy zarządzania podporządkowane są maksymalizacji wartości spółki poprzez skupienie procesu decyzyjnego na głównych czynnikach kształtujących wartość [Copeland, Koller, Murrin 1997, s. 87]. Umiejętne zdefiniowanie kluczowych czynników determinujących wartość, zarówno na poziomie strategicznym (np. średnioważony koszt kapitału) jak i operacyjnym (np. struktura kosztów, wydajność pracowników, rentowność sprzedaży) należy zatem do podstawowych zadań i celów zarządu przedsiębiorstw. Jest to podejście typowo amerykańskie do zarządzania

i kreowania wartości przedsiębiorstwa, w którym główna uwaga skupia się na planowaniu przyszłych przepływów gotówkowych, umiejętnym inwestowaniu kapitału, tak aby realizowana stopa zwrotu z inwestycji była wyższa od kosztu pozyskania kapitału.

Odpowiednio skonstruowany i sprawny system zarządzania wartością (VBM) ma kluczowe znaczenie dla efektywnego sprawowania kontroli właścicielskiej. Jest to złożony system, w którym wyróżnia się kilka podsystemów, odpowiadających za poszczególne sfery funkcjonowania firmy. Wyróżnia się następujące części składowe systemu VBM [red. Borowiecki 2005, s. 208]:

- system planowania strategicznego, którego nadrzędną rolą jest sformułowanie celów strategicznych przedsiębiorstwa, zgodnych z filozofią kreowania wartości;
- system budżetowania, który powinien umożliwić prowadzenie skutecznej kontroli realizacji poszczególnych zadań;
- system sprawozdawczości finansowej, którego rolą jest ujednoczenie oraz normalizacja metod wyceny, pomiarów wartości przedsiębiorstwa oraz wzorców raportowania, aby umożliwić kontrolę zarówno częściowych elementów budujących wartość, jak i wykonanie syntetycznej wyceny przedsiębiorstwa;
- system motywacyjny wynagradzania kadry zarządzającej, który powinien być powiązany bezpośrednio z efektywnością działalności przedsiębiorstwa, a tym samym z kreowaniem jego wartości;
- system pomiaru efektywności realizacji celów cząstkowych, który umożliwi kontrolę nad skutecznością realizacji założonych celów i projektów jako składników kreowania wartości.

Odpowiednie ukształtowanie relacji pomiędzy właścicielami a osobami zarządzającymi przedsiębiorstwem stanowi podstawę skuteczności systemu kontroli właścicielskiej, ponieważ kadra menedżerska odgrywa najważniejszą rolę w bieżącym zarządzaniu przedsiębiorstwem. W świetle koncepcji nadzoru korporacyjnego zarządzanie przez wartość stanowi precyzyjne narzędzie, pozwalające na wdrożenie odpowiedniego systemu motywacyjnego menedżerów, opartego na wartości przedsiębiorstwa.

Celem nadzoru korporacyjnego, jako systemu relacji i wzajemnych powiązań, jest utworzenie sprzyjających warunków dla efektywnej współpracy oraz integracji celów wszystkich stron bezpośrednio zaangażowanych w funkcjonowanie przedsiębiorstwa, czyli właścicieli, wynajętej kadry zarządzającej, pracowników firmy, wierzycieli, społeczeństwa, partnerów biznesowych, etc. System zarządzania wartością, jako jedna z wielu współczesnych koncepcji zarządzania przedsiębiorstwem, doskonale wpisuje się w model kontroli właścicielskiej z uwagi na tożsamość celów systemu VBM oraz interesów właścicieli przedsiębiorstwa, aczkolwiek wymaga uwzględnienia w procesie zarządzania

dodatkowych specyficznych mierników i instrumentów oceny efektywności działania firmy oraz kreowania wartości.

Efektywny system oparty na zarządzaniu wartością zdecydowanie ułatwia sprawowanie kontroli właścicielskiej w przedsiębiorstwie, ponieważ zawiera precyzyjny i jednoznaczny miernik efektywności działania organizacji, którym jest wartość.

Zarządzanie wartością stanowi integracyjny proces, zaprojektowany w sposób ułatwiający podejmowanie strategicznych i operacyjnych decyzji w oparciu o jasne kryterium, którym jest wartość firmy [Copeland, Koller, Murrin 1997, s. 89]. W takim układzie wartość jest punktem styczności – czynnikiem, który w jednakowym stopniu jest determinantem zachowań zarówno menedżerów, jak i właścicieli:

- 1) koncepcja tworzenia wartości oraz system motywacyjny na niej oparty zapewniają jednomyślność właścicieli przedsiębiorstwa oraz kadry menedżerskiej co do finansowego celu działania przedsiębiorstwa; jednocześnie system ten określa sytuacje, w których takie zagadnienia, jak ochrona środowiska lub zatrudnienie mogą stać się ważniejsze od budowania wartości;
- 2) procesy i systemy zarządzania oparte na wartości (systemy planowania, wyznaczania celów, kontroli, motywacji) motywują menedżerów oraz podległych pracowników do postępowania maksymalizującego wartość organizacji, czyli do realizacji celów właścicieli przedsiębiorstwa.

Pomimo szeregu korzyści, jakie przynosi system zarządzania zorientowany na wartość, nie należy podchodzić do tej koncepcji zupełnie bezkrytycznie. W literaturze przedmiotu można spotkać kilka zastrzeżeń, które należy brać pod uwagę:

- okres stanowienia się teorii systemu zarządzania wartością zbiegł się z okresem korzystnej koniunktury w Stanach Zjednoczonych (lata 80.-90. XX w.), kiedy korporacje notowały znaczące przyrosty wartości;
- silne powiązanie kulturowe z amerykańskim systemem *corporate governance*;
- słabe strukturalne strony modelu nadzoru korporacyjnego w USA;
- małe uwzględnienie roli interesariuszy w kreowaniu wartości;
- brak ugruntowanych argumentów teoretycznych i praktycznych przemawiających na korzyść systemu;
- ograniczenie efektywności rynków kapitałowych jako narzędzia alokacji zasobów i kontroli korporacyjnej.

## 6. Uwagi końcowe

Na zakończenie warto powiedzieć, że niewątpliwie występuje współzależność pomiędzy postrzeganiem przedsiębiorstwa, koncepcją wartości oraz teorią nadzoru korporacyjnego. Przedsiębiorstwo postrzegane wyłącznie w świetle realizacji celów właścicieli sprowadza się do finansowego modelu, w którym nadrzędnym celem jest kreowanie i wzrost wartości dla właścicieli na skutek urzeczywistnienia ich interesów. Rola nadzoru korporacyjnego w tym przypadku polega na utworzeniu efektywnego systemu relacji pomiędzy właścicielami przedsiębiorstwa oraz wynajętą kadrą menedżerską, która zamierzenia właścicieli wciela w życie. Nadzór korporacyjny powinien zapewnić rozwiązanie potencjalnych konfliktów, które mogą wyniknąć z rozbieżności celów obu grup. Z drugiej zaś strony, cele i sens działalności przedsiębiorstwa może być rozumiany szerzej, z uwzględnieniem bliższego otoczenia, do którego należą wszystkie podmioty bezpośrednio czy pośrednio zainteresowane działalnością firmy (interesariuszy). W tym świetle rezultatem działalności przedsiębiorstwa powinna być wartość dla wszystkich zainteresowanych podmiotów, co gwarantuje bezpieczeństwo i pewność funkcjonowania. Taka koncepcja, oparta na zaspokojeniu celów interesariuszy, jest bliska systemowemu ujęciu przedsiębiorstwa, które traktuje go jako układ względnie niezależny, a jednocześnie powiązany w procesie swojej działalności z rynkiem (kontrahenci, wierzyciele, klienci), społecznością lokalną (pracownicy) oraz infrastrukturą formalnoprawną (państwo).

## Literatura

1. Ansoff H. I., *Corporate Strategy*, McGraw-Hill, New York 1965.
2. *Nadzór korporacyjny w procesie kreowania wartości i rozwoju przedsiębiorstwa*, red. Borowiecki R., Wydawnictwo ABRYS, Kraków 2005.
3. Copeland T., Koller T., Murrin J., *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, Wydawnictwo WIG-Press, Warszawa 1997.
4. Jaki A., *Wycena przedsiębiorstwa. Przegląd, procedury, metody*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.
5. Hilb M., *New Corporate Governance. Successful Board Management Tools*, Springer, Heidelberg 2005.
6. Lis K. A., Sterniczuk H., *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005.
7. Mesjasz Cz., *Ewolucja władania korporacyjnego*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie”, nr 753, Kraków 2007.



8. *Zarządzanie przedsiębiorstwem XXI wieku*, red. Niestrój R., Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 2002.
9. Rapaport A., *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG-Press, Warszawa 1999.
10. *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, red. Rudolf S., Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004.
11. *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, red. Rudolf S., Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008.
12. Wawrzyniak B., *Nadzór korporacyjny: perspektywa badań*, „Organizacja i Kierowanie” 2000, nr 2.
13. *Value Based Management: koncepcje, narzędzia, przykłady*, red. Szablewski A., Pniewski K., Bartoszewicz B., Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2008.