

Wpływ corporate governance na wartość przedsiębiorstwa

*Anna Wierzbicka**

Współczesne realia życia gospodarczego każą spojrzeć na funkcjonowanie przedsiębiorstwa przez pryzmat nie tylko podstawowego celu, jakim jest dążenie do maksymalizacji zysku, ale z uwzględnieniem przy jego wypracowaniu potrzeb szerszej grupy interesariuszy. Dlatego coraz częściej przy dokonywaniu pomiaru wartości przedsiębiorstwa uwzględnia się aspekty jakościowe, które wpływają na efektywność funkcjonowania przedsiębiorstwa, jak również na jego wycenę. Do takich właśnie elementów zalicza się mechanizmy corporate governance. Podstawową rolą, jaką przypisuje się rekomendacjom corporate governance, jest stworzenie ram i wytycznych, w oparciu o które przedsiębiorstwo powinno prowadzić swoją działalność, jeśli chce sprostać wymogom konkurencyjności i podnieść swoją wartość rynkową.

Słowa kluczowe: ład korporacyjny, wartość przedsiębiorstwa.

Nadesłany: 25.10.17 | Zaakceptowany do druku: 14.01.18

The Impact of Corporate Governance on the Value of Enterprises

The modern realities of economic life suggest looking at the functioning of an enterprise not only from the perspective of profit maximization but also with account being taken of the needs of a broader group of stakeholders. Therefore, more and more often, when measuring the value of a business, the qualitative aspects that affect the effectiveness of a company's operations as well as its valuation are taken into account. Such elements include corporate governance mechanisms. The core role attributed to the recommendations on corporate governance is creating a framework and guidelines based on which an enterprise should conduct its business in order to meet the requirements of competitiveness and increase its market value.

Keywords: corporate governance, enterprise value.

Submitted: 25.10.17 | Accepted: 14.01.18

JEL: G11, G12, G23

* **Anna Wierzbicka** – mgr, Uniwersytet w Białymstoku, Wydział Ekonomii i Zarządzania, Katedra Nauk o Przedsiębiorstwie.
Adres do korespondencji: Uniwersytet w Białymstoku, ul. Warszawska 63, 15-062 Białystok; e-mail: a.wierzbicka@uwb.edu.pl.

1. Wstęp

Zmieniające się realia prowadzenia działalności gospodarczej każą spojrzeć na przedsiębiorstwa przez pryzmat szerszy aniżeli „czarną skrzynkę” przeznaczoną do wypracowywania zysku dla jego właściciela. Stąd znaczenia nabierają rekomendacje wykraczające poza struktury organizacyjne przedsiębiorstwa uwzględniające „równoległe zaspokojenie interesów poszczególnych grup społecznych przy warunku ograniczającym, jakim jest osiąganie odpowiedniego poziomu zysku. Te grupy społeczne to przede wszystkim pracownicy, konsumenci dóbr i usług, inwestorzy oraz szeroko rozumiane środowisko, zarówno społeczność lokalna, w ramach której przedsiębiorstwo działa, jak i środowisko naturalne” (Stępień, 2007, s. 81). Celem, jaki przyświeca ich wdrożeniu, jest „budowanie przez przedsiębiorstwo trwałych, pozytywnych relacji ze wszystkimi zainteresowanymi stronami, zarówno wewnątrz, jak i na zewnątrz przedsiębiorstwa” (Krasodomska, 2010, s. 13). Dlatego też coraz częściej w szacowaniu wartości przedsiębiorstwa uwzględnia się, poza kategoriami stricte finansowymi, również aspekty niefinansowe, które odgrywają coraz ważniejszą rolę przy ocenie perspektyw rozwoju przedsiębiorstwa i drzemiącego w nim potencjału.

Artykuł został przygotowywany w konwencji hipotetyczno-dedukcyjnej z wykorzystaniem metody dogmatyczno-porównawczej, a zakres podjętej problematyki badawczej pomoże zweryfikować hipotezę, zgodnie z którą przedsiębiorstwa wykazujące wyższy poziom corporate governance mogą pochwalić się wyższą wartością. Celem artykułu jest więc ustalenie wpływu rekomendacji corporate governance na kreowanie wartości dla wdrażających je podmiotów gospodarczych.

2. Istota corporate governance

Fundament pod rozwój corporate governance stworzyły dyskusje i analizy poświęcone zasadom funkcjonowania przedsiębiorstw, głównie spółek publicznych, standardom i mechanizmom sprawowanej nad nimi kontroli, jak również regułom obowiązującym w relacjach łączących je z interesariuszami. Aspiracjami, które przyświecały pracom poświęconym zasadom corporate governance, było dążenie do

znalezienia instytucjonalnych determinant podnoszących konkurencyjność zarówno całych gospodarek, jak i działających na nim podmiotów.

Pierwotne odnośnienie pojęcia corporate governance wyłącznie do terminologii prawniczej, gdzie było rozumiane jako „specyficzne regulacje, mniej lub bardziej precyzyjne zapisy statutowe, regulujące funkcjonowanie walnych zgromadzeń akcjonariuszy, wyboru dyrektorów, wymogów informacyjnych” (Gilson, 1996, s. 327), okazało się niewystarczające. „Konsekwencją jest to, że corporate governance zaczęło być traktowane jako jeden z kluczowych czynników determinujących efektywność ekonomiczną spółek” (Adamska, Mesjasz i Urbanek, 2016, s. 14).

Według R.A.G. Monksa i N. Minow corporate governance powinno być rozumiane jako dążenie do maksymalizacji bogactwa, które nie obarczałoby całego społeczeństwa niewłaściwymi kosztami. Ma to być złoty środek godzący finansowe aspiracje przedsiębiorstwa z potrzebami i aspiracjami zaangażowanych w jego funkcjonowanie interesariuszy, mając jednocześnie na uwadze dobro szerzej rozumianej społeczności (Monks i Minow, 1996, s. 162).

Podobne ujęcie prezentuje w swoich poglądach również A. Cadbury, podkreślając, iż istota corporate governance leży w potrzebie zachowania równowagi pomiędzy celami gospodarczymi i społecznymi oraz odnalezienia pewnego kompromisu pomiędzy celami indywidualnych podmiotów i celami szerzej postrzeganej zbiorowości (Cadbury, 2000, s. 6).

Kluczowym wydawać by się mogło punktem odniesienia do analizowanego w tym miejscu pojęcia była definicja rekomendowana przez OECD, zgodnie z którą „nadzór korporacyjny wiąże się z istnieniem sieci relacji między kadrą zarządzającą spółkami, ich organami zarządzającymi i nadzorczymi, współnikami/akcjonariuszami i innymi interesariuszami. Nadzór korporacyjny oferuje ponadto strukturę, za pośrednictwem której ustalane są cele spółki, środki realizacji tych celów oraz środki umożliwiające śledzenie wyników spółki. Dobry nadzór korporacyjny powinien w sposób właściwy stymulować organ spółki i kadrę zarządzającą do osiągnięcia celów, których realizacja leży w interesie spółki i jej współników/akcjonariuszy, a także powinien ułatwiać skuteczne śledzenie wyników, sprzyjając tym samym bardziej

efektywnemu wykorzystaniu zasobów przez firmy” (OECD, 2004, s. 13). Efektywnie działający system corporate governance ma za zadanie poprawić przejrzystość funkcjonowania podmiotów, jak również zwiększyć zaufanie, przyczyniając się tym samym do sprawniejszego działania całej gospodarki rynkowej i wyższej wyceny przedsiębiorstw. W konsekwencji pozwala na obniżenie kosztu pozyskiwanego kapitału, racjonalniejszego wykorzystania zasobów będących w posiadaniu przedsiębiorstw i zagwarantowania wzrostu gospodarczego.

Corporate governance w dosłownym tłumaczeniu oznacza zarządzanie korporacją, co wydaje się mocno zawężonym jego ujęciem. Stąd też ewolucja znaczenia corporate governance znalazła swoje odzwierciedlenie również w terminologii polskiej, gdzie pojęcie było początkowo tłumaczone jako nadzór właścicielski czy władanie korporacyjne. Na kolejnym etapie badań poświęconych istocie corporate governance termin ten coraz częściej był tłumaczony jako nadzór korporacyjny czy też, często dziś spotykany, ład korporacyjny. Tym ostatnim posługuje się Giełda Papierów Wartościowych, interpretując je jako „zbiór zasad postępowania, skierowanych zarówno do organów spółek oraz członków tych organów, jak i do większościowych i mniejszościowych akcjonariuszy. Zasady ładu korporacyjnego odnoszą się do szeroko rozumianego zarządzania spółką” (http://corp-gov.gpw.pl/lad_corp.asp, 23.05.2016). Tym samym zadanie, jakie jest stawiane przed corporate governance, polega na stworzeniu systemu obejmującego różnorodne instytucje zarówno prawne, jak i ekonomiczne, zapewniającego zgodność i równowagę pomiędzy interesami wszystkich interesariuszy (rozumianych jako podmioty zaangażowane w funkcjonowanie przedsiębiorstw) i gwarantującego ich rozwój i wzrost wartości (Zalega, 2003b, s. 9).

3. Efektywność corporate governance jako warunek skuteczności działania

Podstawową rolą, jaką przypisuje się rekomendacjom corporate governance, jest stworzenie ram i wytycznych, w oparciu o które przedsiębiorstwo powinno prowadzić swoją działalność. Tym samym wpływa zarówno na określenie celów, do których

realizacji zmierza jednostka gospodarcza, jak i sposobu ich osiągnięcia.

Zdaniem P. Urbanka celem przedsiębiorstwa jest „zmienna ekonomiczna, stanowiąca główne kryterium wyboru typu i kierunków podejmowanych działań” (Urbanek, 2005, s. 147–166). W tym kontekście znaczenia nabiera zarządzanie wartością przedsiębiorstwa „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 i Murrini, 1997, s. 87). Dlatego coraz częściej przy dokonywaniu pomiaru wartości przedsiębiorstwa uwzględnia się aspekty „jakościowe, niemające charakteru finansowego, a istotne wpływające na funkcjonowanie przedsiębiorstwa, a tym samym na jego wycenę. Do takich właśnie elementów zalicza się mechanizmy nadzoru korporacyjnego” (Krawczyk, 2011, s. 131). Stąd też „konsekwencją rosnącego znaczenia społecznych i ekologicznych aspektów funkcjonowania podmiotów gospodarczych jest wzmocnienie zainteresowania ich sprawozdawczością w tym zakresie. Tu uwidacznia się istotna rola rachunkowości jako systemu informacyjnego, ale również systemu pomiaru wartości. Rachunkowość umożliwia bowiem zarówno komunikowanie informacji z zakresu społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw w postaci sprawozdań czy raportów, ale także pomiaru coraz to nowych kategorii odzwierciedlających korzyści ekonomiczno-społeczne” (Krasnodomska, 2017, s. 9).

Należy przy tym mieć na uwadze, iż same zapisy o nadzorze korporacyjnym czy wyłączne deklaracje o ich wdrożeniu nie przyczyniają się do kreacji wartości przedsiębiorstwa. Jedynie konkretne działania mające na celu implementowanie zawartych w nich rekomendacji mają rację bytu.

„Zgodnie z szeroko uznawanym podejściem, efektywny system nadzoru korporacyjnego winien opierać się na trzech podstawowych filarach: przejrzystości odnośnie danych o firmie; odpowiedzialności poszczególnych aktorów za wyniki działania; legitymizacji realizacji celu wzrostu wartości przedsiębiorstwa” (Aluchna, 2005, s. 16–20).

Zdaniem J. Bossaka i K. Zalegi o efektywności corporate governance decyduje kilka czynników. Po pierwsze, kluczową

kwestią jest stabilność i klarowność regulacji prawnej pozytywnie wpływającej na proces decyzyjny, redukcję ryzyka oraz obniżenie kosztów transakcyjnych, a więc aspekty istotnie oddziałujące na wycenę podmiotu. Kolejnym czynnikiem jest rodzaj inwestorów, z którymi podejmuje współpracę kapitałową przedsiębiorstwo, ich wiedza, doświadczenie, wolumen powierzonych zasobów kapitałowych oraz horyzont czasowy, na jaki zostają zainwestowane, jak również ich oczekiwania i potrzeby (Bossak i Zalega, 2001, s. 3–9, 20–21).

Stanowisko to podziela K. Krawczyk, podkreślając, że „o jakości ładu korporacyjnego decydują czynniki prawne (przejrzystość i stabilność uregulowań), ekonomiczne (poziom rozwoju kraju, perspektywy wzrostu, rozwój rynku kapitałowego) oraz inwestycyjne (rodzaj inwestora, horyzont czasowy inwestycji), które zapewniają efektywne wykorzystanie kapitału przedsiębiorstwa, pozwalają koordynować interesy korporacji z interesami społeczeństwa, budują zaufanie w sferze inwestycyjnej, a co za tym idzie przekładają się na wysoką ocenę w międzynarodowych ratingach” (Krawczyk, 2011, s. 136).

„Efektywny corporate governance charakteryzuje się przejrzystością, zmniejsza ryzyko i stymuluje efektywność korporacji, czym przyciąga inwestorów, a z nimi kapitał, technologie i nowoczesne metody zarządzaniem potrzebne do rozwoju korporacji. W ten sposób zwiększa jej atrakcyjność inwestycyjną i konkurencyjność, czym zapewnia jej stabilność” (Zalega, 2003a, s. 53).

Pogłębiona analiza oczekiwań stawianych zasadom corporate governance przez wdrażających oraz interesariuszy przedsiębiorstw kaže zwróci uwagę na jeszcze inne pożądane aspekty (Zalega, 2003a, s. 53):

- usprawnianie funkcjonowania przedsiębiorstwa,
- osiągnięcie celów przedsiębiorstwa przy jednoczesnym respektowaniu zasady racjonalności w gospodarowaniu zasobami,
- niwelowanie zagrożenia występowania konfliktów pomiędzy poszczególnymi grupami interesariuszy,
- hamowanie oportunistycznych zachowań kadry zarządzającej,
- zapobieganie nieuczciwym praktykom ze strony grup interesariuszy dysponujących przewagą kapitałową lub informacyjną nad pozostałymi,

- uzyskanie wyższej wyceny przedsiębiorstwa,
- poprawa dialogu prowadzonego pomiędzy przedsiębiorstwem a partnerami biznesowymi, w tym podniesienie jakości polityki informacyjnej,
- zwiększanie wiarygodności przedsiębiorstwa,
- zwiększanie możliwości pozyskania kapitału przy jednoczesnym obniżeniu kosztu jego uzyskania,
- wdrażanie zasad etycznych do sposobu zarządzania przedsiębiorstwem.

Oczekiwania co do profitów, które mogą zostać uzyskane poprzez zasady corporate governance, wydają się w pełni uzasadnione. Stanowią one pewną rekompensatę za trud i nakłady przedsiębiorstw pozwalające na ich implementację. Ponadto twórcy dobrych praktyk przekonują, iż obciążenia wynikające z przestrzegania i wdrażania zapisów dobrych praktyk są równoważone korzyściami, w tym wyceną rynkową przedsiębiorstwa i obniżeniem kosztu pozyskiwanego kapitału. Zasady corporate governance odgrywają istotną rolę w budowaniu rzetelnego i wiarygodnego wizerunku przedsiębiorstwa w otoczeniu rynkowym (Michalczuk i Fiedorczuk, 2016, s. 233), a dzięki rozpoznawalności przedsiębiorstwo zyskuje łatwiejszy dostęp do kapitału niezbędnego do dalszego rozwoju, umocnienie pozycji i wzrost swojej wartości.

4. Corporate governance a wycena przedsiębiorstw

Rozważając zasadność wdrażania rekomendacji corporate governance, pojawia się pytanie o zasadę racjonalności konfrontującą koszty poniesione z tytułu wdrażania wytycznych zawartych w kodeksach dobrych praktyk z realnymi efektami, jakie może z tego tytułu uzyskać przedsiębiorstwo. Dotychczas prowadzone badania w większości przekonują, że „pomiędzy jakością corporate governance a efektywnością i wzrostem wartości przedsiębiorstwa występuje pozytywna korelacja” (Krawczyk, 2011, s. 136). Potwierdzają to poniższe przykładowe badania prowadzone zarówno przez zagranicznych, jak i polskich przedstawicieli.

Opublikowane w 2000 r. przez McKisney & Company dane dowodzą, że przedsiębiorstwa, które przestrzegają zasad corpo-

rate governance, są znacznie atrakcyjniejsze dla inwestorów, dzięki czemu chętniej

wchodzą w posiadanie emitowanych przez te firmy papierów wartościowych.

Tabela 1. Premia, jaką inwestorzy są gotowi zapłacić za respektowanie corporate governance (w %)

Europa, USA	Procentowa premia	Ameryka Łacińska	Procentowa premia	Azja	Procentowa premia
Włochy	22	Wenezuela	28	Indonezja	27
Francja	20	Kolumbia	27	Tajlandia	26
Niemcy	20	Bazylia	23	Malezja	25
Hiszpania	19	Meksyk	22	Korea Płd.	24
Szwajcaria	18	Argentyna	21	Japonia	20
UK	18	Chile	21	Tajwan	20
USA	18				

Źródło: Wnorowski (2008).

Jest to kryterium brane pod uwagę przez 78% inwestorów w Europie Zachodniej oraz 73% inwestorów w Europie Wschodniej gotowych zapłacić więcej za papiery wartościowe podmiotów mogących pochwalić się wyższym poziomem respektowania zasad corporate governance, płacąc przy tym wyższą premię dla pomiotów (McKinsey, 2000, s. 2–17).

Do podobnych wniosków doszli J.L. Colley, J.L. Doyle, G.W. Logan oraz W. Stettinius, zdaniem których „inwestorzy skłonni są zaakceptować znaczącą, wyższą premię dla spółek przestrzegających dobrych praktyk, a rzetelna komunikacja z rynkiem i dobre relacje inwestorskie to jedne z naczelných kryteriów przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych” (Colley, Doyle, Logan i Stettinius, 2007, s. 255).

A. Aluchna również dowiodła na podstawie swoich badań, że „firmy stosujące zalecenia odnośnie ładu korporacyjnego były warte ponad 5% więcej” (Aluchna, 2007, s. 18–19).

Należy jednak pamiętać, że korelacja występująca pomiędzy poziomem corporate governance a osiąganymi wynikami może mieć charakter sprzężenia zwrotnego. Papiery wartościowe przedsiębiorstw wykazujących wyższy poziom ładu korporacyjnego mogą być wyżej wyceniane przez rynek, a same przedsiębiorstwa mogą osiągać lepsze wyniki finansowe, na co wska-

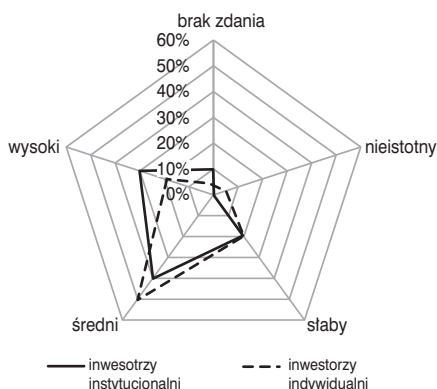
zują w swojej publikacji H. Pernsteiner i J. Węclawski (2016, s. 161). Z drugiej strony podmioty znajdujące się w lepszej sytuacji ekonomicznej mogą chętniej inwestować w kreowanie wyższej kultury organizacyjnej firmy, w tym wdrażanie standardów korporacyjnych.

5. Wpływ corporate governance na wartość przedsiębiorstwa

Analiza dostępnej literatury, jak również opinie środowiska inwestorskiego stały się inspiracją do przeprowadzenia badania na temat dostrzegalnego z punktu widzenia inwestorów wpływu wytycznych corporate governance na podnoszenie wartości przedsiębiorstw. Badanie zostało przeprowadzone na przełomie lat 2015/2016 wśród inwestorów lokujących kapitał w spółkach akcyjnych.

W badaniu skorzystano z kwestionariusza ankietowego skierowanego do grupy inwestorów indywidualnych oraz instytucjonalnych, w którym pytano o wpływ wdrożonych zasad corporate governance zarówno na wartość przedsiębiorstwa, jak i na czynniki istotne dla jej podniesienia, w tym: konkurencyjność, jakość komunikacji z inwestorami, relacje z otoczeniem, transparentność prowadzonych działań oraz kreowanie i propagowanie pożądanych praktyk i zachowań.

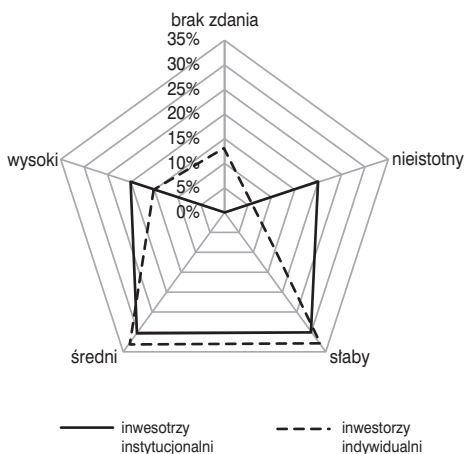
Rysunek 1. Ocena wpływu corporate governance na wartość przedsiębiorstwa



Źródło: opracowanie własne.

Otrzymane wyniki potwierdzają występującą zdaniem inwestorów zależność pomiędzy wdrożonymi zasadami corporate governance a wartością przedsiębiorstwa (rysunek 1). Aż 70% badanej grupy wskazało na co najmniej średnią zależność pomiędzy wskazanymi zmiennymi.

Rysunek 2. Ocena wpływu corporate governance na wzmocnienie konkurencyjności przedsiębiorstwa



Źródło: opracowanie własne.

80% badanych reprezentujących inwestorów instytucjonalnych i 81% reprezentantów inwestorów indywidualnych uważa, że standardy corporate governance są skutecznym narzędziem wzmocnienia konkurencyjności przedsiębiorstwa (rysunek 2).

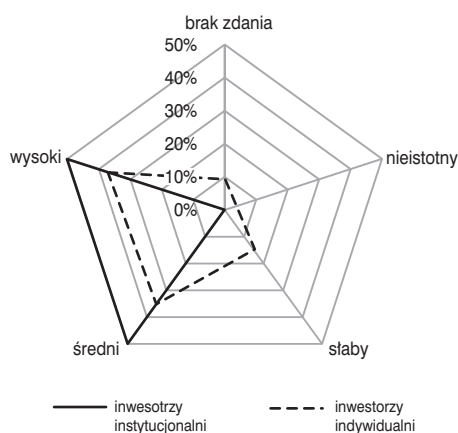
Rysunek 3. Ocena wpływu corporate governance na poprawę jakości komunikacji z inwestorami



Źródło: opracowanie własne.

Jeszcze wyżej została oceniona rola zasad corporate governance w poprawie jakości komunikacji z inwestorami (rysunek 3), co potwierdziło 90% inwestorów instytucjonalnych i 87% inwestorów indywidualnych.

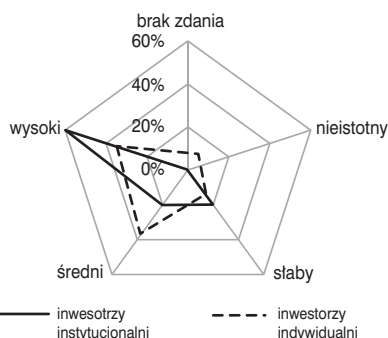
Rysunek 4. Ocena wpływu corporate governance na kształtowanie pozytywnych relacji przedsiębiorstwa z otoczeniem



Źródło: opracowanie własne.

Istotną funkcją, jaką pełnią zdaniem ankietowanych rekomendacje corporate governance, jest wsparcie przedsiębiorstw w kształtowaniu pozytywnych relacji z jego otoczeniem (rysunek 4), w tym szeroko rozumianą grupą interesariuszy, o czym swoje przekonanie wyraziło 100% przedstawicieli inwestorów instytucjonalnych i 87% inwestorów indywidualnych.

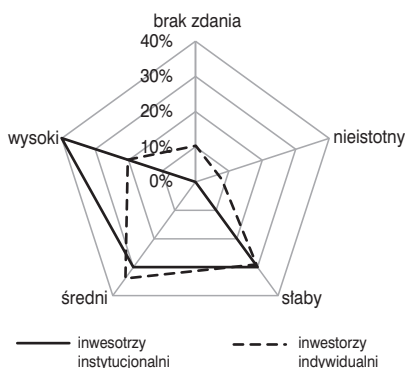
Rysunek 5. Ocena wpływu corporate governance na wzmocnienie transparentności spółek



Źródło: opracowanie własne.

Budowa pozytywnych relacji z interesariuszami jest możliwa między innymi dzięki transparentności funkcjonowania przedsiębiorstwa, do czego również przyczyniają się rekomendacje corporate governance, a na co wskazało 80% ankietowanych z grupy inwestorów instytucjonalnych i 72% spośród grupy inwestorów indywidualnych (rysunek 5).

Rysunek 6. Ocena wpływu corporate governance na kształtowanie pożądanych zachowań przedsiębiorstw



Źródło: opracowanie własne.

Pierwotnym wyzwaniem stawianym przed zasadami corporate governance było stworzenie pożądanych wzorców postępowania przedsiębiorstwa, opartych na uczciwości, odpowiedzialności, poszanowaniu wszystkich zaangażowanych w funkcjonowanie firmy jednostek, do czego w przekonaniu 70% badanych inwestorów instytucjonalnych i 54% indywidualnych analizowane rekomendacje się przyczyniają, jeśli nawet

nie na wysokim, to przynajmniej na średnim poziomie (rysunek 6).

Tak więc, krótka analiza roli, jaką pełnią zasady corporate governance, każe przyznać słuszność co do znaczenia rekomendacji w poprawie i doskonaleniu sposobu działania przedsiębiorstw. Dostrzegalna jest również pozytywna korelacja pomiędzy wdrażanymi rekomendacjami a efektywnością funkcjonowania przedsiębiorstwa i wzrostem jego wartości. Nawet jeśli nie jest to kluczowy czynnik wpływający na wartość podmiotu gospodarczego, to wpływa na cały szereg aspektów, które dla tej wyceny nie są obojętne. Należy więc zgodzić się z poglądem prezentowanym przez A. Nartowskiego, według którego „corporate governance nie zawsze dźwiga wycenę spółki, nawet czyni to rzadko. Za to brak corporate governance częściej dołuje kurs. Nie ulega przeto wątpliwości, że corporate governance opłaca się inwestorom, spółkom, rynkowi” (<http://www.andrzejnartowski.pl/2013/02/>, 01.10.2017).

6. Podsumowanie

Kreowanie wartości przedsiębiorstwa wymaga nieustannego poszukiwania determinant pozwalających na wykorzystywanie ich potencjału i podnoszenie konkurencyjności przedsiębiorstw. Coraz częściej czynników przewagi poszukuje się w niefinansowych aspektach jego funkcjonowania. Stąd też znaczenia nabiera zidentyfikowanie i sprostanie oczekiwaniom szerokiej grupy interesariuszy, w czym pomocne są zapisy i wytyczne corporate governance.

Tworzenie wartości wiąże się ze znalezieniem odpowiedzi na potrzeby i oczekiwania interesariuszy, w tym również poszukiwania rozwiązań wyprzedzających oczekiwania rynku. Aby było to możliwe, konieczne jest uwzględnienie standardów corporate governance.

Przedsiębiorstwa lekceważące znaczenie wytycznych ładu korporacyjnego narażają się na wzrost kosztu pozyskania kapitału, a nawet jego utratę. W efekcie może to ograniczyć rozwój przedsiębiorstwa obniżając jego pozycję na rynku. Z drugiej strony przedsiębiorstwa respektujące wskazane w kodeksach dobrych praktyk wzorce corporate governance zwiększają swoje szanse na dostęp do zewnętrznego źródła finansowania. Ponadto, jak wynika z badań, mogą liczyć na większą wyrozumiałość ze strony

kapitałodawców w czasie dekonstrukcji. Implementowanie dobrych praktyk umożliwia interesariuszom monitorowanie działań kadry zarządzającej, a kapitałodawcom umożliwia dokonanie obiektywnej oceny podejmowanego ryzyka.

Konkludując, postawiona w artykule hipoteza, zgodnie z którą przedsiębiorstwa wykazujące wyższy poziom corporate governance mogą pochwalić się wyższą wartością, została zweryfikowana pozytywnie.

Bibliografia

- Adamska, A., Mesjasz, C. i Urbanek, P. (2016). *Teorie ładu korporacyjnego. Władanie i kontrola w złożonym świecie*. Łódź: Uniwersytet Łódzki.
- Aluchna, M. (2005). Polityka informacyjna w Polsce. Przypadek spółek giełdowych. *E-mentor*, (2).
- Aluchna, M. (2007). *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*. Warszawa: Szkoła Główna Handlowa.
- Bossak, J. i Zalega, K. (2001). Efektywność corporate governance a kierunki rozwoju rynku kapitałowego w Polsce. *Organizacja i Kierowanie*, (4).
- Cadbury, A. (2000). Słowo wstępne do publikacji. W: M.R. Iskander i N. Chamlou, *Corporate Governance: A Framework for Implementation*. Washington: World Bank Group.
- Colley, J.L., Doyle, G., Logan, W. i Stettinius, W. (2005). *Ład korporacyjny*. Warszawa: Liber.
- Copeland, T., Koller, T. i Murrini, J. (1997). *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*. Warszawa: WIG-Press.
- Gilson, R.J. (1996). Corporate Governance and Economic Efficiency: When Do Institutions Matter? *Washington University Law Review*, 94.
- Krasodomska, J. (2010). Rachunkowość a idea społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw w dobie kryzysu ekonomicznego. W: B. Micherda (red.), *Rachunkowość wobec kryzysu gospodarczego*. Warszawa: Difin.
- Krasodomska, J. (2017). *Společna odpowiedzialność biznesu w rachunkowości. Teoria i praktyka*. Warszawa: Difin.
- Krawczyk, R. (2011). Corporate governance i jego wpływ na wycenę przedsiębiorstwa. *Ekonomia*, 5(17).
- McKinsey. (2000). *Global Investor Opinion Survey on Corporate Governance*. McKinsey.
- Michalczyk, G. i Fiedorczyk, J. (2016). Raportowanie zintegrowane jako narzędzie komunikowania interesariuszom w zakresie źródeł tworzenia wartości. *Przedsiębiorstwo & Finanse*, (3).
- Monks, R.A.G. i Minow, N. (1996). *Watching the Watchers: Corporate Governance for the 21st Century*. Cambridge: Blackwell Publishers.
- OECD. (2004). *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD*. OECD.
- Pernsteiner, H. i Węclawski, J. (red.). (2016). *Finansowanie i corporate governance w przedsiębiorstwach rodzinnych*. Warszawa: C.H. Beck.
- Stępień, M. i Wydymus, Z. (2007). Rola rachunkowości w kształtowaniu społecznej odpowiedzialności jednostki gospodarczej. *Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie*, (750).
- Urbanek, P. (2005). *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenie menedżerów*. Łódź: Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.
- Wnorowski, H. (2008). Ład korporacyjny a odpowiedzialność przedsiębiorstwa wobec interesariuszy. W: Z. Pisz i M. Rojek-Nowosielska (red.), *Společna odpowiedzialność przedsiębiorstw. Model, diagnoza, ocena. Monografie i Opracowania Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, (269).
- Zalega, K. (2003a). Nadzór bankowy i corporate governance a konkurencyjność sektora bankowego. *Bank i Kredyt*, (7).
- Zalega, K. (2003b). *Systemy corporate governance a efektywność zarządzania spółką kapitałową*. Warszawa: Szkoła Główna Handlowa.