

EKONOMIA ECONOMICS

5(17) • 2011



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2011

Redaktor Wydawnictwa: Barbara Majewska

Redakcja techniczna i korekta: Barbara Łopusiewicz

Łamanie: *Comp-rajt*

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna na stronie www.ibuk.pl

Streszczenia opublikowanych artykułów są dostępne w międzynarodowej bazie danych
The Central European Journal of Social Sciences and Humanities <http://cejsh.icm.edu.pl>
oraz w The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się
na stronie internetowej Wydawnictwa
www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie
wymaga pisemnej zgody Wydawnictwa

© Copyright Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2011

ISSN 2080-5977 (Ekonomia)

ISSN 1899-3192 (Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu)

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Nakład: 200 egz.

Spis treści

Wstęp	9
Bartosz Bartniczak , Szkodliwa dla środowiska pomoc publiczna – próba definicji i identyfikacji	11
Tomasz Bąk , Gospodarka odpadami w powiecie leżajskim na poziomie gospodarstwa domowego emigrantów	28
Stanisław Czaja, Agnieszka Becla , Spory wokół koncepcji nauki ekonomii zrównoważonego i trwałego rozwoju – ujęcie problemowo-dydaktyczne	35
Zbigniew Dokurno , Instytucjonalne uwarunkowania wartości kapitału naturalnego w procesie modernizacji gospodarki w kierunku zrównoważonego rozwoju	46
Mariola Drozda , Wybrane problemy logistyczne, prawne i społeczne zaprojektowania i wdrożenia regionalnego systemu gromadzenia i utylizacji elektronicznych odpadów niebezpiecznych	57
Dariusz Głuszczyk , Istota rozwoju regionalnego i jego determinanty	68
Marian Kachniarz , Bogactwo gmin – efekt gospodarności czy renty geograficznej?	81
Ewa Kastrau , Ewolucja przepisów dotyczących opłat za składowanie odpadów w polskim prawie ochrony środowiska	95
Grzegorz Kobylko, Małgorzata Sej-Kolasa , Informacyjne uwarunkowania sprawności procesów regulacji w makrosystemie	110
Rafał Krawczyk , Corporate governance i jego wpływ na wartość przedsiębiorstwa	122
Magdalena Malucha , Architektura europejskiego systemu handlu emisjami z polskiej perspektywy	138
Urszula Markowska-Przybyła , Kapitał społeczny – międzynarodowe doświadczenia w problemach pomiaru	154
Elżbieta Nawrocka , Rozwój turystyki i przestrzeń. Implikacje dla polityki turystycznej	171
Robert Pabierowski, Rafał M. Jakubowski, Paweł Kuśmierczyk , Teoremat Coase’a a alokacja praw własności do zasobów środowiska – eksperymentalne badanie wpływu efektów negocjacyjnych na osiągnięcie społecznego optimum	186
Zbigniew Piepiora , Katastrofy naturalne i przeciwdziałanie ich skutkom w Ameryce Centralnej	206
Arkadiusz Piwowar , Wybrane aspekty ekonomiczne i ekologiczne stosowania nawozów mineralnych w gospodarstwach rolnych	217
Adam Płachciak , Geneza idei rozwoju zrównoważonego	231

Zbigniew Przybyła , The history and present of the inter-cooperation network – the study of The New Hanseatic League and The Lusatian League	249
Andrzej Raszkowski , Atrakcyjność inwestycyjna regionów – wybrane zagadnienia	258
Paweł Skowron , Gospodarowanie odpadami opakowaniowymi w Polsce – stan i perspektywy	273
Renata Sosnowska-Noworól , Bezpieczeństwo i higiena pracy przy gospodarowaniu odpadami komunalnymi	290
Miłosz Stanisławski , Wybrane aspekty udziału największych przedsiębiorstw w wydatkach badawczo-rozwojowych	302
Joanna Szymańska , Ochrona przyrody w opinii mieszkańców województwa dolnośląskiego	330
Piotr Szymański , Model nadania ekonomicznej wartości obszarom cennym przyrodniczo	347
Dorota Teneta-Skwiercz , Charakterystyka planów zrównoważonego rozwoju na przykładzie grupy Sony i korporacji Unilever	367
Stanisław Urban , Problemy wykorzystania i ochrony ziemi w Polsce	379
Edward Wiszniowski , Rachunkowość finansowa a ekologia	391
Anetta Zielińska , Potencjalna użyteczność analizy kosztów i korzyści do oceny i wyceny obszarów przyrodniczo cennych	405

Summaries

Bartosz Bartniczak , Environmentally harmful state aid – an attempt to define and identify	27
Tomasz Bąk , Litter economy in Leżajsk district at the level of emigrants household	34
Stanisław Czaja, Agnieszka Becla , Disputes around the conception of sustainable and permanent development of economics science – the problem and didactic approach	45
Zbigniew Dokurno , Institutional determinants of the value of natural capital in the process of modernization of the economy towards sustainable development	56
Mariola Drozda , Selected logistic, legal and social problems of design and implementation of regional system of accumulation and utilization of electric dangerous waste	67
Dariusz Głuszczyk , The essence of regional development and its determinants	80
Marian Kachniarz , Communities wealth – the effect of thrift or geographical rent?	94

Ewa Kastrau , Evolution of regulations concerning warehousing charges of waste in the Polish environment protection law	109
Grzegorz Kobyłko, Małgorzata Sej-Kolasa , Information determinants of the efficiency of regulation processes in macrosystem	121
Rafał Krawczyk , Corporate governance and its impact on company value ..	137
Magdalena Malucha , Architecture of the European trade emission system from the Polish perspective	153
Urszula Markowska-Przybyła , Social capital – international experience in measurement problems	170
Elżbieta Nawrocka , The development of tourism and space. Implications for tourism policy	185
Robert Pabierowski, Rafał M. Jakubowski, Paweł Kuśmierczyk , Coase theorem and allocation of environmental property rights – experimental studies of the effect of bilateral negotiations on social optimum	200
Zbigniew Piepiora , Natural disasters and counteracting their effects in Central America	216
Arkadiusz Piwowar , Chosen economic and ecological aspects of mineral fertilizers usage in farms	230
Adam Plachciak , The origin of sustainable development idea	248
Zbigniew Przybyła , Historia i terażniejszość sieci międzynarodowej współpracy – studium przypadku nowej Hanzy i Związku Miast Łużyckich	257
Andrzej Raszkowski , Investment attractiveness of regions – selected problems	272
Paweł Skowron , Management of packing waste in Poland – state and perspective	289
Renata Sosnowska-Noworól , Occupational health and safety in municipal waste management	301
Miłosz Stanisławski , Chosen aspects of the biggest enterprises participation in research and development expenditure	326
Joanna Szymańska , Protection of nature in the opinion of Lower Silesia voivodeship population	346
Piotr Szymański , Model of attributing economic value to natural valuable areas	366
Dorota Teneta-Skwiercz , The description of sustainable development's plans based on the example of Sony Group and Unilever	378
Stanisław Urban , Problems of land utilization and protection in Poland	390
Edward Wiszniowski , Financial accounting and ecology	404
Anetta Zielińska , Potential usefulness of the cost-benefit analysis for the assessment and evaluation of natural valuable areas	416

Rafał Krawczyk

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

CORPORATE GOVERNANCE I JEGO WPLYW NA WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA

Streszczenie: Corporate governance to pojęcie szeroko dyskutowane na świecie, zwłaszcza w krajach o rozwiniętym lub rozwijającym się rynku kapitałowym. Jego abstrakcyjność jest odbiciem złożoności życia gospodarczego, wielości i odmienności zwyczajów, standardów, kultury i wreszcie uwarunkowań historycznych. Celem niniejszego artykułu jest próba określenia związków pomiędzy mechanizmami corporate governance a ich wpływem na kreowanie wartości przez przedsiębiorstwo. Pierwsza część pracy poświęcona została aspektom teoretycznym – interpretacja corporate governance, modele, rola interesariuszy, cele corporate governance. W drugiej części pokazano rolę corporate governance w procesie kreowania wartości przedsiębiorstwa.

Słowa kluczowe: corporate governance, wartość, interesariusz.

1. Wstęp

Corporate governance jest terminem stosunkowo młodym na polskim rynku kapitałowym. Jako pojęcie interdyscyplinarne, z pogranicza nauk społecznych, prawa, zarządzania, polityki i ekonomii, corporate governance przysparza wielu trudności ze sformułowaniem wyczerpującej i jednocześnie akceptowalnej definicji. Jego abstrakcyjność jest odzwierciedleniem złożoności życia i praktyk gospodarczych, wielości i odmienności zwyczajów, norm, standardów, kultury i wreszcie uwarunkowań historycznych oraz politycznych, charakterystycznych dla poszczególnych krajów. Trudność uchwycenia wszystkich mechanizmów i struktur potęguje również fakt, że gospodarki narodowe są organizmami dynamicznymi, przechodzącymi różne stadia rozwoju, kreujące nowe wyzwania, które również muszą być uwzględnione w systemach corporate governance. Ten dynamizm jest przede wszystkim domeną rynków kapitałowych, które stanowią podstawę rynków o ustroju kapitalistycznym.

2. Pojęcie i sposoby interpretacji corporate governance

Dosłowne tłumaczenie terminu corporate governance (polski odpowiednik: ład korporacyjny, nadzór korporacyjny) oznacza zarządzanie (sterowanie) korporacją,

co jest daleko idącym uproszczeniem, zamykającym to pojęcie w strukturach wewnętrznych korporacji. Stąd też może wynikać mylna jego identyfikacja z nadzorem właścicielskim.

Tabela 1. Analiza porównawcza nadzoru właścicielskiego i corporate governance

Nadzór właścicielski (ład korporacyjny)	Corporate governance
<ul style="list-style-type: none"> • Obejmuje wzajemne relacje właścicieli i zarządzających. • Nadzór sprawowany przez właściciela lub grupę właścicieli. • Nadzór o charakterze wewnętrznym. • Zorientowanie na zysk. 	<ul style="list-style-type: none"> • Obejmuje relacje między właścicielami i zarządzającymi oraz innymi uczestnikami (interesariuszami) zainteresowanymi wynikami firmy i długoterminowym wzrostem wartości. • Nadzór sprawowany przez właścicieli oraz niebędących właścicielami interesariuszy zainteresowanych skutecznością zarządzania przedsiębiorstwem zorientowanym na kreowanie wartości. • Nadzór o charakterze zewnętrznym i wewnętrznym.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: K.A. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s. 30-31.

Rodowodu corporate governance należy doszukiwać się już w starożytności, gdzie pojawiły się pierwsze dyskusje na temat problemu oddzielenia własności od zarządzania. W ekonomii po raz pierwszy tego terminu użył Adam Smith w pracy *The Wealth of Nations*, w której badał konsekwencje rozdziału między kontrolą i własnością w ówczesnych korporacjach¹.

Faktem jest, że to korporacja stanowi rdzeń corporate governance, ale swym zasięgiem znacznie wybiega poza jej granice, tworząc swoiste systemy stojące na straży właściwego porządku pomiędzy korporacją, jej organami a grupami interesu z otoczenia bliższego i dalszego. Należy podkreślić, że w tym opracowaniu korporację rozumie się zgodnie z koncepcją kontraktualną. Według niej korporacja rodzi się, jako efekt zawarcia umowy, pomiędzy co najmniej dwoma podmiotami. Celem tej umowy jest prowadzenie działalności gospodarczej objawiającej się maksymalizacją korzyści przy jak najmniejszych kosztach transakcyjnych. Państwo w tej relacji występuje jako organ tworzący ramy i reguły zawierania umów (kontraktów).

W podejściu amerykańskim corporate governance definiuje się jako zbiór metod mających na celu zapewnienie inwestorom uzyskania przychodu ze swoich pieniędzy². Inwestora ujmuje się szeroko. Ogólnie jest to podmiot angażujący swój kapitał w formie finansowej lub intelektualnej. Są to zarówno właściciele, jak i dostawcy, pożyczkodawcy czy też pracownicy.

¹ M. Jerzemowska, *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002, s. 11.

² Tamże, s. 25.

Szerzej corporate governance to maksymalizacja tworzenia bogactwa w sposób nieograniczający innych lub całego społeczeństwa niewłaściwymi kosztami³.

Giełda Papierów Wartościowych stosuje pojęcie ładu korporacyjnego, przez który rozumie się zbiór zasad postępowania, skierowanych zarówno do organów spółek oraz członków tych organów, jak i do większościowych i mniejszościowych akcjonariuszy⁴.

Inaczej ujmuje to zagadnienie OECD (Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju); powołuje się na nie między innymi Europejskie Stowarzyszenie Private Equity/Venture Capital (European Private Equity and Venture Capital Association). Corporate governance jest kluczowym elementem wpływającym na poprawę efektywności gospodarczej i wzrostu, jak również na budowanie zaufania inwestorów. Dostarcza on mechanizmów zarządzania i nadzoru organizacji gospodarczych, zapewniających podział praw, obowiązków i odpowiedzialności między różne grupy interesów (zarząd, rada nadzorcza, akcjonariusze i inni stakeholders) zaangażowane w działalność firmy. Jednocześnie określa reguły ustalające jej cele, środki ich osiągnięcia oraz mechanizmy monitorowania działalności firmy. Jednocześnie podkreśla się, że nie można wskazać jednego, uniwersalnego modelu corporate governance, co wynika z różnego tła gospodarczego i społecznego danego kraju. Natomiast można wyodrębnić wspólne elementy, które stanowią trzon skutecznego systemu corporate governance⁵.

Na potrzeby opracowania przyjmuje się, że corporate governance to system obejmujący zasady i praktyki, których celem jest zapewnienie przejrzystości i uczciwości stosunków przedsiębiorstwa z wszystkimi zaangażowanymi stronami (dawcami kapitału, zarządem, radą nadzorczą, klientami, pracownikami, rządem i innymi stakeholders) oraz efektywnego przepływu informacji.

3. Interesariusz jako istotne ogniwo corporate governance

Powyższa próba przybliżenia zagadnienia corporate governance jednoznacznie wskazuje na jego istotną rolę w funkcjonowaniu różnych grup interesu, nazywanych w polskiej literaturze interesariuszami (*stakeholders*). Interesariusz (*stakeholder*) to podmiot (osoba fizyczna lub osoba prawna) lub grupa podmiotów, która wpływa lub podlega wpływowi osiąganym przez firmę celów⁶. Na rysunku 1 przedstawione są różne grupy interesu z bliższego i dalszego otoczenia przedsiębiorstwa.

Stakeholders są przede wszystkim zainteresowani wynikami działalności przedsiębiorstwa. Wpływają oni zarówno na określanie, jak i osiągnięcie jego celów,

³ Monks R.A.G., Minow N., *Watching the Watchers: Corporate Governance for The 21. Century*, Blackwell Publishers, Cambridge 1996, s. 162.

⁴ www.gpw.pl.

⁵ *OECD Principles of Corporate Governance*, OECD, 2004, s. 11.

⁶ R.E. Freeman, *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman, London 1984, s. 6.

wysuwają wobec firmy swoje żądania i posiadają faktyczną lub potencjalną siłę ich egzekucji. Na tej podstawie można określić atrybuty ich oddziaływania, którymi są⁷:

- Siła przejawiająca się w postaci możliwości formułowania, przedstawiania i dochodzenia swoich interesów wobec korporacji. Przy czym dochodzenie nie ma tutaj charakteru roszczeniowego, opiera się na zbudowanych relacjach pomiędzy stronami, które oczekują korzyści: interesariusz w postaci zwrotu z za-inwestowanego kapitału, a korporacja w postaci osiągnięcia założonych celów przy wykorzystaniu otrzymanego kapitału.
- Legitymizacja żądań przejawiająca się poprzez uprawnienie i uzasadnienie do dochodzenia swoich żądań na mocy obowiązującego prawa.
- Natarczywość działań przejawiająca się uporem i dynamizmem działań ze strony interesariuszy.



Rys. 1. Grupy interesu w otoczeniu bliższym i dalszym

Źródło: opracowanie własne.

Na podstawie wymienionych atrybutów można wyodrębnić, według rosnącej intensywności oddziaływania, interesariuszy utajonych, oczekujących oraz definitywnych.

Interesariusze to istotne ogniwo w kształtowaniu systemu corporate governance. Ich oczekiwania i cele przekładają się na postawy wobec korporacji. Korporacja uwzględnia je, budując własne cele i ścieżki ich realizacji. Występuje więc tutaj obopólna zależność, a najważniejsze jest obrać taką drogę rozwiązań i kompromi-

⁷ R.K. Mitchell, *Toward a theory of stakeholder. Identification and salience: defining the principle of who and what really counts*, „Academy of Management Review” 1997, Vol. 22, No. 4, s. 865-867.

sów, aby obie strony były zadowolone i odniosły satysfakcjonującą korzyść. W praktyce jest to trudne ze względu na sieć żądań wysuwanych przez podmioty zaangażowane w życie korporacji, które mogą się wzajemnie wykluczać. Sprawę dodatkowo komplikuje fakt, że zależności występują również między samymi interesariuszami. Należy podkreślić, iż interesariusze mogą w sposób znaczny ograniczać zakres wyborów, przed jakimi staje przedsiębiorstwo. Jest to efekt przyjmowania przez przedsiębiorstwo pewnych zobowiązań, które są wypadkową działań podejmowanych przez siły nacisku i kontroli.

Tabela 2. Charakterystyka interesariuszy ze względu na atrybuty ich oddziaływania

Interesariusze utajeni	
Drzemiący	Dzierżą atrybut siły, dzięki któremu mogą wymuszać swoje racje na przedsiębiorstwie, ale z różnych względów nie są tym zainteresowani (co nie oznacza, że nie będą w przyszłości).
Dyskretni	Atrybutem ich oddziaływania jest wyłącznie legitymizacja, przez co firmy zaspokajają ich potrzeby na zasadzie dobrowolności.
Żądający	Kierują się wyłącznie natarczywością; bez pozostałych atrybutów są praktycznie pozbawieni możliwości dochodzenia swoich praw.
Interesariusze oczekujący	
Dominujący	Dzierżą atrybut siły i legitymizacji, mogą wysuwać żądania, przedsiębiorstwo tworzy dla tej grupy specjalne instytucje i mechanizmy oraz przygotowuje raporty roczne i oświadczenia odnośnie do działań socjalno-ekologicznych.
Niebezpieczni	Atrybutem ich oddziaływania są siła oraz natarczywość działań. Z racji braku legitymizacji możliwe jest stosowanie przemocy i działań nielegalnych z ich strony.
Zależni	Posiadają atrybut legitymizacji oraz natarczywości. Ze względu na brak atrybutu siły ich żądania są uzależnione od wstawiennictwa innych grup posiadających ten przymiot.
Interesariusze definitywni	
Posiadają wszystkie trzy atrybuty, ich żądania zaspokajane są w pierwszej kolejności.	

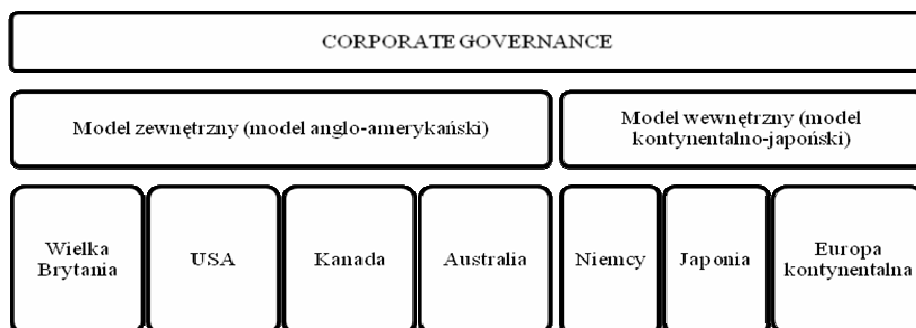
Źródło: T. Mendel, *Partycypacja w zarządzaniu współczesnymi organizacjami*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2001, s. 20-21.

Analizując definicje corporate governance i rolę interesariuszy w tej dziedzinie, można wyodrębnić następujące cele systemu corporate governance:

- tworzenie efektywnych procedur oraz instytucji monitorowania i korygowania działalności przedsiębiorstwa (decyzji zarządczych);
- klarowny podział ról i odpowiedzialności pomiędzy podmiotami zaangażowanymi w działalność przedsiębiorstwa;
- harmonizowanie interesów stron zaangażowanych w działalność przedsiębiorstwa;
- budowanie atrakcyjności inwestycji;
- zapewnienie przejrzystości inwestycji;
- zapewnienie dopływu informacji o działalności spółki;
- tworzenie mechanizmów wzrostu i rozwoju;
- kreowanie wartości dla właścicieli i innych stakeholders.

4. Modele corporate governance

Jak już wspomniano, nie jest możliwe wskazanie jednego słusznego modelu corporate governance. O ile cel działalności gospodarczej jest podobny we wszystkich gospodarkach wolnorynkowych – pomnażanie bogactwa, o tyle już sposób jego osiągnięcia może podlegać różnym procesom i mechanizmom. Ich występowanie jest właśnie charakterystyczne dla poszczególnych modeli corporate governance. Dlatego też mówi się o modelu amerykańskim, brytyjskim, niemieckim, japońskim, czy też łacińskim. Jak można zauważyć, modele te dotyczą przede wszystkim krajów rozwiniętych, w których dyskusja na temat systemów zarządzania i kontroli toczy się od wielu lat. Do modeli tych natomiast sięgają kraje rozwijające się. Modele te ogólnie można podzielić na model zewnętrzny (anglo-amerykański) i model wewnętrzny (kontynentalno-japoński)⁸.



Rys. 2. Modele corporate governance na świecie

Źródło: opracowanie własne.

Podział modeli na zewnętrzne i wewnętrzne wynika z charakteru mechanizmów kontroli. I tak w modelach zewnętrznych to rynek (w tym rynek fuzji i przejęć) jest aktywnym mechanizmem kontroli korporacji. Natomiast system wewnętrzny opiera się na wewnętrznych mechanizmach kontroli (mechanizmy zachodzące w przedsiębiorstwie). W tabeli 2 przedstawiona jest analiza porównawcza obu systemów.

Tabela 3. Charakterystyka porównawcza modeli corporate governance

Kategoria	Model wewnętrzny	Model zewnętrzny
1	2	3
Charakter modelu	Relacyjny	Rynkowy
Charakter kontroli	Mechanizmy wewnętrzne – przedsiębiorstwo	Mechanizmy zewnętrzne – rynek
Rozproszenie akcjonariuszy	Małe, średnie	Duże
Aktywność inwestorów na rynku kapitałowym	Małe, średnie	Duże

⁸ M. Jerzemska, wyd. cyt., s. 11.

Tabela 3, cd.

1	2	3
Horyzont inwestycyjny	Krótki, średni	Długi
Koncentracja kapitału	Duża	Średnia, duża
Wpływowy akcjonariusz	Inwestor instytucjonalny (banki, zakłady ubezpieczeń, fundusze inwestycyjne), pracownicy	Inwestor indywidualny
Egzekwowanie działalności menedżerów	W ramach struktur organizacyjnych spółki, przez powołane rady nadzorcze i tworzone w ich ramach komitety	Odpowiedzialność wobec rynku
Zagrożenie wrogimi przejęciami	Małe, średnie	Duże
Zaangażowanie inwestorów w proces decyzyjny	Duże	Znikome
Zależność wynagrodzeń od rezultatów	Niska, średnia	Wysoka
Organa spółki	Rada nadzorcza, zarząd (lub sama rada dyrektorów)	Rada dyrektorów
Koncepcja korporacji	Spoleczna	Kontraktualna
Kraje	Niemcy, Austria, Holandia, Dania, Szwajcaria, Szwecja, Finlandia, Norwegia, Japonia, Francja, Włochy, Belgia, Hiszpania	USA, Wielka Brytania, Kanada, Australia

Źródło: opracowanie własne.

5. Corporate governance na tle celów działalności przedsiębiorstwa

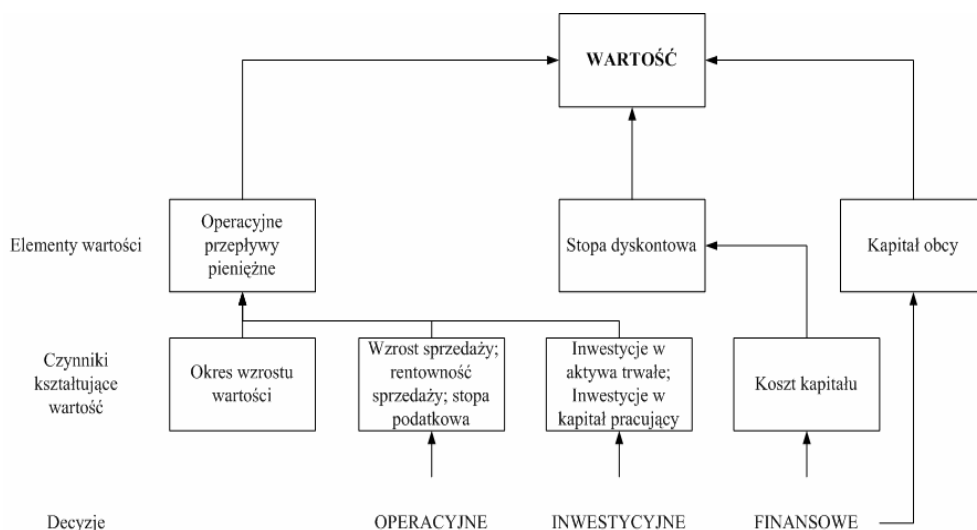
Corporate governance wyznacza ramy, w których funkcjonuje przedsiębiorstwo. Na podstawie tego można wnioskować, że istotnie wpływa na kształtowanie i realizację celów i wyzwań, przed jakimi staje przedsiębiorstwo.

Przez cel działalności przedsiębiorstwa należy rozumieć „zmienną ekonomiczną, stanowiącą główne kryterium wyboru typu i kierunków podejmowanych działań”⁹. Jednak nasuwa się tutaj szereg pytań: czy istnieje jeden uniwersalny cel przedsiębiorstwa, czy przedsiębiorstwo powinno się kierować jednym, czy wiązką celów, jaką hierarchię celów obrać, co zrobić w sytuacji sprzeczności postawionych celów i wreszcie, komu mają te cele służyć. Teoria ekonomii nie wskazuje jednego, uniwersalnego celu. W zależności od teorii wskazywane są różne cele główne, chociażby tradycyjna teoria neoklasyczna traktuje przedsiębiorstwo jako podmiot maksymalizujący zysk, a na przykład teoria menedżerska za główny cel

⁹ P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005, s. 147-166.

uznaje maksymalizację użyteczności dla menedżerów. Komasując różne teorie, można dojść do wniosku, że firma wyznacza sobie wiązkę celów, przy czym określa cele główne (strategiczne) oraz cele poboczne (operacyjne), które często są niezbędne do realizacji celów głównych. Taki podział wynika z hierarchii celów, a więc niejednorodności wag przypisywanych poszczególnym celom. Wyznaczanie pewnego zbioru celów pociąga za sobą pewne konsekwencje. Cele te mogą być ze sobą powiązane, sprzeczne, a w sytuacji zmiennego otoczenia mogą być wręcz niemożliwe do osiągnięcia. Dlatego efektywne przedsiębiorstwo powinno mieć wypracowane mechanizmy i procedury rozpoznawania, reagowania i zapobiegania rozbieżnościom między celami, jak również elastycznego zarządzania i umiejętnego dostosowania do pojawiających się rynkowych okazji.

Cel służy osiągnięciu korzyści przez jednostki go definiujące. Z punktu widzenia spółki są to właściciele i inni interesariusze. Z ich perspektywy można wyeksponować cztery kardynalne cele przedsiębiorstwa¹⁰: przetrwanie, rozwój, wzrost wartości rynkowej i maksymalizacja dochodowości kapitału (dywidenda).



Rys. 3. Maksymalizacja wartości jako cel działalności przedsiębiorstwa

Źródło: P. Urbank, wyd. cyt., s. 119.

W ostatnich latach znacznie wzrosło znaczenie zarządzania zorientowanego na budowanie wartości (Value Based Management). Jest to swego rodzaju reakcja na stale rozwijający się rynek kapitałowy i postępującą jego globalizację. Inwestorzy

¹⁰ S. Sudół, *Niektóre kontrowersyjne problemy dotyczące przedsiębiorstwa jako instytucji*, „Organizacja i Kierowanie” 2005, 1 (120), s. 8-10.

mają znaczną swobodę w wyborze inwestycji. Przy podejmowaniu decyzji o kierunkach inwestowania zwracają przede wszystkim uwagę na potencjał długookresowego wzrostu. Nie oznacza to, że pozostałe wyżej wymienione cele są pomijane. Wręcz przeciwnie, wszystkie te cele są komplementarne. Trudno wyobrazić sobie sytuację, aby można było budować wartość przedsiębiorstwa, jeżeli się ono nie rozwija. Rozwój implikuje jego przetrwanie, a maksymalizacja dochodowości kapitału jest pochodną wzrostu wartości.

Wzrost wartości przedsiębiorstwa uzależniony jest od wielu czynników. To, na których należy się skupić, wynika z podejmowanych decyzji operacyjnych, inwestycyjnych i finansowych. Wynik podejmowanych działań weryfikuje zaś rynek.

Wartość przedsiębiorstwa jest niejednorodnym pojęciem ekonomicznym. Istnieją różne ujęcia wartości przedsiębiorstwa zobrazowane w tabeli 4.

Tabela 4. Różne ujęcia wartości

Wartość	Interpretacja
Wartość użytkowa	Szacunkowa wartość bieżąca przyszłych przepływów pieniężnych, generowanych z tytułu dalszego prowadzenia działalności (użytkowania składników aktywów przedsiębiorstwa) oraz likwidacji przedsiębiorstwa po zakończeniu użytkowania.
Wartość właściciela	Wartość pozbycia się lub wartość pozbawienia aktywów.
Wartość księgową	Wartość wykazywana w sprawozdaniu finansowym, podlegająca ogólnie przyjętym zasadom rachunkowości.
Wartość rynkowa	Cena aktywów będącego przedmiotem obrotu na rynku (np. na giełdzie papierów wartościowych).
Wartość godziwa	Kwota, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane na warunkach transakcji rynkowej pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązanymi ze sobą stronami.
Wartość odtworzeniowa	Koszt zastąpienia środków trwałych identycznymi co do rodzaju aktywami.
Wartość zastąpienia	Koszt zastąpienia środków trwałych identycznymi co do funkcji aktywami.
Wartość inwestycji	Wartość bieżąca przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez inwestycję, obliczona według odpowiedniej dla danego inwestora stopy dyskontowej.
Wartość likwidacyjna	Wykorzystywana w sytuacji, gdy przedsiębiorstwo likwiduje część lub całość swoich aktywów i roszczeń.
Wartość goodwill	Wartość rynkowa pomniejszona o wartość godziwą.
Wartość kapitalizacji rynkowej	Iloczyn wszystkich wyemitowanych akcji spółki i ceny akcji, obliczony na określony moment czasu.
Wartość podatkowa	Służy za podstawę do ustalenia podatków od nieruchomości lub innych aktywów.
Wartość zabezpieczenia	Wartość aktywów służącego do zabezpieczenia kredytu lub innego zobowiązania.
Wartość bilansowa	Wartość, według której dany składnik majątku jest ujmowany w bilansie po odliczeniu umorzenia oraz kwoty odpisów amortyzacyjnych.

Źródło: D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości, Warszawa 1999, s. 25-37.

Z aksjologicznego punktu widzenia wartość stanowi podstawę ocen, norm i wzorów kulturowych i wyraża się we wszystkim, co cenne i godne pożądania, co stanowi cel dążeń ludzkich¹¹.

W praktyce gospodarczej mówi się o dwóch ujęciach wartości: ekonomicznej i rachunkowej. W ujęciu ekonomicznym wartość przedsiębiorstwa lub jego aktywów to zdolność do generowania wolnych przepływów pieniężnych (kapitału) dla jego właściciela. W ujęciu rachunkowym to wartość wynikająca z pomiaru dokonywanego przez system rachunkowości.

Właściwy dobór metody wyceny uzależniony jest od wielu czynników, do których zalicza się czas wyceny, koniunkturę gospodarczą na świecie i na rynku krajowym, branżę, w której działa przedsiębiorstwo, rodzaj prowadzonej działalności, rozwój rynku kapitałowego, uwarunkowania prawne, polityczne oraz społeczne, przesłanki przeprowadzania wyceny. Wypadkowa tych czynników wpływa na wybór metody wyceny, a tym samym determinuje wynik oszacowania wartości przedsiębiorstwa. Innymi słowy, różne metody dają odmienne wyniki przy wycenie wartości na dany moment czasu. Konkludując, nie ma jednej uniwersalnej metody wyceny, a wartość sama w sobie nie jest bytem obiektywnym. W celu jak najlepszego odzwierciedlenia wartości przedsiębiorstwa tworzy się standardy, które pozwalają na pełniejsze zrozumienie istoty wartości.

Nie podlega dyskusji fakt, iż mierzenie i dbanie o wartość przedsiębiorstwa staje się nieodzownym elementem działających przedsiębiorstw. Dzieje się tak, ponieważ kładzie się coraz większy nacisk na zarządzanie przez wartość (VBM), „w którym ogólne aspiracje spółki, techniki analityczne i procesy zarządzania podporządkowane są maksymalizacji wartości spółki poprzez skupienie procesu decyzyjnego na głównych czynnikach kształtujących wartość”¹². W systemach zarządzania zorientowanych na kreowanie wartości przedsiębiorstwa tworzone są standardy pomiaru wartości i jej zmiany. Coraz większą uwagę zwraca się w tych standardach na elementy jakościowe, niemające charakteru finansowego, a istotnie wpływające na funkcjonowanie przedsiębiorstwa, a tym samym na jego wycenę. Do takich właśnie elementów zalicza się mechanizmy nadzoru korporacyjnego.

Tworzenie wartości przedsiębiorstwa odgrywa istotną rolę w systemach corporate governance, które przy takim ujęciu stanowią zbiór reguł prawnych, polityk i procedur, które gwarantują, że przedsiębiorstwa są prowadzone zgodnie z interesem ich właścicieli oraz innych *stakeholders*, a rzadkie zasoby przedsiębiorstw są tak alokowane, zarządzane i rozdysponowywane, że przyczyniają się do maksymalizacji produktywności i wartości przedsiębiorstwa¹³.

¹¹ J. Wojnowski (red.), *Wielka encyklopedia PWN*, t. 29, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 13.

¹² T. Copeland i in., *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa 1997, s. 87.

¹³ G.H. Lander, A. Reinstein, *Corporate governance and economic value alignment*, „International Advances in Economic Research”, November 2005, Vol. 11, No. 4, s. 433-447.



Rys. 4. Determinanty wartości w przedsiębiorstwie

Źródło: opracowanie na podstawie: C.N. Pitelis, wyd. cyt., s. 217.

Jedynie efektywny nadzór korporacyjny ma wpływ na kreację wartości i stwarza podwaliny skutecznego i sprawnego funkcjonowania przedsiębiorstwa.

Na efektywność nadzoru składają się różne czynniki¹⁴. Głównym czynnikiem jest przejrzystość i stabilność uregulowań prawnych, w tym prawa własności. Gwarancja spełnienia tych założeń wpływa pozytywnie na procesy decyzyjne, redukuje ryzyko i ogranicza koszty, a tym samym ma dodatni wpływ na wycenę. Kolejnym czynnikiem jest charakter inwestora, a więc czy mamy do czynienia z inwestorem indywidualnym, czy instytucjonalnym. Inwestorzy instytucjonalni dysponują większymi środkami finansowymi oraz kapitałem intelektualnym, przez co mogą w znaczny sposób oddziaływać na rynkowe trendy i rozwój rynku kapitałowego, a tym samym na kształt corpo-

¹⁴ J. Bossak, K. Zalega, *Efektywność corporate governance a kierunki rozwoju rynku kapitałowego w Polsce*, „Organizacja i Kierowanie” 2001, 4 (106), s. 3-9, 20-21.

rate governance. Z tym czynnikiem bezpośrednio związany jest horyzont czasowy inwestorów. Inwestor nastawiony na rozwój, wzrost wartości, wydajności oraz zysku będzie posiadał dłuższy horyzont inwestycyjny, a tym samym będzie ponosił większe ryzyko. Wzrost wartości w długim okresie uzależniony jest również od podejmowanych działań w zakresie innowacji. Pojawia się tutaj konflikt interesów na linii właściciel-zarządzający. Ci drudzy nastawieni są raczej na osiąganie wyników w krótkim czasie. Nie będą zainteresowani wprowadzaniem ryzykownych działań innowacyjnych, które mogą skończyć się fiaskiem, a tym samym będą ograniczać wyniki spółki. Na straży uzgadniania preferencji między właścicielami i menedżerami powinny stać mechanizmy nadzoru. Konkludując, efektywny system corporate governance sprzyja dynamicznemu rozwojowi przedsiębiorstw, zwiększa konkurencyjność i atrakcyjność inwestycyjną przedsiębiorstw, a tym samym staje się istotną determinantą wartości.

W Polsce dostrzeżono konieczność tworzenia efektywnych struktur nadzoru korporacyjnego. Znalazło to swoje odzwierciedlenie w dokumencie *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW* przyjętym przez Radę Nadzorczą GPW w dniu 4 lipca 2007, a zaktualizowanym 1 lipca 2010 roku. Dokument jest kontynuacją zasad spisanych w 2002 roku pod nazwą *Dobre Praktyki w Spółkach Publicznych*. Celem zapisanych w dokumencie zasad jest: „umacnianie transparentności spółek giełdowych, poprawa jakości komunikacji spółek z inwestorami, wzmocnienie ochrony praw akcjonariuszy także w materiałach nie regulowanych przez prawo, a przy tym niestwarzanie obciążeń dla spółek giełdowych, nie równoważonych korzyściami wynikającymi z potrzeb rynku. [...] Ich stosowanie może wpływać dodatnio na rynkową wycenę przedsiębiorstw, a przez to obniżyć koszt pozyskiwania kapitału”¹⁵. Zasady ładu korporacyjnego dotyczą spółek notowanych na GPW, informacja zaś o ich stosowaniu znajduje się w sporządzanych przez spółki raportach rocznych. Dodatkowo zgodnie z regulaminem GPW spółki są zobligowane do sporządzania raportów informujących o zasadach niestosowanych trwale lub naruszanych incydentalnie. Ostatecznym weryfikatorem tych informacji jest rynek. Warto podkreślić, że wykształca się tutaj swoiste sprzężenie zwrotne – spółki o wiarygodnych rozwiązaniach z zakresu ładu korporacyjnego są wyżej oceniane, wyższa ocena zachęca natomiast spółki do przyjmowania coraz lepszych standardów korporacyjnych. Wynika z tego, że implementacja zasad korporacyjnych sprzyja pozyskiwaniu kapitału po niższym koszcie, a z punktu widzenia inwestora świadczy o atrakcyjności inwestycji, przejawiającej się dużym potencjałem wzrostu wartości.

Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową przygotował raport dotyczący relacji pomiędzy strukturami nadzoru korporacyjnego, a wyceną spółek notowanych na GPW. Raport dostarcza następujących wniosków¹⁶:

¹⁵ *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW*, Załącznik do Uchwały Nr 17/1249/2010 Rady Giełdy z dnia 19 maja 2010 r., s. 2.

¹⁶ M. Aluchna i in., *Analiza empiryczna relacji między strukturami nadzoru korporacyjnego (corporate governance) a wskaźnikami ekonomicznymi i wyceną spółek notowanych na GPW*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2005, s. 16-18.

- Wartość firmy rośnie wraz ze wzrostem zakresu praw i kontroli przepływu środków w firmie przez największego akcjonariusza.
- Wartość firmy maleje w miarę oddzielania możliwości kontroli i praw do przepływu środków przez największego akcjonariusza.
- Wyżej wyceniane są formy większe i o bardziej dynamicznym wzroście obrotów.
- Im wyższa koncentracja własności, tym sprawniejsze procesy zarządzania i monitoringu firmy.
- Największe premie wartości wśród spółek prywatyzowanych odnotowały te, które były prywatyzowane poprzez fundusze inwestycyjne i inwestorów zagranicznych.

Na podstawie tych punktów można stwierdzić, że istnieje zależność dodatnia pomiędzy zasadami ładu korporacyjnego a wyceną przedsiębiorstwa. Jednak siła zależności determinowana jest przez efektywność mechanizmów i gotowość spółek do budowania relacji z inwestorami opartymi na zaufaniu i długoterminowych więziach. Kształtowanie relacji przedsiębiorstw giełdowych z ich otoczeniem rynkowym (relacje inwestorskie) jest ważnym komponentem ładu korporacyjnego. Fundamentem relacji inwestorskich jest zaś informacja. Informacja ma wymiar zarówno finansowy, jak i niefinansowy. I to właśnie ta druga staje się coraz bardziej znamieną w ocenie perspektyw danego przedsiębiorstwa. Niezakłócony przepływ informacji pomiędzy spółką a społecznością inwestorską z jednej strony buduje zaufanie, z drugiej zaś pozytywnie wpływa na wizerunek firmy, urzeczywistnia jej wycenę i w efekcie prowadzi do obniżenia kosztu kapitału. Liczne badania i raporty analityczne wskazują, że inwestorzy są skłonni przyznać premię, wynoszącą nawet 30%¹⁷, spółkom spełniającym kryteria przejrzystości informacji. Szacuje się, że 35-40% decyzji inwestycyjnych zależy od czynników niefinansowych, które odpowiadają bagatela za około 95% zmienności cen akcji¹⁸.

Rangę kapitału niematerialnego można wykazać na spółkach tworzących indeks WIG20 (indeks największych i najpłynniejszych spółek) notowanych na GPW.

W obliczeniach przyjęto, że kapitał niematerialny stanowi różnicę pomiędzy wartością rynkową i księgową spółki akcyjnej, A wartość rynkowa (kapitalizacja) to iloczyn liczby wyemitowanych akcji i kursu giełdowego. Obliczenia wykonane są na dzień 3.09.2010.

Spośród spółek budujących indeks WIG20 największym kreatorem kapitału niematerialnego (38,4 mld PLN, co stanowi 27% ogólnej wartości kapitału niematerialnego spółek WIG20) przy jednocześnie największej kapitalizacji jest zagraniczna spółka energetyczna CEZ A.S. Kolejną grupę spółek o wysokim kapitale niematerialnym stanowią banki: PKO BP (25,4 mld PLN), Bank Pekao (22,8 mld PLN). Tuż za nimi uplasował się ubezpieczeniowy gigant – spółka PZU (21,1 mld PLN). Łącznie sektor finansowy generuje prawie 60% kapitału niematerialnego.

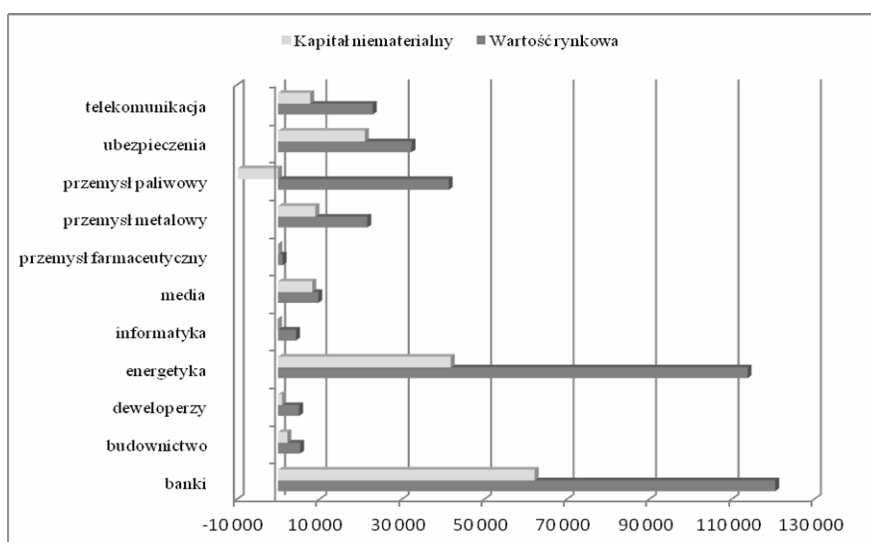
¹⁷ www.proto.pl.

¹⁸ D. Zarzecki, wyd. cyt., s. 593, 597.

Tabela 5. Kapitał niematerialny spółek z indeksu WIG20

Spółka	Wartość rynkowa (WR)	Wartość księgowa (WK)	Kapitał niematerialny (KN)	WR/WK	Udział KN w WR [%]
	[mln zł]				
Asseco Poland	4 351,43	4 629,18	-277,75	0,94	-6,4
Bioton	1 110,98	1 048,09	62,89	1,06	5,7
BRE Bank	10 708,79	6 692,99	4 015,80	1,60	37,5
BZ WBK	13 592,14	6 234,93	7 357,21	2,18	54,1
CEZ	71 821,63	33 405,41	38 416,22	2,15	53,5
Cyfrowy Polsat	3 904,13	322,66	3 581,47	12,10	91,7
Getin Holding	6 873,75	4 269,41	2 604,34	1,61	37,9
Globe Trade Centre	5 109,20	4 120,32	988,88	1,24	19,4
KGHM Polska Miedź	21 620,00	12 569,77	9 050,23	1,72	41,9
Grupa Lotos	3 935,16	6 246,29	-2 311,13	0,63	-58,7
PBG	3 309,29	1 705,82	1 603,47	1,94	48,5
Bank Pekao	41 846,51	19 021,14	22 825,37	2,20	54,5
PGE	42 070,13	38 596,45	3 473,68	1,09	8,3
PGNiG	20 355,00	22 125,00	-1 770,00	0,92	-8,7
PKN Orlen	17 108,36	22 811,15	-5 702,79	0,75	-33,3
PKO BP	47 575,00	22 127,91	25 447,09	2,15	53,5
Polimex-Mostostal	2 061,74	1 412,15	649,59	1,46	31,5
PZU	32 382,11	11 322,42	21 059,69	2,86	65,0
TP	22 973,16	15 214,01	7 759,15	1,51	33,8
TVN	5 853,81	1 152,32	4 701,49	5,08	80,3
Razem	378 562,32	235 027,41	143 534,91	1,61	37,9

Źródło: opracowanie własne.

**Rys. 5.** Udział kapitału niematerialnego w wartości rynkowej według sektorów

Źródło: opracowanie własne.

W indeksie WIG20 największym udziałem kapitału niematerialnego w kapitalizacji cechowały się spółki z sektora medialnego: Cyfrowy Polsat (91,7%), TVN (80,3%). Na drugim biegunie, spółek niszczących wartość (wartość rynkowa jest wyceniana poniżej wartości księgowej), znalazły się spółki z sektora paliwowego: Grupa Lotos, PKN Orlen, PGNiG. Co ciekawe, strategicznym akcjonariuszem w tych spółkach jest Skarb Państwa. Jednak nie należy tutaj doszukiwać się jakiegś trwałej zależności, bo na przykład w takich spółkach, jak PKO BP, PZU czy KGHM, Skarb Państwa również jest głównym akcjonariuszem, a spółki te generują 55,6 mld PLN kapitału niematerialnego, co stanowi prawie 40% kapitału niematerialnego ogółem w indeksie WIG20. Średni udział kapitału niematerialnego spółek w ich kapitalizacji wynosi 38%.

Powyższa analiza potwierdza tezę o ważności czynników niematerialnych, w tym informacji niefinansowej w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa.

6. Podsumowanie

Pomiędzy jakością corporate governance (w tym relacji inwestorskich) a efektywnością i wzrostem wartości przedsiębiorstwa występuje pozytywna korelacja. O jakości zaś 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.

Literatura

- Aluchna M., Dzierżanowski M., Przybyłowski M., Zamojska-Adamczyk A., *Analiza empiryczna relacji między strukturami nadzoru korporacyjnego (corporate governance) a wskaźnikami ekonomicznymi i wyceną spółek notowanych na GPW*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2005.
- Bossak J., Zalega K., *Efektywność corporate governance a kierunki rozwoju rynku kapitałowego w Polsce*, „Organizacja i Kierowanie” 2001, 4 (106).
- Copeland T., Koller T., Murrin J., *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa 1997.
- Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW*, Załącznik do Uchwały Nr 17/1249/2010 Rady Giełdy z dnia 19 maja 2010 r.
- Freeman R.E., *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman, London 1984.
- Jerzemska M., *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002.
- Lander G.H., Reinstein A., *Corporate governance and economic value alignment*, „International Advances in Economic Research” November 2005, Vol. 11, No. 4.
- Lis K.A., Sterniczuk H., *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005.

- Mendel T., *Partycypacja w zarządzaniu współczesnymi organizacjami*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2001.
- Mitchell R.K., *Toward a theory of stakeholder. Identification and salience: defining the principle of who and what really counts*, „Academy of Management Review” 1997, Vol. 22, No 4.
- Monks R.A.G., Minow N., *Watching the Watchers: Corporate Governance for The 21. Century*, Blackwell Publishers, Cambridge 1996.
- OECD Principles of Corporate Governance*, OECD, 2004.
- Panfil M., Szablewski A. (red.), *Metody wyceny spółki. Perspektywa klienta i inwestora*, Poltext, Warszawa 2006.
- Pitelis C.N., *(Corporate) Governance, (Shareholder) Value and (Sustainable) Economic Performance*, Corporate Governance: An International Review, April 2004, Vol. 12, No 2.
- Sudoł S., *Niektóre kontrowersyjne problemy dotyczące przedsiębiorstwa jako instytucji*, „Organizacja i Kierowanie” 2005, 1 (120).
- Urbanek P., *Nadzór korporacyjny, a wynagrodzenia menedżerów*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005.
- Wojnowski J. (red.), *Wielka encyklopedia PWN*, t. 29, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
- Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości, Warszawa 1999.

CORPORATE GOVERNANCE AND ITS IMPACT ON COMPANY VALUE

Summary: Corporate governance is the concept which is widely discussed in the world, especially in countries with developed or developing capital market. Abstractness of this concept is a reflection of the complexity of economic life, the multiplicity and diversity of customs, standards, culture, and finally, historical conditions. The aim of this paper is to attempt to determine the relationship between corporate governance mechanisms and the creation of company value. The first part is devoted to theoretical aspects – an interpretation of corporate governance, models, role of stakeholders, the objectives of corporate governance. The second part shows the role of corporate governance in creating company value.

Keywords: corporate governance, value, stakeholder.