

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

271

Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka

Tom 2



Redaktorzy naukowi

**Adam Kopiński, Tomasz Słoński,
Bożena Ryszawska**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2012

Redaktorzy Wydawnictwa: Elżbieta Kozuchowska, Aleksandra Śliwka

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Justyna Mroczkowska

Łamanie: Adam Dębski

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiejkolwiek formie wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2012

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-219-2 (całość)

ISBN 978-83-7695-227-7 t. 2

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Aneta Michalak: Wybrane aspekty finansowania inwestycji rozwojowych w branżach kapitałochłonnych	11
Grzegorz Mikołajewicz: Społeczna odpowiedzialność biznesu (CSR), etyka biznesu i wartości korporacyjne	23
Sebastian Moskal: Zastosowanie instrumentu <i>credit default swap</i> do szacowania stopy wolnej od ryzyka na potrzeby wyceny wartości przedsiębiorstwa	34
Krzysztof Możejko: Efektywność analizy portfelowej w zmiennych warunkach inwestycyjnych	47
Rafał Nagaj: Analysis of public finances in Poland and the EU during the financial/economic crisis in 2008-2010	60
Witold Niedzielski: Najem długoterminowy samochodów jako alternatywa dla leasingu. Studium przypadku	71
Jarosław Nowicki: Szacowanie stopy podatku dochodowego w wycenie przedsiębiorstw niebędących spółkami kapitałowymi	83
Józef Osoba, Marcin Czarnacki: Wykorzystanie <i>mezzanine capital</i> w zrównoważonym modelu struktury kapitału przedsiębiorstwa	92
Dorota Ostrowska: Sprawność zarządzania środkami finansowymi uczestników rynku emerytalnego w Polsce	107
Przemysław Panfil: Przyjmowanie przez ministra finansów środków w depozyt lub w zarządzanie. Wnioski <i>de lege lata</i>	118
Marek Pauka, Paweł Prędkiewicz: Zagadka dyskonta w wycenach zamkniętych funduszy inwestycyjnych z perspektywy inwestora	127
Agnieszka Piechocka-Kaluźna: Znaczenie współczynnika wypłacalności jako miernika bezpieczeństwa funkcjonowania banków komercyjnych ...	141
Katarzyna Prędkiewicz: Is it possible to measure a funding gap?	152
Katarzyna Prędkiewicz: Limity inwestycyjne funduszy <i>venture capitals</i> i aniołów biznesu	160
Katarzyna Prędkiewicz, Hanna Sikacz: Analiza płynności statycznej grup kapitałowych na przykładzie przemysłu metalowego	170
Anna Pyka: Zewnętrzne formy finansowania działalności operacyjnej oraz inwestycji w małych i średnich przedsiębiorstwach w okresie kryzysu gospodarczego	183
Anna Pyka: Motywy emisji „obligacji węglowych” jako specyficznych obligacji korporacyjnych opartych na świadczeniach niepieniężnych	193
Anna Rosa, Wojciech Rosa: The impact of seasonality on the level of working capital needs	203

Jerzy Różański, Jakub Marszałek: Struktura finansowania firm rodzinnych na przykładzie przedsiębiorstw regionu łódzkiego	215
Jerzy Różański, Dorota Starzyńska: Finansowe i pozafinansowe czynniki rozwoju przedsiębiorstw rodzinnych w regionie łódzkim	226
Józef Rudnicki: Can stock splits generate abnormal stock performance in post-crisis era? Evidence from the New York Stock Exchange.....	237
Włodzimierz Rudny: Model biznesu w procesie tworzenia wartości.....	248
Iwona Sajewska, Artur Stefański: Źródła finansowania wybranych przedsiębiorzeń w zakresie produkcji energii z zasobów odnawialnych w Polsce	259
Alicja Sekuła: Property revenues (PRS) and expenditures of local government units (LGUS) in Poland	270
Paweł Sekuła: Empiryczny test strategii fundamentalnej.....	280
Przemysław Siudak: Wpływ Wałbrzyskiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej na sektor finansów publicznych	290
Tomasz Skica: Efektywność działania jednostek samorządu terytorialnego .	306
Michał Soliwoda: Rzeczowe aktywa trwałe a cykl inkasa należności, obrotu zapasami i regulowania zobowiązań	317
Dorota Starzyńska, Jakub Marszałek: Bariery finansowania firm rodzinnych na przykładzie przedsiębiorstw regionu łódzkiego	327
Wacława Starzyńska, Justyna Wiktorowicz: Czy zamówienia publiczne sprzyjają innowacyjności przedsiębiorstw?	336
Artur Stefański: Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej spółek giełdowych a cena rynkowa akcji.....	346
Igor Styn: Zakres wykorzystania funduszy pomocowych w finansowaniu inwestycji w odnawialne źródła energii w Polsce w stosunku do potrzeb inwestycyjnych	355
Alina Szewc-Rogalska: Wykup akcji własnych przez spółki giełdowe jako forma dystrybucji wartości dla akcjonariuszy	365
Piotr Szkudlarek: Inwestycje operatorów telekomunikacyjnych jako czynnik ograniczania wykluczenia cyfrowego w Polsce.....	374
Aneta Szóstek: Nabywanie nieruchomości w Polsce przez inwestorów zagranicznych.....	383
Piotr Szymański: Propozycja nowego standardu wartości uwzględniającego koszty zewnętrzne	394
Tomasz Śpiewak: Kierunki modyfikacji metody Baumola zarządzania środkami pieniężnymi – model linii kredytowej.....	406
Beata Trzaskuś-Zak: Budowa modelu prognostycznego należności spłacanych terminowo metodą harmoniczną i metoda Kleina.....	418
Dariusz Urban: Państwowe fundusze majątkowe jako inwestor finansowy ..	434
Ewa Widz: Efektywność wyceny rynkowej kontraktów futures na kurs euro na GPW w Warszawie	443

Paweł Wnuczak: Stopa zwrotu z kapitałów własnych (ROE) jako jedna z podstawowych determinant kreacji wartości przedsiębiorstwa	454
Robert Wolański: Zakres wykorzystania preferencji podatkowych w podatku dochodowym przez małe i średnie przedsiębiorstwa.....	467
Justyna Zabawa: Zastosowanie metody AHP w procesie finansowania inwestycji w odnawialne źródła energii	475
Dariusz Zawadka: Aktywność funduszy <i>venture capital</i> w ramach alternatywnych systemów obrotu	488
Danuta Zawadzka, Ewa Szafraniec-Siluta: Samofinansowanie produkcji rolniczej a poziom aktywności inwestycyjnej towarowych gospodarstw rolnych – analiza porównawcza sytuacji w Polsce na tle Unii Europejskiej.....	498
Grzegorz Zimon: Zarządzanie zapasami w przedsiębiorstwach tworzących zintegrowany system dostaw	509
Aleksandra Zygmunt: Analiza płynności finansowej spółek giełdowych branży przemysłu spożywczego w Polsce.....	519

Summaries

Aneta Michalak: Chosen aspects of financing development investments in capital-consuming industries.....	22
Grzegorz Mikołajewicz: Corporate Social Responsibility (CSR), business ethics and corporate values.....	33
Sebastian Moskal: Application of credit default swap in order to estimate risk free rate in the process of company's valuation	46
Krzysztof Możejko: Effectiveness of portfolio analysis in variable conditions on capital markets	59
Rafał Nagaj: Analiza finansów publicznych w Polsce i Unii Europejskiej w czasie kryzysu finansowego i gospodarczego w latach 2008-2010.....	70
Witold Niedzielski: Long-term rent with fleet management as an alternative for lease of cars. Case study	82
Jarosław Nowicki: Estimating the income tax rate in valuation of other enterprises than limited liability or joint-stock companies	91
Józef Osoba, Marcin Czarnacki: The use of mezzanine capital in an equilibrium model of capital structure of an enterprise.....	106
Dorota Ostrowska: Quality management of the pension market participants' financial means in Poland.....	117
Przemysław Panfil: The rules of free funds transfer to the Minister of Finance in the deposit or management – attempt to assess	126
Marek Pauka, Paweł Prędkiewicz: Mystery of discount in valuations of closed-end funds from the investor's perspective	140

Agnieszka Piechocka-Kaluźna: The role of insolvency ratio in assessing safety and ability for continuance of commercial banks.....	151
Katarzyna Prędkiewicz: Czy można zbadać lukę finansową?	159
Katarzyna Prędkiewicz: Venture capital and business angels investment limits	169
Katarzyna Prędkiewicz, Hanna Sikacz: Analysis of static financial liquidity in capital groups on the example of metal industry	182
Anna Pyka: External forms of working-capital and capital-expenditure financing for small and medium-sized businesses in times of an economic crisis.....	192
Anna Pyka: The motives for issuing “coal bonds” as a specific corporate bonds based on non-financial benefits	202
Anna Rosa, Wojciech Rosa: Wpływ sezonowości na poziom kapitału obrotowego.....	214
Jerzy Różański, Jakub Marszałek: Family business financial structure analysis of the Łódź region companies.....	225
Jerzy Różański, Dorota Starzyńska: Financial and non-financial factors of family enterprise development in the Łódź region.....	236
Józef Rudnicki: Czy podział akcji może być źródłem ponadprzeciętnych stóp zwrotu w czasach po kryzysie 2007-2009? Przykład Nowojorskiej Giełdy Papierów Wartościowych.....	247
Włodzimierz Rudny: Business model in value creation process	258
Iwona Sajewska, Artur Stefański: Main sources of funding for production ventures energy from renewable resources in Poland	269
Alicja Sekuła: Dochody i wydatki majątkowe jednostek samorządu terytorialnego	279
Paweł Sekuła: Empirical test of fundamental strategy.....	289
Przemysław Siudak: The influence of “Invest-Park” – Wałbrzych Special Economic Zone on public finance sector	305
Tomasz Skica: Effectiveness of activities of local government units	316
Michał Soliwoda: Tangible fixed assets vs. receivables, turnover and payables conversion cycles	326
Dorota Starzyńska, Jakub Marszałek: Family business financing barriers analysis of the Łódź region companies.....	335
Wacława Starzyńska, Justyna Wiktorowicz: Can public procurement stimulate innovativeness of enterprises?	345
Artur Stefański: Operating cash flow of firms listed on stock exchange and the price of stocks	354
Igor Styn: The scope of aid funds use in financing investments in renewable energy in Poland in comparison to investment needs	364
Alina Szewc-Rogalska: Share repurchase by publicly listed companies as a form of value distribution for shareholders	373

Piotr Szkudlarek: Telecommunication operators' investments as a factor limiting the digital exclusion in Poland	382
Aneta Szóstek: Acquiring properties in Poland by foreign investors	393
Piotr Szymański: The idea of a new standard of value which takes into account the external costs.....	405
Tomasz Śpiewak: Directions of modifications of the Baumol cash management model – line of credit model.....	417
Beata Trzaskus-Żak: Construction of the prognostic model of paid-in-term receivables using the harmonic method and the Klein method.....	433
Dariusz Urban: Sovereign Wealth Funds as a financial investor	442
Ewa Widz: Efficiency of market valuation of euro futures on the Warsaw Stock Exchange.....	453
Paweł Wnuczak: Return on equity (ROE) as one of fundamental determinants of company's value creation	466
Robert Wolański: The scope of the use of tax expenditures in income tax for small and medium enterprises.....	474
Justyna Zabawa: The application of the AHP method in the process of financing renewable energy sources projects.....	487
Dariusz Zawadka: Venture Capital activity in alternative investment markets	497
Danuta Zawadzka, Ewa Szafraniec-Siluta: Self-financing of agricultural production vs. the level of commercial farms' investment activity – comparative analysis of the situation in Poland on the basis of the European Union	508
Grzegorz Zimon: Inventory management in enterprises creating an integrated supply system.....	518
Aleksandra Zygmunt: Financial liquidity analysis of quoted enterprises belonging to food industry in Poland	531

Grzegorz Mikołajewicz

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

SPOŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ BIZNESU (CSR), ETYKA BIZNESU I WARTOŚCI KORPORACYJNE

Streszczenie: Artykuł przedstawia idee społecznej odpowiedzialności biznesu (CSR), etyki biznesu oraz wartości korporacyjnych – założenia, stadia oraz wpływ na efektywność i wartość przedsiębiorstwa. W opracowaniu omówiono także koncepcję tworzenia wartości dla akcjonariuszy na tle koncepcji tworzenia wartości dla interesariuszy oraz podkreślono rolę pojmowania wartości dla akcjonariuszy z perspektywy wartości oświeconej.

Słowa kluczowe: społeczna odpowiedzialność biznesu, CSR, etyka biznesu, wartości korporacyjne, oświecona wartość dla akcjonariuszy, interesariusze, efektywność.

1. Wstęp

Normy prawne okazują się często niewystarczające do zapewnienia właściwej relacji między przedsiębiorstwem i jego interesariuszami. Stąd też istotną rolę w kształtowaniu tych relacji odgrywa społeczna odpowiedzialność biznesu (*Corporate Social Responsibility* – CSR), etyka przedsiębiorstwa oraz wartości korporacyjne. Sugeruje się, by przedsiębiorstwa uwzględniły te koncepcje w swojej podstawowej strategii biznesowej, swoich instrumentach zarządzania oraz podejmowanych działaniach, co sprzyjać ma długoterminowemu wzrostowi ich wartości. Jest to szczególnie istotne w sytuacji, kiedy interesariusze stają się coraz bardziej świadomi, zorganizowani, a co za tym idzie – nacisk opinii publicznej na podejmowane przez przedsiębiorstwo działania jest coraz bardziej skuteczny. Warto zaznaczyć, że bycie odpowiedzialnym w stosunku do interesariuszy nie musi, czy wręcz nie powinno, stać w sprzeczności z interesami właścicieli (maksymalizacją wartości dla akcjonariuszy).

Celem artykułu jest przedstawienie koncepcji tworzenia wartości dla akcjonariuszy z perspektywy wartości oświeconej oraz zaprezentowanie roli i wpływu społecznej odpowiedzialności biznesu (CSR), etyki biznesu i wartości korporacyjnych na działalność przedsiębiorstwa, jego efektywność i wartość.

2. Koncepcja dysharmonii i harmonii celów przedsiębiorstwa

Wyróżnić można dwie główne koncepcje tworzenia wartości w przedsiębiorstwach z punktu widzenia stron, którym ma ona przypadać [Marcinkowska 2004, s. 30, 31]:

- koncepcję dysharmonii celów – przedsiębiorstwo powinno zaspokajać tylko interesy właścicieli, zaspokajanie potrzeb innych grup prowadzi do spadku wartości ze względu na rozbieżność celów właścicieli i pozostałych interesariuszy (jest to podejście bliższe rozumieniu przedsiębiorstwa jako projektu inwestycyjnego),
- koncepcję harmonii celów, mówiącą o tym, że interesy właścicielskie można i trzeba pogodzić z interesami innych grup, a takie połączenie wpływa korzystnie na wartość przedsiębiorstwa. Jednocześnie zaspokajane są potrzeby wszystkich grup, choć niekoniecznie w takim samym stopniu (koncepcja ta bliższa jest ujmowaniu przedsiębiorstwa jako elementu otoczenia).

Zwolennicy podejścia pierwszego argumentują, że jeżeli przedsiębiorstwo realizuje kilka celów oraz odpowiada przed wieloma interesariuszami, odpowiedzialność rozmywa się i występują trudności w mierzeniu i rozliczaniu efektów działań oraz operacjonalizacji wyniku. Zwraca się także uwagę na ograniczenia w konkurencyjności podmiotów wypełniających wiele celów. Często też cele te bywają ze sobą sprzeczne, co prowadzi i tak do konieczności dokonania wyboru¹. Należy podkreślić, że podejmowane przez zarząd decyzje są *de facto* czynione oficjalnie w imieniu właścicieli. Dodatkowo przy rozwiniętym rynku kapitałowym rośnie również presja na zarząd ze strony inwestorów, którzy gotowi są sprzedać swoje akcje w przypadku osiągnięcia niewystarczających korzyści (groźba przejęcia). Kolejny przytaczany argument to fakt, iż to właściciele angażują swój kapitał i podejmują największe ryzyko (w przypadku upadłości są ostatnią grupą uprawnioną do udziału w masie upadłościowej) – muszą więc być za to wynagrodzeni². Badania wykazują też, że przyjęcie tworzenia wartości dla właścicieli jako celu funkcjonowania przedsiębiorstwa nie musi być sprzeczne z interesami innych zainteresowanych stron, co więcej, może przyczyniać się do lepszej realizacji potrzeb interesariuszy³.

Argumenty podawane za koncepcją tworzenia wartości dla interesariuszy to przede wszystkim fakt, że przedsiębiorstwo działa w otoczeniu, w którym istnieją wzajemne relacje i powiązania. Przedsiębiorstwo nie powinno być zatem rozpatrywane jako instrument właścicieli, ale jako zorganizowana całość składająca się z wielu części, grup. Przedsiębiorstwo nie może więc pozwolić sobie na ignorowa-

¹ M.C. Jensen [2001, s. 10 i 11] zwraca uwagę, że nie jest logicznie możliwa jednoczesna maksymalizacja wielu celów.

² Oczywiście można tę sytuację przedstawić także odmiennie – ryzyko właścicieli jest ograniczone do wysokości zainwestowanych przez nich środków, korzyści są jednak teoretycznie nieograniczone.

³ Jak pokazują doświadczenia krajów socjalistycznych oraz przedsiębiorstw państwowych, pomimo że koncepcja wielu zainteresowanych stron obiecywała generowanie pożytków, często efekt ten nie był osiągnięty.

nie zainteresowanych stron, ale powinno funkcjonować z nimi w symbiozie. Efekty przedsiębiorstwa powinny być również oceniane pod względem trzech obszarów: efektywności ekonomicznej, jakości środowiskowej i sprawiedliwości społecznej [Svendsen i in. 2001, s. 3]. Podejście to jest także łatwiejsze do zaakceptowania przez społeczeństwo.

Koncepcje harmonii i dysharmonii celów, mimo że często przeciwstawiane sobie (postrzegane jako swoisty konflikt między teorią praw własności a koncepcją interesariuszy, koncepcją społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa), nie muszą być względem siebie konkurencyjne⁴. Jeśli przyjąć za cel funkcjonowania przedsiębiorstwa maksymalizację wartości dla akcjonariuszy w długim horyzoncie czasowym, to wymagać ona będzie od zarządzających ułożenia dobrych relacji z otoczeniem, a więc także zaspokajania jego potrzeb [Jensen 2001, s. 16]. Wprowadzenie rozumowania opartego na długofalowym rozwoju i tworzeniu wartości zapewnia złagodzenie konfliktu interesów pomiędzy interesariuszami. Maksymalizacja wartości w długim okresie nie może być bowiem osiągnąta z pominięciem interesów innych stron⁵.

Wartość przedsiębiorstwa należałoby zatem postrzegać jako „oświeconą” wartość dla akcjonariuszy (*enlightened shareholder value*), a więc jako koncepcję, w której tworzenie wartości dla akcjonariuszy stanowi perspektywę nadrzędną, przy jednoczesnym podkreśleniu roli, jaką odgrywają w jej tworzeniu inni interesariusze⁶, oraz uwzględnieniu takich czynników w procesie jej tworzenia, jak CSR, etyka czy wartości korporacyjne.

3. Koncepcja społecznej odpowiedzialności biznesu, etyka biznesu i jego wartości

Społeczną odpowiedzialność biznesu uznać można za koncepcję [Komisja Europejska 2001, s. 4, 5], według której przedsiębiorstwa dobrowolnie decydują się pomóc w stworzeniu lepszego społeczeństwa i czystszej środowiska, mimo że ich głów-

⁴Zwraca też na to uwagę R.E. Freeman [2004, s. 231]. Nie powinno się konfrontować akcjonariuszy z interesariuszami, ponieważ ci pierwsi należą także do tej ostatniej grupy. Ich cele powinny być zatem w części zbieżne z celami szeroko rozumianych interesariuszy. Wybór perspektywy właścicielskiej nie wyklucza więc utrzymywania dobrych relacji z innymi interesariuszami. Można podać także wiele badań potwierdzających pozytywną zależność między bogactwem akcjonariuszy a korzyściami innych interesariuszy. Por. m.in. [Cwynar, Cwynar 2007, s. 16].

⁵Wyjątkiem będzie tu sytuacja, gdy mamy do czynienia z monopolem, który zawyża ceny, zmniejsza podaż i który nie musi być zainteresowany dobrymi kontaktami z otoczeniem, lub sytuacja, w której przedsiębiorstwo nie ponosi żadnej odpowiedzialności za swoje działania i decyzje, np. te dotyczące sfery ekologii (zatrucie środowiska i nieponoszenie kosztów z tym związanych).

⁶Jest to podejście bardzo zbliżone do tego prezentowanego przez M.C. Jensena [2001] pod nazwą *enlightened stakeholder theory* – oświecona wartość dla interesariuszy. W przeciwieństwie jednak do niego, autor artykułu pragnie w większym stopniu podkreślić wagę, znaczenie perspektywy właścicielskiej. Termin „oświecona wartość dla akcjonariuszy”, „oświecony kapitalizm właścicielski” można także spotkać u A. Cwynara i W. Cwynara [2007, s. 15].

nym celem pozostaje maksymalizacja wartości. Społeczna odpowiedzialność biznesu wyrażać się ma w postawie i działaniach względem pracowników oraz wszystkich innych interesariuszy, na których biznes oddziałuje i którzy z kolei mogą wpłynąć na jego sukces.

Można wyróżnić pięć głównych kierunków CSR [Rok 2008, s. 4-6]:

- CSR społeczny (oparty głównie na filantropii, działalności charytatywnej i projektach partnerstwa prywatno-społecznego),
- CSR systemowy (polegający na implementowaniu CSR do misji, wizji i budowy strategii spółki – niestety czasami ogranicza się on tylko do deklaracji spółek lub jest wyłącznie elementem zarządzania ryzykiem),
- CSR rynkowy (dotyczy oddziaływania na klientów, dostawców i innych interesariuszy, stosowania marketingu zaangażowanego społecznie itp.),
- CSR ekologiczny,
- CSR publiczny (upowszechnianie postaw społecznie odpowiedzialnych).

Nasilenie postaw z zakresu CSR rozważać można z punktu widzenia formalizmu i aktywności przedsiębiorstwa w budowaniu właściwych relacji z otoczeniem [Cyfert, Krzakiewicz 2009, s. 78]. Istnieje zatem koncepcja obowiązków społecznych (*social obligations*), a więc wypełniania wymogów formalnych narzuconych prawem, koncepcja reagowania na oczekiwania społeczne i zmiany w otoczeniu (*social responsiveness*) oraz wreszcie koncepcja społecznej odpowiedzialności biznesu (CSR), w której przedsiębiorstwo samo aktywnie wytycza sobie cele i zobowiązania społeczne w długoterminowych horyzoncie działalności⁷.

Z raportu przygotowanego przez zespół ekspertów Forum Odpowiedzialnego Biznesu [Kuraszko 2008, s. 12], przeprowadzonego na próbie 40 przedsiębiorstw z Polski, wynika, że niemal wszystkie badane spółki dostrzegały wagę otoczenia, w którym się znajdują. Około 40% z nich miało zidentyfikowanych interesariuszy i prowadziło z nimi stały proces zarządzania relacjami, podczas gdy ponad połowa badanych wskazywała na brak określenia priorytetów interesariuszy i prowadzenie z nimi relacji o charakterze reaktywnym. Spółki deklarowały, że swoje działania koncentrują głównie na pracownikach, klientach i dostawcach, przeprowadzając m.in. badania satysfakcji czy rozmowy bezpośrednie.

Nie bez znaczenia dla funkcjonowania przedsiębiorstwa w otoczeniu pozostają także zasady etyczne i wartości, jakimi się ono kieruje. Czynniki te stają się coraz ważniejszym elementem ładu ekonomicznego, a w gospodarkach wysoko rozwiniętych są już niemalże standardem w prowadzeniu biznesu [Nogalski, Dadej 2006]. Wagę tych elementów uwidocznił ostatni kryzys gospodarczy oraz skandale związane z agresywną rachunkowością, które wzmocniły nacisk opinii publicznej na oce-

⁷ W literaturze można znaleźć bardziej szczegółowe wyodrębnienie stadiów koncepcji CSR dokonane na podstawie zakresu grup interesariuszy, jakie obejmuje (wewnętrzne / zewnętrzne, otoczenie bliższe / dalsze), rodzaju przejawianej przez przedsiębiorstwo odpowiedzialności (negatywna lub pozytywna) oraz poziomu odpowiedzialności: narzucona (presja prawa), wymuszona (presja konsumentów, otoczenia) czy dobrowolna. Por. [Filek 2006, s. 8].

nę działań przedsiębiorstwa pod kątem moralnym. Regulacje prawne same w sobie nie są bowiem w stanie zapewnić należytej ochrony interesariuszy w sytuacji, kiedy przedsiębiorstwo nie przestrzega etyki biznesu, a wyznawane przez nie wartości utrudniają wypracowanie właściwych relacji z otoczeniem.

Raporty Corporate Values Index 2006 oraz 2009, opracowane przez ECCO International Communications Network [ECCO ICN 2006; ECCO ICN 2009], wskazują, że z około 4000 przebadanych przedsiębiorstw, pochodzących z ponad 10 krajów świata (w tym także z Polski) i obejmujących 14 różnych branż, blisko 80% miało zdefiniowany własny system wartości, który obejmował na ogół 3-5 elementów [ECCO ICN 2006, s. 7, 15; ECCO ICN 2009, s. 9, 24]. Dla przedsiębiorstw z Polski wskaźnik ten był o blisko 60% niższy – zaledwie ok. 30% badanych w 2009 r. podmiotów deklaroowało posiadanie jasno określonego systemu wartości (w porównaniu z badaniem z roku 2006 jest to i tak wzrost z poziomu ok. 22%).

Jak podkreślają autorzy badania [ECCO ICN 2009, s. 3], określenie zestawu wartości korporacyjnych (*corporate values, core values*) powinno być wynikiem dialogu między zarządem, pracownikami i kontrahentami. Każda z grup powinna uważać je za ważne i, co bardzo istotne, prawdziwe. Wartości te powinny być pomostem łączącym wizję i misję przedsiębiorstwa, być podstawą jej realizacji, a co za tym idzie – muszą być odpowiednio wdrożone w przedsiębiorstwie.

Kluczowe wartości korporacyjne przedsiębiorstw na świecie i w Polsce w 2009 r. przedstawione zostały w tab. 1.

Tabela 1. Najczęściej wyznawane wartości korporacyjne na świecie i w Polsce w 2009 r.

Lp.	Wartości - Świat	%	Lp.	Wartości - Polska	%
1.	Jakość	40%	1.	Satysfakcja klienta	39%
2.	Innowacyjność	39%	2.	Jakość	35%
3.	Satysfakcja klienta	26%	3.	Innowacyjność	35%
4.	Przejrzystość	19%	4.	Przejrzystość	28%
5.	Srodowisko	18%	5.	Odpowiedzialność	21%
6.	Odpowiedzialność społeczna	17%	6.	Srodowisko	21%
7.	Sukces	16%	7.	Praca zespołowa	20%
8.	Know-how	16%	8.	Etyka	18%
9.	Odpowiedzialność	15%	9.	Szacunek	13%
10.	Praca zespołowa	13%	10.	Zaufanie	12%
11.	Szacunek	11%	11.	Sukces	12%
12.	Współzawodnictwo	10%	12.	Doskonałość	12%
13.	Doskonałość	10%	13.	Odpowiedzialność społeczna	11%
14.	Profesjonalizm	9%	14.	Przedsiębiorczość	11%
15.	Międzynarodowość	9%	15.	Kapitał	10%
16.	Zaufanie	9%	16.	Profesjonalizm	9%
17.	Usługi	9%	17.	Wydajność	9%
18.	Etyka	9%	18.	Zrównoważony rozwój	8%
19.	Wykonanie	9%	19.	Zapobiegliwość	8%
20.	Humanizm	8%	20.	Tradycja	6%

Źródło: ECCO ICN, *Corporate Values Index 2009*, <http://www.onboard.pl>, s. 11, 22, 26 i 27.

Jak widać, istnieje duże podobieństwo pomiędzy wskazywanymi wartościami w Polsce i na świecie. Istnieje zgodność co do uznawania jakości, innowacyjności, satysfakcji klientów i przejrzystości za kluczowe elementy definiujące wartości korporacyjne. Wysoko w zestawieniach znalazły się też takie wartości, jak środowisko, praca zespołowa czy szeroko rozumiana odpowiedzialność. W przypadku odpowiedzialności społecznej wskazało na nią 17% ogółu ankietowanych (co stawia ją na 6. pozycji w rankingu wartości światowych), przy czym w Polsce wybrana została przez 11% przedsiębiorstw (13. miejsce), poprzedzona jednak była wysokim, bo około 18-procentowym wskazaniem dla etyki (8. miejsce w Polsce przy 18. na świecie).

4. Wpływ CSR, etyki i wartości korporacyjnych na efektywność i wartość przedsiębiorstwa

W biznesie i społeczeństwie w dalszym ciągu panuje przeświadczenie, że działania społeczne powinny polegać na bezinteresowności i że nie wypada rozpatrywać ich przez pryzmat opłacalności dla przedsiębiorstwa. Tym samym trudno znaleźć spółki, które wprost przyznają się do korzyści osiągniętych poprzez swoje społeczne zaangażowanie, etyczne działania i wyznawane wartości, jak również spółki, które posiadają narzędzia mierzące efektywność w tym zakresie.

Wśród korzyści, które niesie ze sobą CSR i etyczne zachowanie, wymienić można [Paine 2000, s. 320-322; Komisja Europejska 2001, s. 7] korzyści wynikające z⁸:

- lepszego środowiska pracy, które może przyczynić się do większego zaangażowania i wydajności pracowników oraz oszczędniejszego wykorzystania zasobów, a także zmniejszenia kosztów wewnątrz organizacji związanych z monitorowaniem, nadzorem i koordynacją,
- ograniczenia ryzyka negatywnego odbioru społecznego, uniknięcia kar i kosztownych procesów, spadku kosztów transakcyjnych ze względu na zaufanie kontrahentów, mniejsze ryzyko i niższe koszty weryfikacji,

⁸ Przeciwnicy społecznego zaangażowania przedsiębiorstwa (por. także zwolennicy dysharmonii celów przedsiębiorstwa) argumentują z kolei, że zakłóca ono mechanizm wolnorynkowy, ogranicza wolność oraz spowalnia rozwój przedsiębiorstw i krajów słabo rozwiniętych, ze względu na niemożność sprostania wymogom z zakresu zatrudnienia, ochrony środowiska, jakości produktów etc. Podnoszony jest też argument, że działania te są kosztowne (zarówno w fazie wprowadzania, jak i realizacji), że skutkują przerzucaniem tych kosztów na klientów oraz że są sprzeczne z zasadą maksymalizacji zysków. Ponadto mimo że pewne działania gospodarcze mogą przyczyniać się do krzywdy indywidualnej, to i tak są korzystniejsze, niż gdyby przy ich podejmowaniu nie kierować się zasadami ekonomicznymi – działanie racjonalne ekonomicznie w dłuższej perspektywie minimalizuje rozmiary krzywdy społecznej. Przeciwnicy CSR wskazują także na problemy z operacjonalizacją działań z obszaru CSR i mierzeniem ich efektów, brak kompetencji menedżerów w tym zakresie oraz na trudności w konkurowaniu na podstawie CSR. Postrzegają również działania z zakresu CSR jako element public relations, mający charakter działań kosmetycznych, powierzchownych i konformistycznych czy wręcz w skrajnym przypadku noszący znamiona oszustwa. Por. m.in. [Filek 2006, s. 9-12; Friedman 1970].

- rosnącej uwagi klientów i inwestorów, ich lojalności, rosnącego potencjału rynkowego, siły przetargowej, umocnienia marki i wizerunku przedsiębiorstwa.

Wszystko to przełoży się ma na wzrost efektywności i wartości przedsiębiorstwa. Wiele badań potwierdza istnienie takich zależności.

I tak np. badania M. Clarksona (za: [Stoffman 1991]) wykazały, że przedsiębiorstwa kładące szczególny nacisk na etykę i relacje z otoczeniem odnoszą z tego tytułu korzyści. Dysponują one bowiem lepszymi informacjami z otoczenia, które pozwalają im wykorzystać szanse i uniknąć zagrożeń lub rozwiązać problemy, kiedy są jeszcze niegroźne i mało kosztowne.

Istnienie pozytywnej korelacji między społeczną efektywnością przedsiębiorstwa a jego wynikami finansowymi, tj. rentownością aktywów (ROA), zwrotem z kapitału własnego (ROE) czy rentownością przychodów (ROS), potwierdziły także badania S.A. Waddock i S.B. Gravesa [1997]. Podobne wnioski w zakresie powiązania poziomu ROA oraz relacji przedsiębiorstwa z pracownikami i klientami sformułowali S.L. Berman, A.C. Wicks, S. Kotha i T.M. Jones [1999], a w przypadku ROE badacze: S. Ayuso, M.A. Rodriguez, R. Garcia i M.A. Arino [2007] – głównie w obszarze relacji z pracownikami i szerokim zakresem zewnętrznych grup interesów⁹.

Pozytywny wpływ uwzględniania społecznej odpowiedzialności i celów szerokiej grupy interesariuszy w funkcjonowaniu przedsiębiorstwa na jego wartość i wyniki finansowe potwierdza także wiele badań prezentowanych przez J. Weisera i S. Zadeka [2001]. I tak np. przytaczane przez nich badania J.A. Schmidta, przeprowadzone na 25 przedsiębiorstwach wyróżniających się pod względem relacji z pięcioma grupami interesariuszy (inwestorami, klientami, pracownikami, dostawcami i społecznościami lokalnymi), wykazały, że uzyskały one w okresie 1984-1999 stopę zwrotu dla akcjonariuszy (TSR) na poziomie ok. 43%, przy wzroście indeksu Standards & Poor's 500 o 19%. Uwzględnienie interesów innych interesariuszy oraz społecznej odpowiedzialności wpływa również korzystnie na reputację przedsiębiorstwa, zadowolenie i przywiązanie klientów, a także satysfakcję i lojalność pracowników (ułatwia też pozyskiwanie nowych), przyczyniając się tym samym do wzrostu przychodów, dochodów i wartości przedsiębiorstwa. Dodatkowo podmioty angażujące społeczność korporacyjną osiągają korzyści poprzez wzrost zrozumienia dla celów korporacji, jej zasobów i przywództwa oraz uzyskują łatwiejszy dostęp do nowych rynków zbytu i innowacji.

Badania potwierdzają także korzyści płynące z zachowania standardów etycznych. I tak np. badanie S. Webleya i E. More [2003], przeprowadzone w latach 1997-2001 na grupie od 41 do 86 brytyjskich przedsiębiorstw z FTSE 350, wykazało, że spółki stosujące kodeks etyczny osiągnęły istotnie większą efektywność (mierzoną EVA, MVA i wskaźnikiem P/E) od spółek nieposiadających takiego kodeksu.

⁹Nie zdołali oni jednak potwierdzić pozytywnych związków między ROE a relacjami z klientami [Ayuso i in. 2007, s. 14 i 17].

Spółki z pierwszej grupy były też w przypadku wskaźnika P/E narażone na znacznie mniejsze wahania jego wartości, co sugeruje wg autorów, że postrzegane były jako inwestycje bardziej bezpieczne, przyciągając tańszy kapitał i obrazując konsekwentne i spójne zarządzanie. W przypadku wskaźnika zwrotu z kapitału zainwestowanego badanie nie potwierdziło znacznych różnic pomiędzy grupami w latach 1997 i 1998. W latach 1999-2001 zanotowano jednak ok. 50-procentowy wzrost średniej stopy zwrotu dla spółek z kodeksem etycznym, podczas gdy spółki z drugiej grupy zanotowały spadek tego wskaźnika. Spółki wykazujące etyczne zaangażowanie charakteryzowały się też w latach 1997-2001 wyższym o ok. 18% wskaźnikiem rentowności przychodów.

Także badania C.C. Verschoora [Verschoor 2002; Verschoor, Murphy 2002; Verschoor 2004] dla rynku amerykańskiego potwierdzają powyższe wnioski. Przedsiębiorstwa postrzegane jako *Good Corporate Citizens* wykazują wyższą długoterminową efektywność (mierzoną m.in. takimi miarami, jak MVA, stopa wzrostu sprzedaży, stopa wzrostu zysku, marża zysku, zwrot z kapitału własnego czy też całkowita stopa zwrotu) w porównaniu z pozostałymi spółkami z indeksu S&P 500.

W literaturze można jednak także znaleźć badania, które kwestionują korzystny wpływ wyżej wymienionych koncepcji na efektywność i wartość przedsiębiorstwa.

Wyniki badania A.J. Hillman i G.D. Keima [2001] wskazują co prawda, że działania z zakresu odpowiedzialności społecznej w ramach głównych grup interesariuszy (*primary stakeholders*)¹⁰ mogą przynosić korzyści w postaci wzrostu wartości przedsiębiorstwa (mierzonej MVA), ale już podejmowanie przez przedsiębiorstwo działań dotyczących szerszych kwestii społecznych (*social issues participation*)¹¹, niezwiązanych bezpośrednio z tymi interesariuszami, wpływa niekorzystnie na tworzoną w przedsiębiorstwie wartość. Ich realizacja odbywa się bowiem kosztem utraconych możliwości rozwojowych, inwestycyjnych przedsiębiorstwa. Ponadto w przypadku przeprowadzonej analizy na podstawie tradycyjnych, księgowych miar efektywności (ROE, ROA) nie udało się stwierdzić istotnej zależności pomiędzy obiema powyższymi grupami działań a efektywnością przedsiębiorstwa.

Warto także zaznaczyć, że mierzenie wpływu społecznej odpowiedzialności biznesu, etyki i wyznawanych przez przedsiębiorstwo wartości na jego efektywność i wartość jest obciążone, chociażby tylko ze względu na zderzanie ze sobą danych jakościowych z ilościowymi, pewnymi ograniczeniami, niedoskonałościami metodologicznymi. Niedoskonałości te dotyczyć mogą horyzontu badania (perspektywa krótko-, długoterminowa) czy też doboru zmiennych, stopnia ich agregacji, ich korelacji, właściwego zdefiniowania, a wreszcie nieuwzględnienia w modelu istotnych zmiennych. Za taką istotną, często pomijaną w modelach z zakresu CSR

¹⁰ A.J. Hillman i G.D. Keim [2001, s. 126] zaliczają do nich: dostarczycieli kapitału, pracowników, dostawców, odbiorców, lokalną społeczność i środowisko naturalne.

¹¹ Do kwestii tych A.J. Hillman i G.D. Keim [2001, s. 128] zaliczają m.in.: unikanie relacji z branżą używek (sektorem tytoniowym, alkoholowym, hazardowym), stronięcie od interesów z krajami naruszającymi prawa człowieka, unikanie energii atomowej czy sprzedaży dla wojska.

zmienną uznać można intensywność nakładów na badania i rozwój, na co wskazują A. McWilliams i D. Siegel [2000]. Autorzy ci dowodzą, że w przypadku przytoczonego wcześniej w niniejszym artykule badania S.A. Waddock i S.B. Gravesa [1997] uwzględnienie tej zmiennej spowoduje, że wpływ społecznego zaangażowania przedsiębiorstwa na jego efektywność finansową zmieni się z pozytywnego na neutralny.

5. Podsumowanie

W funkcjonowaniu przedsiębiorstwa, jego rozwoju i wzroście wartości w długim okresie nie powinny być pomijane interesy szeroko pojętych grup interesariuszy, nawet jeśli przyjąć za cel jego funkcjonowania maksymalizację wartości dla akcjonariuszy. Wartość tę należy bowiem postrzegać jako „oświeconą” wartość dla akcjonariuszy (*enlightened shareholder value*), a więc koncepcję, w której cele akcjonariuszy stanowią perspektywę nadrzędną, przy jednoczesnym podkreśleniu roli, jaką odgrywają w ich realizacji inni interesariusze, a w związku z tym uwzględnieniu takich czynników w procesie jej tworzenia, jak CSR, etyka czy wartości korporacyjne.

Koncepcje takie, jak społeczna odpowiedzialność biznesu, etyka pomagają bowiem w budowaniu właściwych relacji w obrębie wnętrza przedsiębiorstwa i jego otoczenia, przyczyniając się tym samym do poprawy funkcjonowania organizacji, wzrostu jej efektywności oraz realizując się w szerszym zaspokojeniu potrzeb interesariuszy.

Ponieważ wartość tworzona jest w rozległym łańcuchu działań i relacji, zatem także zakres odpowiedzialności przedsiębiorstwa powinien obejmować szeroką grupę interesariuszy.

Literatura

- Ayuso S., Rodriguez M.A., Garcia R., Arino M.A., *Maximizing stakeholders' interests: An empirical analysis of stakeholder approach to corporate governance*, IESE Business School Working Paper, January 2007, no. 670.
- Berman S.L., Wicks A.C., Kotha S., Jones T.M., *Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management model and firm financial performance*, „Academy of Management Journal”, October 1999, vol. 42, issue 5.
- Cwynar A., Cwynar W., *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, Polska Akademia Rachunkowości, Warszawa–Rzeszów 2007.
- Cyfert S., Krzakiewicz K., *Nauka o organizacji*, TNOiK, Poznań 2009.
- ECCO ICN, *Corporate Values Index 2006*, <http://www.onboard.pl>.
- ECCO ICN, *Corporate Values Index 2009*, <http://www.onboard.pl>.
- Filek J., *Społeczna odpowiedzialność biznesu. Tylko moda czy nowy model prowadzenia działalności gospodarczej?*, Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów, Warszawa 2006.

- Freeman R.E., *The stakeholder approach revisited*, *Zeitschrift für Wirtschafts- und Unternehmensethik* 2004, vol. 5, issue 3.
- Freeman R.E., Marin K., Parmar B., *Stakeholder capitalism*, „*Journal of Business Ethics*” 2007, vol. 74, no. 4.
- Friedman M., *The social responsibility of business is to increase its profits*, „*The New York Times Magazine*”, September 13, 1970.
- Hillman A.J., Keim G.D., *Shareholder value, stakeholder management, and social issues: what's the bottom line?*, „*Strategic Management Journal*”, February 2001, vol. 22, issue 2.
- Jensen M.C., *Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function*, „*Journal of Applied Corporate Finance*”, Fall 2001, vol. 14, issue 3.
- Komisja Europejska, *Green Paper Promoting a European framework for Corporate Social Responsibility*, Brussels, 18.7.2001, <http://ec.europa.eu>.
- Kuraszko I., *Spoleczna odpowiedzialność biznesu w Polsce. Wstępna analiza, [w:] Raport: Odpowiedzialny Biznes w Polsce. Dobre praktyki. 2007*, Forum Odpowiedzialnego Biznesu (FOB), 2008, <http://www.odpowiedzialnybiznes.pl>.
- Marcinkowska M., *Roczny raport z działań i wyników przedsiębiorstwa: nowe tendencje w sprawozdawczości biznesowej*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004.
- McWilliams A., Siegel D., *Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification?*, „*Strategic Management Journal*”, May 2000, vol. 21, issue 5.
- Nogalski B., Dadej R., *Kodeks dobrych praktyk jako narzędzie budowy zaufania na rynku kapitałowym*, artykuł na V Konferencję „Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym”, Łódź, 24-25 kwietnia 2006, <http://www.pfcg.org.pl>.
- Paine L.S., *Does ethics pay?*, „*Business Ethics Quarterly*” 2000, vol. 10, issue 1.
- Rok B., *Jaki to był rok dla odpowiedzialnego biznesu, [w:] Raport: Odpowiedzialny Biznes w Polsce. Dobre praktyki. 2007*, Forum Odpowiedzialnego Biznesu (FOB), 2008, <http://www.odpowiedzialnybiznes.pl>.
- Stoffman D., *Good behavior and the bottom line*, „*Canadian Business*”, May 1991, vol. 64, issue 5.
- Svendsen A.C., Boutillier R.G., Abbott R.M., Wheeler D., *Measuring the business value of stakeholder relationships. Part one*, CIM, 2001, <http://www.sfu.ca>.
- Verschoor C.C., *Does Superior Governance Still Lead to Better Financial Performance?*, „*Strategic Finance*”, October 2004.
- Verschoor C.C., *The strong direct link between CSR and profitability: The best corporate citizens do outperform the remaining S&P500 companies*, presentation at SRI In The Rockies, The Broadmoor, Colorado Springs, October 20, 2002.
- Verschoor C.C., Murphy E.A., *The financial performance of large U.S. firms and those with global prominence: How do the best corporate citizens rate?*, „*Business and Society Review*”, Fall 2002, vol. 107, issue 3.
- Waddock S.A., Graves S.B., *The corporate social performance-financial performance link*, „*Strategic Management Journal*”, April 1997, vol. 18, issue 4.
- Webley S., More E., *Does Business Ethics Pay?*, 2003, <http://www.ibe.org.uk>.
- Weiser J., Zadek S., *Ongoing Conversations with Disbelievers. Persuading Business to Address Social Challenges*, October 2001.

CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY (CSR), BUSINESS ETHICS AND CORPORATE VALUES

Summary: The article presents the concept of Corporate Social Responsibility (CSR), business ethics and corporate values – the assumptions, stages and influence on financial performance of the enterprise. The article also addresses the issue of shareholder capitalism as well as the necessity of perceiving the shareholders value as enlightened shareholder value.

Keywords: Corporate Social Responsibility (CSR), business ethics, corporate values, enlightened shareholder value, stakeholders, financial performance.