

Emilia Klepczarek

NADZÓR KORPORACYJNY A WYNIKI PRZEDSIĘBIORSTW – PROBLEM METODOLOGII BADAŃ

WPROWADZENIE

W turbulentnym otoczeniu, w jakim funkcjonują dzisiaj podmioty gospodarcze, efektywne działanie mechanizmów nadzoru korporacyjnego¹ staje się czynnikiem warunkującym podejmowanie właściwych decyzji oraz w istotny sposób przyczynia się do poprawy kondycji finansowej spółek. Naturalną implikacją powyższej obserwacji wydaje się być zatem rosnące zainteresowanie badaczy zakresem wpływu standardów nadzoru na wyniki przedsiębiorstw. Empiryczne dowodzenie istnienia korelacji pomiędzy mechanizmami *corporate governance* a kondycją spółek pozwala na weryfikację zasadności postulatów dotyczących standardów nadzorczych oraz daje możliwość potwierdzenia słuszności teorii nadzoru korporacyjnego wyjaśniających relacje w obszarze zarządzania i kontroli współczesnych przedsiębiorstw.

Pojęcie nadzoru korporacyjnego przeszło długą drogę ewolucji – od swojego pierwowzoru sprzed kilkadziesiąt lat, odnoszącego się w głównej mierze do relacji między akcjonariuszami i menedżerami, do znacznie szerszego układu zależności między stronami mającymi wpływ na istotne decyzje

¹ W artykule autorka zamiennie stosuje terminy „nadzór korporacyjny”, „władztwo korporacyjne” i *corporate governance*, rozumiejąc je jako zasady, mechanizmy i instytucje służące do kontrolowania różnych aspektów zarządzania spółką przez jej właścicieli lub inne grupy interesów (por. I. Koładkiewicz, *Nadzór korporacyjny: z doświadczeń doświadczonej*, [w:] S. Rudolf (red.), *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2000, s. 37).

podejmowane w przedsiębiorstwie². Zgodnie z najbardziej ogólną definicją, *corporate governance* oznacza kontrolę nad zarządzaniem w podmiocie gospodarczym. Kontrola ta odnosi się w szczególności do odpowiedniego kształtowania procesów decyzyjnych, zwłaszcza w obszarach strategicznych. Podejmowane w przedsiębiorstwie decyzje odzwierciedlają interesy różnych stron, dlatego też problematyka władztwa korporacyjnego:

„wykracza poza interesy akcjonariuszy bądź udziałowców i jest szersza niż oddzielenie własności od zarządzania. Nie ogranicza się też do (...) kodeterminacji wspólnych decyzji podejmowanych przez przedstawicieli kapitału i pracowników. Trzeba raczej rozważyć sposób, w jaki przebiega proces decyzyjny ze wszystkimi jego procedurami szczegółowymi, a także jaki narzuca on ograniczenia menedżerom”³.

Przytoczone definicje wskazują na bardzo szeroki zakres zagadnień pozostających w obrębie problematyki nadzoru korporacyjnego. Sygnalizują tym samym istotne trudności związane z jego pomiarem i kwantyfikacją. Charakterystyka nadzoru oparta jest w głównej mierze na zmiennych jakościowych, znaczenie których powinno być rozpatrywane w odniesieniu do konkretnych uwarunkowań, w jakich funkcjonuje dane przedsiębiorstwo ze szczególnym uwzględnieniem przyjętej przez nie strategii. Ponadto, wspomniana rozległość i pojemność definicyjna władztwa korporacyjnego utrudnia lub wręcz uniemożliwia jednoznaczne wyodrębnienie tych elementów, które mogą okazać się kluczowe dla podejmowania właściwych decyzji zarządczych i tworzenia wartości przez spółkę. Jednocześnie jednak naukowe dowodzenie istotności mechanizmów nadzorczych wymaga skonstruowania odpowiednich modeli ekonometrycznych, które matematycznie potwierdzą intuicyjne przekonanie o tym, że „organizacja, która przestrzega zasad dobrego nadzoru, często osiąga lepsze wyniki”⁴. Większość autorów badań tego rodzaju wykorzystuje modele regresji, w których zmienną objaśnianą jest wartość charakteryzująca wyniki spółki, natomiast zmienne objaśniające opisują różne elementy nadzoru korporacyjnego.

² S. Rudolf, *Analiza instytucjonalna nadzoru korporacyjnego*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 159.

³ M. Lehler, *The German Model of Industrial Strategy in Turbulance: Corporate Governance and Managerial Hierarchies in Lufthansa*, WZB, Discussion Paper Series 1996, s. 15, podają za: S. Rudolf, *Analiza...*, *op. cit.*, s. 159.

⁴ L. Kozioł, *Kontrakty menedżerskie w systemie nadzoru i zarządzania przedsiębiorstwem*, [w:] B. Mikula (red.), *Historia i Perspektywy Nauk o Zarządzaniu*, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Kraków 2012, s. 362.

Dla poprawnego oszacowania parametrów modelu niezbędny jest dobór odpowiednich zmiennych egzogenicznych, związanych z jakością nadzoru, a w przypadku tworzenia syntetycznych indeksów lub ratingów – nadanie odpowiednich wag poszczególnym jego charakterystykom. Trzeba przy tym podkreślić, że często elementy uznawane za istotne dla skuteczności mechanizmów *corporate governance* okazują się nie mieć wpływu na wyniki finansowe spółki⁵. Powyższe sprawia, że określenie poprawnego katalogu zmiennych objaśniających staje się w przypadku tego rodzaju modeli czynnością skomplikowaną, wymagającą pogłębionych studiów literatury przedmiotu i analizy przeprowadzonych wcześniej badań empirycznych.

O rzetelności konstruowanego modelu nie przesądza wyłącznie dobranie właściwych zmiennych. Błędne oszacowania parametrów mogą być wynikiem występowania odwrotnych zależności przyczynowo-skutkowych, błędów pomiaru, a także niewłaściwego doboru zmiennych endogenicznych. Ponadto, niehomogeniczność podmiotów gospodarczych sprawia, że dla różnych przedsiębiorstw różne instrumenty *corporate governance* są niewalidyczne z punktu widzenia oddziaływania na wyniki, dlatego brak dokonania stosownego rozróżnienia badanych jednostek skutkować będzie istotnym przekłamaniem oszacowań. Powyższa obserwacja ma szczególne znaczenie dla badaczy oraz uczestników rynku korzystających z syntetycznych ratingów określających poziom nadzoru korporacyjnego. Można przypuszczać, że posługiwanie się jednakowymi wskaźnikami w przypadku podmiotów, w których występują odmienne problemy w zakresie relacji zarządczo-kontrolnych, utrudnia uzyskanie rzetelnych ocen faktycznego poziomu skuteczności procesów nadzorczych.

Niniejszy artykuł stanowi próbę usystematyzowania problemów metodologicznych w badaniach nad wpływem nadzoru korporacyjnego na wyniki przedsiębiorstw. Pierwsza część wskazuje na podstawową kwestię, jaką jest konieczność rozróżnienia problemów wynikających z teorii agencji⁶ w spółkach o różnej strukturze właścicielskiej, co stanowi ważną przesłankę do różnicowania kryteriów, na podstawie których ocenia się skuteczność mechanizmów nadzorczych lub dobiera elementy składowe ratingów nadzoru. W drugiej części tekstu autorka dowodzi istotności problemów natury eko-

⁵ Badania pokazują, na przykład, że aktywność akcjonariuszy, mierzona liczbą zgłaszanych wniosków, nie ma statystycznie istotnego wpływu na wartość spółki mierzoną ceną akcji, patrz: R. Romano, S. Bhagat, B. Bolton, *The Promise and Peril of Corporate Governance Indices*, Columbia Law Review, Vol. 108, December 2008, s. 1803–1882.

⁶ Problematyka teorii agencji zostanie szerzej omówiona w dalszej części artykułu (problemy agencyjne – patrz: tabela 1).

nometrycznej, występowanie których często istotnie zmniejsza wiarygodność uzyskiwanych wyników badań. W dalszej kolejności przedstawione są metody konstruowania komercyjnych i akademickich ratingów *corporate governance* w kontekście ich użyteczności dla potrzeb faktycznej oceny jakości mechanizmów nadzorczych. W zakończeniu wymieniono sposoby minimalizowania opisanych zagrożeń, które pozwalają zwiększyć rzetelność przeprowadzanych badań i trafność formułowanych w oparciu o nie rekomendacji.

1. PROBLEM RÓŻNEJ STRUKTURY WŁASNOŚCI

Rosnąca liczba publikacji w zakresie badań nad nadzorem pozwala wyróżnić co najmniej dwa rodzaje podejścia autorów do otrzymywanych wyników. Pierwszą grupę wnioskowań stanowią te, w przypadku których autorzy ograniczają się do bezpośredniej weryfikacji hipotez, czyli potwierdzenia (bądź odrzucenia) istnienia statystycznie istotnych korelacji pomiędzy poszczególnymi zmiennymi egzogenicznymi – związanymi z nadzorem – a zmienną endogeniczną reprezentującą wynik (lub rentowność, płynność, wartość dla akcjonariuszy, etc.) spółki. Tego rodzaju badania, zdaniem autorki, nie wymagają homogeniczności próby w zakresie struktury własności, zwłaszcza że wśród zmiennych objaśniających występują często wskaźniki charakteryzujące strukturę własności, będące miarą skoncentrowania kapitału akcyjnego oraz związanego z nim zakresu kontroli jednego właściciela.

Drugie podejście zakłada szerszą interpretację otrzymanych wyników, tj. wnioskowanie nie tylko o sile korelacji, ale o skuteczności nadzoru korporacyjnego. A zatem opierając się na wybranym do modelu zestawie zmiennych odnoszących się do *corporate governance*, autorzy próbują ocenić sprawność zarządzania i kontroli w badanej populacji przedsiębiorstw. Należałoby się jednak zastanowić, czy te same czynniki przesądzają o jakości nadzoru w spółkach o różnej strukturze własności. Może się okazać, że zmienne uwzględniane w modelu są istotne tylko dla spółek o rozproszonym akcjonariacie (np. poziom zaangażowania akcjonariuszy w kontrolę nad spółką) lub tylko dla spółek z akcjonariuszem dominującym (np. poziom ochrony akcjonariuszy mniejszościowych). W przypadku występowania tego rodzaju zmiennych oraz istotnego zróżnicowania próby w zakresie struktury własności, należałoby, zdaniem autorki, zbudować co najmniej dwa oddzielne modele.

Modyfikacja procedur badawczych powinna również wystąpić w przypadku posługiwania się syntetycznymi indeksami lub ratingami nadzoru, które coraz powszechniej wykorzystywane są zarówno do badań nad wpływem nad-

zoru na wyniki przedsiębiorstw, jak również do oceny jakości standardów nadzorczych użytecznych przy optymalizacji decyzji inwestycyjnych. Badania lub oceny tego rodzaju przeprowadza się zwykle dla przedsiębiorstw wytypowanych według klucza terytorialnego lub branżowego, bez uwzględnienia ich rozróżnienia ze względu na strukturę właścicielską. Przykładem mogą być prace Bohren i Odegaard⁷, którzy dokonali analizy relacji między różnymi elementami nadzoru a wynikami firm norweskich; Black i in.⁸, którzy zbadali zależność indeksu nadzoru i wartości firmy dla podmiotów koreańskich; Gompers i in.⁹ dowodzących istnienia zależności pomiędzy poziomem praw właścicieli a wskaźnikiem q Tobina i stopą zwrotu z akcji w firmach amerykańskich; a także Cremers i in.¹⁰, którzy oszacowali siłę wpływu kontroli właścicielskiej na rentowność obligacji emitowanych przez spółki w USA. Oprócz wymienionych opracowań, podobne badania przeprowadzili Gupta i in. dla spółek kanadyjskich¹¹, a także Ammann i in.¹² posługujący się obszerną bazą danych panelowych dotyczących 6663 firm z 22 krajów na świecie. We wszystkich wymienionych opracowaniach autorzy stosowali jednakowe kryteria oceny nadzoru, bez względu na zróżnicowaną strukturę właścicielską podmiotów w próbie. Należy zauważyć jednak, że z ograniczonym prawdopodobieństwem można przyjąć, że zawężenie próby do podmiotów z jednego kraju zapewnia ich względną jednorodność struktury własnościowej (patrz: tabela 2). Inaczej jest w przypadku badań międzynarodowych, gdzie zróżnicowany stopień koncentracji własności, a także charakter podmiotów tworzących akcjonariat spółki, wydają się być kluczowe z punktu widzenia różnic w naturze problemów wewnątrz korporacyjnych oraz związanych z nimi zmiennych warunkujących prawidłowe zarządzanie spółką.

⁷ O. Bohren, B.A. Odegaard, *Corporate governance and economic performance in Norwegian listed firms*, Norwegian School of Management, Research Reports No. 11/2001.

⁸ B.S. Black, H. Jang, W. Kim, *Does Corporate Governance Affect Firm Value?*, Stanford Law School, John M. Olin Program in Law and Economics, Working Paper No. 237, 2003.

⁹ P. Gompers, J. Ishii, A. Metrick, *Corporate Governance and equity prices*, „Quarterly Journal of Economics” 118 (1), 2003, s. 107–155.

¹⁰ M. Cremers, V.B. Nair, C. Wei, *Governance mechanisms and equity prices*, „The Journal of Finance” 60, 2005, s. 2859–2894.

¹¹ P. Gupta, D. Kennedy, S. Weaver, *Corporate governance scores, Tobin's Q and equity prices: Evidence from Canadian capital markets*, Lehigh University, Working Paper, 2006.

¹² M. Ammann, D. Oesch, M.M. Schmid, *Corporate governance and firm value: International evidence*, „Journal of Empirical Finance” 18, 2011, s. 36–55.

Na opisywaną kwestię różnic w problemach agencyjnych, mających jednak swoje źródło w uprzywilejowaniu niektórych akcjonariuszy, zwrócili uwagę Bebchuk i in.¹³ Konstruując model wykluczyli z próby spółki emitujące akcje uprzywilejowane w zakresie prawa głosu. Powyższe wynikało z założenia, że nadzór korporacyjny nie może być oceniany według tych samych parametrów w podmiotach o różnym stopniu koncentracji kontroli. Można to uznać za podejście zbliżone do postulowanego przez autorkę różnicowania kryteriów oceny jakości nadzoru w zależności od struktury własności i wynikających z niej problemów agencji.

Istotę zagrożeń agencyjnych sprowadza się zwykle do rozbieżności interesów i motywacji właścicieli oraz wynajętych przez nich agentów, tj. kierownictwa spółki. W myśl tego rodzaju interpretacji mechanizmy nadzoru korporacyjnego mają wymuszać zachowania, przyczyniające się do jak największej dbałości agenta o powierzony mu kapitał. Należy jednak zauważyć, że takie ujęcie teorii agencji i roli mechanizmów nadzorczych nie jest wyczerpujące w przypadku spółek z akcjonariuszem dominującym (*controlling shareholder*). Akcjonariusz większościowy ma znacznie szerszy wachlarz narzędzi służących nadzorowaniu i kontroli zarządu niż posiadacze niewielkich pakietów akcji¹⁴. Relatywnie większy udział we własności stanowi również motywację do bardziej aktywnego monitorowania działań menedżerów lub niekiedy osobistego zaangażowania się w zarządzanie spółką¹⁵. Wynika stąd, że system nadzorczy w spółkach z akcjonariuszem dominującym powinien być ukierunkowany w mniejszym stopniu na problemy wynikające z rozdzielenia własności i kontroli, w większym natomiast na ochronę praw akcjonariuszy mniejszościowych.

Problem ten podejmują w swoim artykule Bebchuk i Hamdani, wskazując dodatkowo na wiele innych elementów różnicujących przedsiębiorstwa o odmiennej strukturze własności¹⁶. Należą do nich: niepodważalność kon-

¹³ L. Bebchuk, A. Cohen, A. Ferrell, *What matters in corporate governance?*, „Review of Financial Studies”, Vol. 22, No. 2, February 2009, s. 783–827.

¹⁴ Na mocy ustawy z 5.12.2008 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, która weszła w życie 3.08.2009 r. może na przykład samodzielnie zwołać nadzwyczajne walne zgromadzenie oraz wyznaczyć przewodniczącego tego zgromadzenia (Dz. U. z 2009 r. Nr 13, poz. 69).

¹⁵ R.J. Gilson, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, European Corporate Governance Institute, Law Working Paper Series, Working Paper, No. 49/2005, s. 12.

¹⁶ A. Bebchuk, A. Hamdani, *The Elusive Quest for Global Governance Standards*, Harvard Law School, Discussion Paper, No. 633, 4/2009.

troli, zdolność akcjonariuszy do korzystania z posiadanych przez nich praw oraz główne przejawy oportunistów tzw. *insiders*¹⁷.

Wymienione aspekty mają istotne konsekwencje dla działań w obszarze nadzoru korporacyjnego¹⁸. W spółkach z rozproszonym akcjonariatem, gdzie kontrola właścicielska jest mniejsza, to często rynek odgrywa rolę swoistego weryfikatora decyzji osób zarządzających, oceniając je w głównej mierze na podstawie cen akcji spółki. Przedsiębiorstwa, które nie zwiększają wartości dla akcjonariuszy (*shareholder value*), narażone są na próby kwestionowania jakości zarządzania i kontroli oraz zmiany układu sił poprzez wrogie przejęcia lub tzw. *proxy fights*¹⁹. Inaczej jest w spółkach z akcjonariuszem większościowym, gdzie tego rodzaju zjawiska nie występują. Taka sytuacja sprawia na przykład, że uwzględnienie w ocenie nadzoru antyprzejęciowych regulacji statutowych dla spółek z akcjonariatem rozproszonym wydaje się być istotne, natomiast w przypadku przedsiębiorstw z podmiotem dominującym będzie bezzasadne.

W przypadku dominującego akcjonariusza występuje również większe prawdopodobieństwo korzystania z posiadanych przez niego praw w celu zwiększenia wartości spółki. Dysponując znaczącą częścią udziału we własności, spodziewa się odpowiednio dużej partycypacji w zyskach. Odwrotnie rzecz się ma przy posiadaczach niewielkich pakietów akcji, dla których podejmowanie działań zmierzających do zwiększenia *shareholder value* wiąże się nie tylko z wyższymi kosztami (w relacji do potencjalnych dochodów), ale również ze znacznie mniejszymi ewentualnymi korzyściami wynikającymi z niewielkiego udziału w majątku spółki.

Należy również podkreślić, że różna struktura własności implikuje konieczność wnikliwej analizy kwestii związanych z zachowaniami oportunistycznymi²⁰. Po pierwsze, tego rodzaju postępowanie w spółkach z rozproszonym akcjonariatem przypisywane jest przede wszystkim menedżerom, natomiast w przedsiębiorstwach z akcjonariuszem większościowym – podmiotowi posia-

¹⁷ Interesariusze wewnętrzni, osoby zatrudnione w spółce lub osoba/podmiot będąca w posiadaniu ponad 10% akcji z prawem głosu.

¹⁸ A. Bebchuk, A. Hamdani, *The Elusive...*, *op. cit.*, s. 17–20.

¹⁹ Pozyskiwanie pełnomocnictw (do głosowania na zgromadzeniu) od akcjonariuszy przez zarząd spółki lub inne zainteresowane strony w celu uzyskania wpływu na decyzje zgromadzenia lub w celu przejęcia spółki.

²⁰ Przez zachowania oportunistyczne rozumie się sytuacje:

„gdy przy realizacji własnego interesu jednostka, bądź grupa narusza interes innych, działa na ich niekorzyść, uciekając się do podstępów, oszustwa czy kłamstwa”

(za: S. Rudolf, *Oportunizm interesariuszy w nadzorze korporacyjnym*, „Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego”, nr 2, cz. 6, 2013, s. 42).

dającymu pakiet kontrolny. Ponadto, zyski osiągnane w wyniku działań oportunistycznych transferowane są w inny sposób. Dla menedżerów przyjmują postać ponadnormalnych wynagrodzeń lub nieuzasadnionego zwiększania kosztów ponoszonych dla zwiększania prestiżu i rozbudowy struktur (*empire building*). Obecność dominującego udziałowca najczęściej ogranicza taką działalność, wiąże się jednak z tzw. tunelowaniem zysków, definiowanym jako „transfer zasobów ze spółki do kontrolującego ją akcjonariusza”²¹. Tunelowanie odbywa się dwoma głównymi kanałami – operacjami wewnątrz grupy kapitałowej (ustalaniem zawyżonych cen transferowych, niewspółmierną kompensatą, etc.) oraz transakcjami dyskryminującymi akcjonariuszy mniejszościowych²².

Tabela 1

Problemy agencyjne w spółkach o różnej strukturze własności

Spółki z akcjonariuszem większościowym	Spółki z rozproszonym akcjonariatem
Niedostateczna ochrona praw akcjonariuszy mniejszościowych	Niedostateczne zaangażowanie akcjonariuszy w nadzór nad spółką spowodowane: a) ograniczonymi możliwościami kontroli b) wysokim stosunkiem kosztów do ewentualnych korzyści
Zachowania oportunistyczne akcjonariusza dominującego	
Słabsza „rynkowa” weryfikacja błędnych decyzji zarządu (brak możliwości wrogiego przejęcia spółki lub tzw. <i>proxy fights</i>)	Oportunizm menedżerów
	Ponadnormalne wynagrodzenia menedżerów
Tunelowanie zysków	Generowanie nieuzasadnionych racjonalnie kosztów

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 1 syntetycznie ujęto zróżnicowane problemy agencyjne występujące w spółkach o różnej strukturze własności. Na podstawie przedstawionego zestawienia wyraźnie rysuje się konieczność rozróżnienia zadań nakładanych na mechanizmy nadzoru korporacyjnego oraz kluczowych kwestii, które stanowić będą o jego skuteczności. W spółkach o rozproszonym akcjonariacie priorytetowe cele procesów nadzorczych koncentrować się powinny wokół

²¹ S. Johnson, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, *Tunneling*, „The American Economic Review”, Vol. 90, No. 2, May 2000, s. 22.

²² V. Atanasow, B. Black, C.S. Ciccotello, *Unbundling and Measuring Tunneling*, University of Texas School of Law, Law and Economics Working Paper, No. 117, January 2008, s. 2.

budowania mechanizmów kontrolnych, wzmacniania bodźców do wykonywania praw wynikających z posiadania akcji oraz minimalizowania oportunistycznego menedżerów. Występowanie akcjonariusza dominującego natomiast wiązać się musi z ukierunkowaniem systemu nadzoru na przeciwdziałanie dyskryminowaniu akcjonariuszy mniejszościowych oraz zapobieganie tunelowaniu zysków, a także zwiększenie roli rynku jako weryfikatora decyzji rady i kierownictwa.

W świetle powyższych rozważań należy zastanowić się, czy oceniając jakość nadzoru można pominąć rozróżnienie podmiotów ze względu na strukturę ich własności. Argumentem przemawiającym na korzyść zaniechania tego rodzaju procedury może być stwierdzenie, że poszczególne badania przeprowadzane są zwykle na próbie spółek funkcjonujących w obrębie danego rynku (najczęściej krajowego), dlatego też cechują się zblizoną strukturą właścicielską charakterystyczną dla określonej gospodarki. Jednakże w dobie postępującej globalizacji i liberalizacji rynków, przy zwiększającej się mobilności kapitału nie można założyć homogeniczności struktury podmiotów danego kraju. Ważnym badaniem odnoszącym się do tej kwestii jest praca La Porta i in. ukazująca dominującą strukturę właścicielską największych spółek z 27 rozwiniętych gospodarek²³. Wyniki przeprowadzonej analizy przedstawiono w tabeli 2.

Przytoczone powyżej wyniki badań oparte są na zdefiniowaniu akcjonariusza dominującego jako podmiotu będącego w posiadaniu powyżej 10% akcji spółki. Wartość tę często traktuje się jako wyznacznik dominacji lub kontroli nad spółką, gdyż – po pierwsze – według badaczy, zapewnia on inwestorowi istotny poziom decyzyjności, po drugie natomiast – w większości krajów obowiązuje wymóg ujawniania nabycia pakietu akcji dającego powyżej 10% głosów na WZA, co ułatwia dostęp do tego typu informacji²⁴.

Dane ujęte w tabeli 2 potwierdzają fakt wyraźnego zorientowania systemów kontroli nad korporacjami w różnych krajach w kierunku modelu otwartego (tzw. outsiderskiego), w którym struktury własnościowo-kontrolne są rozproszone, oraz zamkniętego (insiderskiego), cechującego się zdecydowanie silniejszą koncentracją własności²⁵. Wydaje się jednak, że jedynie w nielicznych gospodarkach (Wielka Brytania, USA, Hongkong) dominacja jednego z systemów jest na tyle znacząca, że oceniając efektywność nadzoru

²³ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*, „The Journal of Finance”, Vol. LIV, No. 2, April 1999.

²⁴ *Ibidem*, s. 475–476

²⁵ P. Urbanek, *Rynek kontroli nad korporacją w warunkach zamkniętego modelu kontroli (na przykładzie polskich spółek publicznych)*, Polskie Towarzystwo Naukowe, Zeszyty Naukowe nr 9, Kraków 2011, s. 215.

Tabela 2

Struktura akcjonariatu największych spółek w rozwiniętych gospodarkach na świecie

Akcjonariusz dominujący	Akcjonariat rozproszony	Rodzina	Skarb Państwa	Institucja finansowa (o rozproszonym akcjonariacie)	Inna spółka (o rozproszonym akcjonariacie)	Inne (fundusze emerytalne, organizacje non-profit, pracownicy i in.)
Argentyna	0,00	0,65	0,20	0,10	0,05	0,00
Australia	0,55	0,10	0,05	0,05	0,25	0,00
Kanada	0,50	0,30	0,00	0,00	0,15	0,05
Hongkong	0,10	0,70	0,05	0,05	0,00	0,10
Irlandia	0,45	0,15	0,00	0,05	0,05	0,30
Japonia	0,50	0,10	0,05	0,00	0,00	0,35
Nowa Zelandia	0,05	0,45	0,25	0,05	0,20	0,00
Norwegia	0,05	0,25	0,40	0,10	0,00	0,20
Singapur	0,05	0,45	0,45	0,00	0,00	0,05
Hiszpania	0,15	0,25	0,45	0,15	0,00	0,00
Wielka Brytania	0,90	0,05	0,00	0,05	0,00	0,00
USA	0,80	0,20	0,00	0,00	0,00	0,00
Austria	0,05	0,15	0,70	0,00	0,00	0,10

Belgia	0,00	0,50	0,05	0,35	0,00	0,10
Dania	0,10	0,35	0,20	0,05	0,00	0,30
Finlandia	0,15	0,10	0,35	0,25	0,00	0,15
Francja	0,30	0,20	0,20	0,20	0,10	0,00
Niemcy	0,35	0,10	0,30	0,25	0,00	0,00
Grecja	0,05	0,65	0,30	0,00	0,00	0,00
Izrael	0,05	0,50	0,40	0,00	0,05	0,00
Włochy	0,25	0,20	0,50	0,00	0,00	0,15
Korea Płd.	0,40	0,35	0,15	0,00	0,05	0,05
Meksyk	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Holandia	0,30	0,20	0,05	0,00	0,10	0,35
Portugalia	0,00	0,50	0,25	0,20	0,00	0,05
Szwecja	0,00	0,55	0,10	0,30	0,00	0,05
Szwajcaria	0,50	0,40	0,00	0,05	0,00	0,05

Źródło: R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, *Corporate...*, *op. cit.*, s. 493.

można pominąć kwestię rozróżnienia podmiotów ze względu na strukturę akcjonariatu. Należy również przypuszczać, że inne problemy agencyjne występować będą w spółkach o jednakowym modelu, ale różnym charakterze podmiotów dominujących. Dlatego też, chcąc zwiększyć wiarygodność otrzymanych wyników, należałoby wykluczyć z próby podmioty reprezentujące inny niż większość system właścicielski.

Należy podkreślić, że wiele badań obejmuje jednak ponadnarodowe grupy przedsiębiorstw, w których dominują najczęściej różne modele struktury akcjonariatu. W tym przypadku wiarygodność wyników zapewnić może metoda zastosowana przez La Portę i in. w artykule opartym na analizie danych 539 korporacji z 27 krajów²⁶. Aby ujednoczyć próbę, autorzy dokonali wstępnej selekcji przedsiębiorstw ze względu na istnienie lub brak akcjonariusza dominującego. Stosując kryterium posiadania powyżej 10% praw głosu na walnym zgromadzeniu wyodrębniono zbiór spółek, względnie homogenicznych w obszarze problemów wynikających z konfliktu agencyjnego, zapewniając tym samym postulowaną przez autorkę względną jednorodność struktury właścicielskiej podmiotów w próbie badawczej.

Reasumując, należy stwierdzić, że próby dokonania wiarygodnej ogólnej oceny poziomu nadzoru lub stworzenia syntetycznego indeksu mierzącego efektywność mechanizmów *corporate governance* wiążą się w wielu przypadkach z koniecznością uwzględnienia struktur własnościowych i koncentracji kontroli w rękach poszczególnych grup akcjonariuszy. Problem ten nabiera szczególnego znaczenia przy posługiwaniu się coraz bardziej popularnymi ratingami nadzoru korporacyjnego. Jeśli przyjąć, że w różnych spółkach innego rodzaju charakterystyki odgrywają kluczową rolę dla rozwiązywania problemów agencyjnych, to ratingi, nie będąc dedykowanymi dla konkretnych grup podmiotów, nie spełniają roli rzetelnych mierników skuteczności procesów nadzorczych. Tym samym ich użyteczność i zaufanie do uzyskiwanych wartości powinny być ograniczone.

²⁶ Zweryfikowano istnienie korelacji pomiędzy rynkową wyceną przedsiębiorstw a prawami chroniącymi akcjonariuszy mniejszościowych oraz prawami akcjonariusza dominującego do partycypacji w zyskach, patrz: R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, *Investor Protection and Corporate Valuation*, HIER, Harvard University, October 1999.

2. EKONOMETRIA NADZORU – PROBLEMATYKA KONSTRUOWANIA MODELI EKONOMETRYCZNYCH

Dobór właściwych zmiennych nie jest jedyną kwestią, która komplikuje badania nad efektywnością nadzoru korporacyjnego. Börsch-Supan i Köke wskazują na cztery pułapki metodyczne, których występowanie wiązać się powinno z ograniczonym zaufaniem do rezultatów prób oszacowywania siły oddziaływania *corporate governance* na wyniki przedsiębiorstw²⁷. Należą do nich: wzajemna przyczynowość (*reverse causality*), brakujące zmienne (*missing variables*), błąd doboru próby (*sample selectivity*) i błąd pomiaru zmiennych (*measurement error in variables*)²⁸.

Problem odwróconej przyczynowości opisuje szczegółowo Himmelberg i in.²⁹ Polega on na wykazaniu nieprawdziwej korelacji pomiędzy dwiema zmiennymi, z pominięciem faktycznej zależności przyczynowo-skutkowej. Błędy tego rodzaju wynikają z przyjęcia fałszywych założeń dotyczących opisywanych zjawisk, tj. domniemania istnienia korelacji dwóch zmiennych faktycznie ze sobą nieskorelowanych. Jeżeli skonstruowany w badaniach model potwierdzi korelację, która w istocie będzie korelacją pozorną wynikającą z działania nieuświadomionych przez autora mechanizmów, zachodzi wówczas niebezpieczeństwo wnioskowania o nieistniejącej zależności przyczynowo-skutkowej.

Zagadnienie brakujących zmiennych objaśniających wiązać się może z trudnościami w dostępie do informacji o określonych danych, takich jak na przykład poziom konkurencji. Czynniki te okazują się być bardzo istotny dla mechanizmów nadzoru korporacyjnego – im silniejsza konkurencja na rynku, tym większe prawdopodobieństwo kurczenia się wyników firmy i tym

²⁷ A. Börsch-Supan, J. Köke, *An Applied Econometricians' View of Empirical Corporate Governance Studies*, ZEW Discussion Paper, No. 00-17, April 2000.

²⁸ *Ibidem*, s. 1–2.

²⁹ Ilustruje ją następujący przykład: Jeśli na rynku istnieją dwie konkurujące ze sobą firmy, z których jedna (z przyczyn na przykład historycznych) cechuje się większą siłą rynkową, to jest wysoce prawdopodobne, że z racji posiadanej przewagi menedżerowie nie będą skutecznie dyscyplinowani przez otoczenie rynkowe. Wówczas optymalny kontrakt menedżerski będzie się wiązać z większym udziałem we własności, aby silniej powiązać ich interesy z interesami zarządzanej spółki. Jeżeli z racji posiadanej przewagi firma ta będzie odznaczała się wyższym zyskiem, to będzie można z łatwością wykazać fałszywą pozytywną korelację pomiędzy udziałem we własności a wynikami przedsiębiorstwa. Na podstawie: Ch. Himmelberg, R.G. Hubbard, D. Palia, *Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance*, „Journal of Financial Economics”, 53, 1999, s. 353–384.

samym zwiększony nacisk na skuteczność działań menedżerów. Można więc uznać, że konkurencyjne otoczenie wydatnie wzmacnia skuteczność nadzoru lub, w niektórych przypadkach, stanowić może swoisty substytut procesów nadzorczych. Jest zatem elementem, który powinien być uwzględniany przy badaniu siły mechanizmów *corporate governance*. Skwantyfikowanie poziomu konkurencyjności rynku jest jednak bardzo problematyczne. Najczęściej wykorzystuje się w tym celu kalkulacje *ex post* wielkości takich jak udziały w rynku, marże, zysk brutto lub elastyczność popytu³⁰. Jednakże przy wyraźnie ograniczonym dostępie do informacji o kosztach krańcowych, cenach (szacowanych na podstawie przychodów ze sprzedaży), a także udziałach w rynku (których kalkulacja opiera się na danych o zagregowanej sprzedaży wszystkich grup produktowych na wszystkich rynkach) wiarygodne określenie pozycji konkurencyjnej spółki jest zadaniem bardzo złożonym i trudnym.

Problem powyższy komplikuje dodatkowo fakt występowania na rynku licznych substytutów, o których w warunkach rynków niedoskonałych nie ma pełnej informacji. Ponadto, przy określaniu poziomu konkurencji nie należy pomijać presji rynkowej wynikającej z zagrożenia pojawienia się w gospodarce nowych dostawców. Wszystkie te elementy sprawiają, że uwzględnienie czynnika związanego z konkurencją przy badaniach nad nadzorem korporacyjnym, choć wydaje się być niezbędne, w praktyce jest bardzo problematyczne.

Temat brakujących zmiennych wiąże się nie tylko z nieuwzględnianiem istotnych dla wiarygodności modelu elementów wpływających na relacje wewnątrz badanych podmiotów. Zwyczajowa liniowa specyfikacja modelu oznacza pominięcie możliwych składników nieliniowych³¹. Egzemplifikację tego problemu stanowi badanie Mork i in., w którym dowiedziono, że funkcja odzwierciedlająca wpływ udziału menedżerów we własności na wartość rynkową spółki ma właśnie charakter nieliniowy. Dla wartości poniżej 5% korelacja jest dodatnia, dla relacji udziałów w przedziale 5%–25% – ujemna, a powyżej 25% – ponownie dodatnia³². Założenie w takim przypadku współzależności liniowej skutkowałoby niepoprawnością wyników.

Inną trudnością metodyczną występującą przy konstruowaniu modeli nadzoru jest niereprezentatywność próby. Trzeba zauważyć, że dane uwzględniane w badaniach dotyczą zwykle największych na rynku spółek, które funkcjonują w ramach giełd papierów wartościowych. Dopuszczenie

³⁰ A. Börsch-Supan, J. Köke, *An Applied...*, *op. cit.*, s. 23.

³¹ M. Gruszczyński, *Empiryczne finanse przedsiębiorstw. Mikroekonometria finansowa*, Difin S.A., Warszawa 2012, s. 98.

³² R. Morck, A. Shleifer, R.W. Vishny, *Management Ownership and Market Valuation. An Empirical Analysis*, „Journal of Financial Economics” 20 (1988), s. 293–315.

akcji spółki do obrotu giełdowego wiąże się z koniecznością spełnienia przez nią określonych kryteriów. Zgodnie z Regulaminem GPW na przykład:

„rozpoznając wniosek o dopuszczenie instrumentów finansowych do obrotu giełdowego, Zarząd Giełdy bierze pod uwagę: sytuację finansową emitenta i jej prognozę, zwłaszcza rentowność, płynność i zdolność do obsługi zadłużenia, jak również inne czynniki mające wpływ na jego wyniki finansowe; perspektywy rozwoju, a zwłaszcza ocenę możliwości realizacji zamierzeń inwestycyjnych z uwzględnieniem źródeł ich finansowania oraz doświadczenie oraz kwalifikacje członków organów zarządzających i nadzorczych emitenta”³³.

Można więc stwierdzić, że mamy do czynienia z pewnego rodzaju preselekcją badanych podmiotów dokonywaną ze względu na zmienną endogeniczną (a także egzogeniczną, jeśli kwalifikacje kadry zarządzającej i instytucji nadzoru uznać za czynnik determinujący jakość nadzoru). Postępowanie takie uwarunkowane jest najczęściej ograniczonym dostępem do informacji o mniejszych przedsiębiorstwach, podkreślić jednak należy, że stanowi ono źródło obciążeń parametrów. Formalnie, można zapisać, że szacowane estymatory modelu

$$y = \beta x + \varepsilon,$$

gdzie:

y – kondycja finansowa spółki (mierzona jej wynikiem finansowym, rentownością, wskaźnikiem q Tobina i in.),

x – efektywność mechanizmów nadzoru korporacyjnego

będą nieobciążone, jeżeli ich wartość oczekiwana będzie równa faktycznej wartości parametru populacji generalnej. Jeśli próba nie jest losowa (nie losujemy z populacji generalnej), tzn. prawdopodobieństwo znalezienia się w niej jest skorelowane ze zmienną endogeniczną (y), warunek ten nie jest spełniony³⁴.

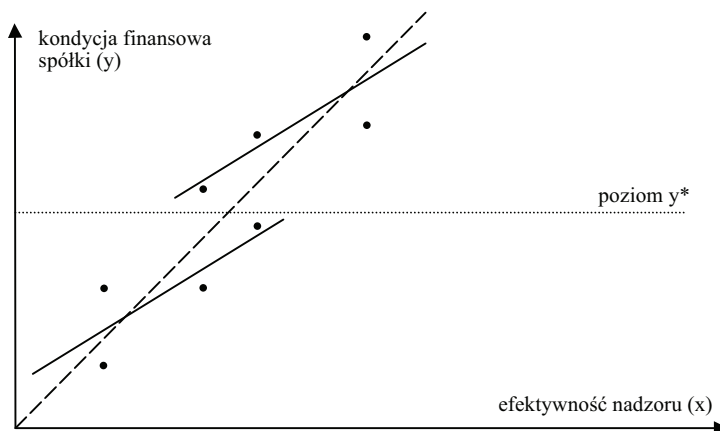
Graficzną ilustrację opisanego problemu przedstawia wykres 1. Jeśli założymy istnienie dodatniej liniowej zależności określonej zmiennej charakteryzującej jakość nadzoru (x) i kondycji finansowej spółki (y), to należy zauważyć, że dobierając reprezentantów próby tylko z grupy spółek działających na giełdzie, posiadamy informacje jedynie dla podmiotów osiągających wyniki powyżej pewnego minimalnego wymagalnego poziomu y^* . Rzeczywistą prostą regresji zaznaczono linią przerywaną. Wykluczając z obserwacji podmioty o wartości y mniejszej od y^* systematycznie pomijamy ujemne reszty

³³ Regulamin Giełdy (tekst ujednolicony według stanu prawnego obowiązującego od 1 stycznia 2014 r.), Rozdział II, § 10.

³⁴ A. Börsch-Supan, J. Köke, *An Applied...*, op. cit., s. 16.

występujące dla niskich wartości x . Średni błąd przy relatywnie niedużych wartościach x będzie więc dodatni, co z kolei przełoży się na błędne oszacowanie współczynnika kierunkowego prostej regresji.

Wykres 1



Źródło: A. Börsch-Supan, J. Köke, *An Applied...*, *op. cit.*, s. 17.

Próbie obciążoną daje też losowanie, w przypadku którego prawdopodobieństwo znalezienia się w próbie danego podmiotu zależy od podjętej przez niego decyzji, co oznacza, że dana obserwacja znajduje się w próbie tylko wtedy, gdy jednostka podejmie określoną decyzję³⁵. Warunkiem uzyskania zgodności parametrów jest w tej sytuacji konieczność uwzględnienia w kalkulacjach schematu losowania i skomplikowana, wielostopniowa procedura estymacji modelu³⁶. Łatwo zauważyć, że tego rodzaju problem zachodzi w przypadku badań dotyczących przedsiębiorstw giełdowych. W znacznej mierze to od decyzji samej spółki zależy prawdopodobieństwo znalezienia się w grupie, z której następnie dokonuje się selekcji badanych jednostek. Postanowienie o włączeniu akcji do obrotu publicznego niemal zawsze opiera się na autonomicznym ustaleniu władz danego podmiotu³⁷. Inaczej jest w sytuacji wycofania się z giełdy, co nie w każdym przypadku jest decyzją całkowicie suwerenną. Należy jednak przyjąć, że w tego typu badaniach nie mamy do czynienia z prostymi próbami losowymi.

³⁵ M. Gruszczyński, *Mikroekonometria. Modele i metody analizy danych indywidualnych*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2010, s. 29.

³⁶ *Ibidem*, s. 207

³⁷ A. Börsch-Supan, J. Köke, *An Applied...*, *op. cit.*, s. 18

Zagadnienie błędu pomiaru zostało częściowo zobrazowane na przykładzie problemów z wprowadzaniem do modelu danych dotyczących konkurencji. Jednak jeszcze bardziej wyrazistą jego reprezentację stanowi kalkulacja kluczowej zmiennej, jaką jest wynik spółki. Pomiar wyniku opiera się na różnych wielkościach – wskaźniku q Tobina, wielkości zysku brutto/netto, wskaźników ROA, ROE, stopie wzrostu produktywności spółki, etc. Każda z tych miar ma jednak pewne słabości – na przykład określanie wyniku na podstawie wskaźnika q Tobina wiąże się z założeniem, że rynek kapitałowy właściwie wycenia wartość spółki, zysk netto z kolei może być pomniejszony o prorozwojowe nakłady inwestycyjne pozytywnie wpływające na kondycję i perspektywę wzrostu badanej jednostki. Pomijając jednak kwestię słabych stron wymienionych oszacowań, należałoby domniemywać, że będąc zamienne stosowanymi przez badaczy, powinny być silnie ze sobą skorelowane³⁸. Badania przeprowadzone przez Geroskiego dla spółek brytyjskich dowodzą jednak, że korelacja ta jest bardzo słaba³⁹. Okazuje się ponadto, że nawet takie wielkości jak zysk księgowy, wartość rynkowa i stopa wzrostu wartości rynkowej mają niski współczynnik korelacji, co wynika najprawdopodobniej z różnych rozkładów tych zmiennych. Powyższa argumentacja prowadzi do wniosku, że dobór wskaźnika oceniającego *performance* spółki silnie determinuje oszacowania wartości parametrów modelu. Uprawniona zatem staje się konstatacja, że trafny wybór zmiennej endogenicznej jest kluczowy dla poprawności otrzymanych wyników.

3. RATINGI NADZORU KORPORACYJNEGO

W ostatnim czasie można zaobserwować wyraźny wzrost zainteresowania ratingami nadzoru korporacyjnego, co najprawdopodobniej spowodowane jest faktem, że są one wygodnymi i prostymi do uzyskania narzędziami oceny relacji właścicielskich. Rosnące zapotrzebowanie na tego rodzaju wskaźniki wynika – po pierwsze – z coraz większej roli, jaką, szczególnie po skandalach korporacyjnych z początku XXI wieku, przypisuje się standardom kontroli i zarządzania. Po drugie, prężnie rozwijający się rynek inwestorów instytucjonalnych – funduszy inwestycyjnych, emerytalnych oraz towarzystw ubezpieczeniowych – rodzi potrzebę bieżącego szacowania jakości wewnątrz-

³⁸ *Ibidem*, s. 25

³⁹ P.A. Geroski, *An Applied Econometrician's View of Large Company Performance*, CEPR Discussion Paper Series, No. 1862, April 1998 (podaję za: A. Börsch-Supan, J. Köke, *An Applied...*, *op. cit.*, s. 25)

korporacyjnych struktur i relacji w celu tworzenia możliwie najkorzystniejszych strategii inwestycyjnych⁴⁰. Po trzecie, zapotrzebowanie na ratingi zgłaszają instytucje należące do międzynarodowej sieci bezpieczeństwa finansowego – Bank Światowy czy Międzynarodowy Fundusz Walutowy, wdrażające prace nad ochroną praw inwestorów między innymi na podstawie oceny nadzoru⁴¹. Nie należy również zapominać, że syntetyczne estymatory efektywności standardów nadzorczych są szeroko wykorzystywane przez środowisko akademickie do badania siły zależności pomiędzy skutecznością ładu korporacyjnego a osiąganymi przez spółki wynikami⁴².

Indeksy nadzoru konstruowane są zarówno przez instytucje naukowo-badawcze, jak i komercyjne firmy doradcze, zajmujące się równocześnie przygotowaniem rekomendacji dla głosowania na walnych zgromadzeniach (tzw. *proxy advisory firms*)⁴³. Najczęściej wykorzystywanym komercyjnym wskaźnikiem był dotychczas *Corporate Governance Quotient* (CGQ) stworzony przez *Institutional Shareholder Services* (ISS). W prospekcie emisyjnym spółki *Risk Metrics*, która przejęła ISS w 2007 r. ogłoszono, że obsługuje ona około 1150 instytucji finansowych, dostarcza badań dla 7400 przedsiębiorstw amerykańskich i 22 000 spoza Stanów Zjednoczonych, a także może poszczycić się przygotowaniem rocznie ponad 38 000 rekomendacji na walne zgromadzenia w 100 krajach na całym świecie. W 2009 roku ponad 7400 spółek funkcjonujących w ramach 30 rynków posługiwało się ratingiem CGQ do oceny swoich standardów nadzorczych⁴⁴. W 2013 roku ISS stworzyła nowy zmodyfikowany indeks – *ISS Governance Quick Score*, ukierunkowany na identyfikowanie potencjalnego ryzyka związanego z nadzorem korporacyjnym spółek znajdujących się w portfolio inwestorów. Według informacji ze strony internetowej, *ISS Governance Quick Score* oszacowany został dla 4730 spółek działających na 30 rynkach⁴⁵.

Przytoczone dane potwierdzają duże znaczenie przypisywane tego rodzaju ocenom, rodząc jednocześnie pytania o ich rzeczywistą wiarygodność. Należy zauważyć, że niektóre dostępne ratingi (np. ISS), chcąc zwiększyć rzetelność

⁴⁰ P. Tamowicz, M. Dzierżanowski, B. Lepczyński, *Rating nadzoru korporacyjnego w spółkach giełdowych*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2001, s. 8.

⁴¹ Na przykład raport Banku Światowego „Doing Business” oceniający warunki prowadzenia działalności gospodarczej w blisko 200 krajach świata oparty jest na wskaźniku Anti-Self-Dealing Index.

⁴² A. Bebchuk, A. Hamdani, *The Elusive...*, *op. cit.*, s. 7.

⁴³ M. Gruszczyński, *Empiryczne...*, *op. cit.*, s. 110.

⁴⁴ A. Bebchuk, A. Hamdani, *The Elusive...*, *op. cit.*, s. 8–9.

⁴⁵ <http://www.issgovernance.com/quickscore> stan na 4.08.2015.

oceny, nadają różne wagi poszczególnym kryteriom oceny w zależności od regionu, na którym działa określona spółka. Jednak sam podział terytorialny, bez uwzględnienia np. specyfiki branży, nie odzwierciedla w pełni faktycznych różnic w modelach *corporate governance* badanych przedsiębiorstw. Tym niemniej trzeba przyznać, że jest to podejście służące poprawie miarodajności zaproponowanego wskaźnika. Zakłada ono, że we wszystkich firmach standardy nadzorcze oceniane są w pięciu obszarach: skład rady, audyt, statut, wynagrodzenia kadry oraz prawa akcjonariuszy, przy czym niektóre z kryteriów szczegółowych brane są pod uwagę tylko w przypadku wybranych gospodarek⁴⁶.

Nieco inaczej wygląda konstrukcja ratingów firmy *Governance Metrics International* (GMI)⁴⁷. Powstawały one z obszernej bazy danych zawierającej kilkaset kryteriów związanych z nadzorem korporacyjnym. Każdy z badanych elementów przypisany ma określoną wagę, która nie uwzględnia (jak to ma miejsce w przypadku ISS) terytorium, z jakiego pochodzi spółka, ale „interes inwestora”⁴⁸. GMI nie ujawniała metodologii określania siły oddziaływania danego czynnika na interesy podmiotów inwestujących, jednak prezentując ocenę danej spółki wyróżniała te elementy, które miały największy wpływ na obniżenie ratingu. Analitycy GMI wyjaśniają, że im rzadziej na świecie obserwuje się odchylenie określonego czynnika od pewnego globalnego poziomu przeciętnego, tym silniejsze jest negatywne oddziaływanie tego odchylenia na wartość ratingu⁴⁹. Na podstawie tej metodologii można zatem postawić tezę, że najgroźniejsze z punktu widzenia interesów inwestorów są odstępstwa od tych standardów, których przestrzeganie stało się swego rodzaju globalną normą.

Istotnym z punktu widzenia przytoczonych w dalszej części tego rozdziału wyników badań był inny rating stworzony przez *Governance Metrics Internatio-*

⁴⁶ *ISS Governance Quick Score. Overview*, Institutional Shareholder Services Inc., 2013, s. 9.

⁴⁷ Spółka *Governance Metrics International* stała się w 2010 roku częścią *GMI Ratings*, która w 2014 roku została przejęta przez *MSCI* i wprowadzającą nową ofertę produktową. W opracowaniu opisano jednak konstrukcję ratingów przejętych spółek, jako że były one uwzględniane w badaniach opisanych w dalszej części rozdziału

⁴⁸ R. Daines, I. Gow, D. Larcker, *Rating the Ratings: How Good are Commercial Governance Ratings?*, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University, Working Paper Series, No. 1, 2009, s. 13.

⁴⁹ *Did You Know? – Tips for Navigating GMI Analyst. How to Use ESG Key Metrics to Measure ESG Risk*, *GMI Ratings*, 2013, s. 2.

nal – *Accounting and Governance Risk (AGR)*⁵⁰. Według niego dokonywano oceny 19 tysięcy podmiotów na całym świecie. GMI opisywało go jako:

„narzędzie prognostyczne pozwalające przewidzieć niepożądane zdarzenia, takie jak pozwy grupowe związane z transakcjami papierami wartościowymi, korekty rozliczeń księgowych czy giełdowe postępowania egzekucyjne. Prawdopodobieństwo wystąpienia tego rodzaju sytuacji jest (według GMI) tym większe, im bardziej agresywna jest polityka rachunkowości i bardziej ryzykowne praktyki związane z nadzorem korporacyjnym”⁵¹.

Dla potrzeb kalkulacji AGR zbierane były dane odnoszące się do pięciu obszarów: *corporate governance*, wydarzenia wysokiego ryzyka, identyfikacja przychodów, kosztów oraz wyceny aktywów i pasywów⁵². Warto zwrócić uwagę, że AGR koncentrował się w głównej mierze na analizie danych księgowych i oceniał ryzyko związane z brakiem dostatecznej przejrzystości sprawozdań finansowych. Można uznać, że standardy nadzoru były w tym przypadku w mniejszym stopniu danymi wejściowymi (*input data*) – stanowiąc zaledwie jeden z pięciu obszarów analizy. Jednak otrzymany wynik, czyli informacja o wiarygodności i rzetelności sprawozdań, bywa przyjmowana za jedną z najbardziej obiektywnych miar jakości procesów nadzorczych⁵³. Biorąc pod uwagę wcześniejsze rozważania o konieczności dokonania stosownego doboru kryteriów oceny nadzoru ze względu na struktury własności występujące w ocenianej próbie przedsiębiorstw, można postawić tezę, że rating AGR jest najbardziej adekwatnym narzędziem pomiaru przy braku takiego zróżnicowania. Ocenianie efektywności nadzoru według jakości sprawozdań finansowych pozwala bowiem unikać problemów z nadawaniem odpowiednich wag poszczególnym czynnikom, które, w zależności od uwarunkowań własnościowo-kontrolnych, z różnym nasileniem wpływają na problemy agencyjne w badanych podmiotach.

Interesującą metodologię oceniania nadzoru zastosowała firma The Corporate Library stworzona w 1999 roku przez parę ekspertów z dziedziny *corporate governance*, będących jednocześnie adwokatami występującymi z ramienia akcjonariuszy⁵⁴. Opracowany przez nich rating TCL opierał się

⁵⁰ W 2014 roku spółka została przejęta przez MSCI wprowadzając nową ofertę produktową.

⁵¹ <http://www3.gmiratings.com/home/about/in-brief-agr-analytics/> stan na 27.01.2014.

⁵² *The GMI Ratings AGR Model: Measuring Accounting and Governance Risk in Public Corporations*, 2013 GMI Ratings, s. 8.

⁵³ R. Daines, I. Gow, D. Larcker, *Rating...*, *op. cit.*, s. 15.

⁵⁴ Spółka The Corporate Library, podobnie jak GMI, stała się w 2010 roku częścią GMI Ratings.

na bazie danych dotyczących 2100 firm amerykańskich i 400 korporacji międzynarodowych⁵⁵. Odzwierciedla on subiektywną ocenę ekspercką każdej z czterech kategorii: skład rady i planowanie sukcesji, wynagrodzenie CEO, zabezpieczenie przed przejęciem spółki oraz polityka rachunkowości. Podany analizie podmiot otrzymuje rating A lub B, jeśli nie wykazuje istotnych zagrożeń w żadnym z wymienionych obszarów, rating C – jeśli jeden z nich wiąże się z występowaniem znaczącego ryzyka, rating D – jeśli ryzyko związane jest z dwiema kategoriami, i rating F – jeśli firma jest na granicy bankructwa, jej akcje zostały wycofane z obrotu publicznego lub kadra kierownicza przejęła kontrolę nad działalnością i prowadzi ją z rażącym lekceważeniem interesów akcjonariuszy mniejszościowych⁵⁶. Subiektywność ocen nadawanych w przypadku wskaźnika TCL pozwala na zindywidualizowany osąd okoliczności, w tym również struktury właścicielsko-kontrolnej, w ramach których funkcjonuje spółka i ustalenie priorytetowych kryteriów przesądzających o skuteczności nadzoru. Metodologia zastosowana przez The Corporate Library dopuszcza również uzupełnienie wyniku o tzw. dodatek analityczny (*Analyst Adjustment*), wprowadzający do analizy dodatkowy, istotny według eksperta, obszar, który nie występuje w pierwotnych założeniach. Owo uzupełnienie może podwyższyć lub obniżyć uzyskany rating, w zależności od kierunku oddziaływania na efektywność procesów nadzorczych.

Należałoby przypuszczać, że fakt korzystania z tych samych źródeł informacji o badanych spółkach oraz wysoce zbliżony zakres kryteriów i przedmiot oceny będą implikować silną korelację pomiędzy wymienionymi ratingami. Tymczasem badania Daines i in. dowodzą, że istotna statystycznie umiarkowana współzależność zachodzi jedynie pomiędzy wskaźnikami GMI i CGQ. Dla pozostałych ratingów współczynnik korelacji Pearsona waha się w przedziale 0,009–0,076, co dowodzi braku istnienia zależności między nimi⁵⁷. W obliczu uzyskanych wyników nie dziwi zatem fakt, że nierzadko różne agencje ratingowe nadają tym samym spółkom diametralnie różne oceny⁵⁸.

⁵⁵ A. Barrett, P. Todd, Ch. Schlaudecker, *Corporate Governance Ratings*, Towers Perrin 2004, s. 4.

⁵⁶ *Governance Risk Rating System Tested Against Investment Returns*, <http://www.thecorporatelibrary.com/info.php?id=53>, stan na 27.01.2014.

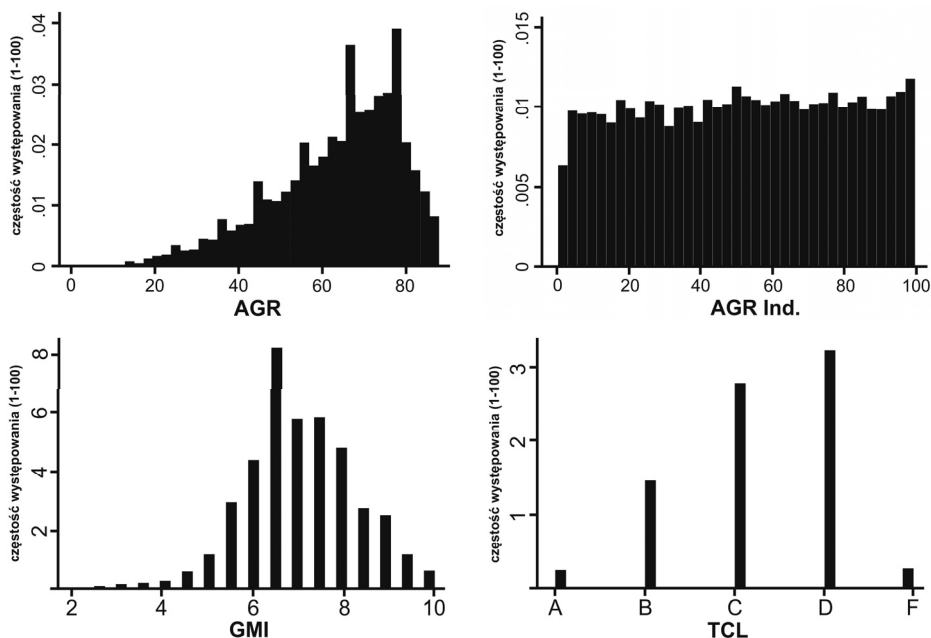
⁵⁷ R. Daines, I. Gow, D. Larcker, *Rating...*, *op. cit.*, s. 17.

⁵⁸ Dla przykładu, General Electric i General Motors zostały bardzo wysoko ocenione przez ISS (99 i 100 punktów na 100 możliwych), uzyskując w tym samym okresie rating D nadany przez The Corporate Library (na podstawie: R. Daines, I. Gow, D. Larcker, *Rating...*, *op. cit.*, s. 17).

Brak korelacji potwierdzają również wykresy przedstawiające rozkłady wartości badanych ratingów. Wskazują jednoznacznie na znaczącą rozbieżność ocen nadanych spółkom amerykańskim przez agencje na koniec grudnia 2005 r. Powyższe obserwacje pozwalają domniemywać istotnych błędów pomiaru jakości nadzoru popełnianych przy obliczaniu niektórych lub wszystkich analizowanych wskaźników oraz podważają zaufanie do otrzymanych wyników.

Wykresy 2–5

Rozkłady wartości ratingów z dnia 31.12.2005



Źródło: R. Daines, I. Gow, D. Larcker, *Rating...*, *op. cit.*, s. 70.

Badania Daines i in. wykazały jeszcze jedną, kluczową z punktu widzenia inwestorów i analityków, słabość analizowanych indeksów. Chociaż każdy z nich oferowany był jako produkt o dużej użyteczności prognostycznej, którego poziom przekłada się na wartość spółki, jej wyniki, koszt kapitału i ryzyko dla akcjonariuszy, to okazuje się, że niezależne badania empiryczne w większości przypadków nie potwierdzają tego rodzaju deklarowanych zależności. Analizy udowodniły jedynie, że AGR i GMI wykazują istotny statystycznie związek z przyszłymi korektami księgowymi, poziom AGR jest również skorelowany z liczbą pozwów grupowych oraz przekłada się na wynik z działalności

operacyjnej i wskaźnik alfa⁵⁹ (w znacznie większym stopniu niż TCL i CGQ), TCL natomiast pozwala prognozować wskaźnik q Tobina. Żaden z ratingów nie wpływa jednak na przyszły poziom kosztu zadłużenia. Wart podkreślenia jest również fakt, że w przypadku najpopularniejszego ratingu – CGQ – nie wykazano w zasadzie realnego wpływu na żadną z badanych wielkości. Co więcej, w wielu przypadkach otrzymywany znak współczynnika korelacji był przeciwny do oczekiwanego (na przykład wyższy poziom CGQ przekładał się na niższy wskaźnik q Tobina lub większą liczbę pozwów grupowych)⁶⁰. W świetle przytoczonych wyników badań uzasadnione więc wydaje się być przekonanie, że oceny wiodących światowych agencji ratingowych nie stanowią wiarygodnej miary jakości nadzoru. Na tle analizowanych ratingów nieznacznie wyróżnia się jednak AGR, którego konstrukcja, jak wspomniano, pozwala na większą obiektywizację zmiennych egzogenicznych.

Tymczasem zarówno inwestorzy, jak i członkowie organów kontrolnych w spółkach przypisują ratingom nadzoru coraz większe znaczenie. W ankiecie przeprowadzonej w 2008 roku wśród dyrektorów w USA agencje ratingowe zostały przez nich uznane za trzecią pod względem siły oddziaływania instytucję⁶¹. Spółki przeznaczają znaczące kwoty na dostęp do oferowanych przez agencje systemów oceny, które pozwalają zidentyfikować obszary newralgiczne dla uzyskania wysokiego poziomu wskaźników⁶². Można stwierdzić, że zrodziła się tym samym swoista „batalia o rating”, w której priorytetem jest wartość indeksu, nie zawsze idąca w parze z faktyczną jakością nadzoru i wynikami spółki. Zarysowuje się w tym obszarze problem tzw. formalnej kompatybilności, związany z dążeniem do protokolarnego wypełniania określonych wytycznych, bez pogłębionej refleksji nad ich znaczeniem i rzeczywistymi potrzebami w zakresie poprawy efektywności mechanizmów *corporate governance*.

Wykazane powyżej słabości wskaźników komercyjnych są dowodem na istnienie znaczących trudności występujących przy próbie skonstruowania wiarygodnych indeksów nadzoru. W tej sytuacji powstaje pytanie o możliwość uzyskania rzetelnych ratingów wśród badaczy reprezentujących środowisko akademickie. Daines zauważa, że jeśli potężne organizacje biznesowe powo-

⁵⁹ Różnica pomiędzy rzeczywistą a oczekiwaną stopą zwrotu.

⁶⁰ R. Daines, I. Gow, D. Larcker, *Rating...*, *op. cit.*, s. 4.

⁶¹ *What Directors Think*, The Corporate Board Member/PricewaterhouseCoopers Survey 2008, s. 11.

⁶² M. Langley, *ISS Rates Firms and Sells Roadmap to Boosting Score. Want to Lift Your Company's Ranking On Corporate Governance? Buy the Test*, „The Wall Street Journal”, June 6, 2003, <http://online.wsj.com/news/articles/SB105485006531971100> (stan na 30.01.2014).

lujące się na wiele renomowanych ekspertyz i korzystające z wielopłaszczyznowych, obszernych baz danych nie są w stanie wypracować miarodajnych ocen nadzoru, to środowisko naukowe dysponujące często mniejszym zakresem informacji, również nie osiągnie w tej dziedzinie zadowalających rezultatów⁶³. Warto jednak zwrócić uwagę na ratingi stworzone na potrzeby badań naukowych nad nadzorem, gdyż w pewnym stopniu uwzględniają one opisany w pierwszej części artykułu problem zróżnicowania problemów agencyjnych przy różnej strukturze własnościowo-kontrolnej.

Wśród indeksów akademickich najczęściej wykorzystywanymi są Anti-Director Rights Index stworzony przez La Portę i in.⁶⁴ oraz Anti-Self-Dealing Index skonstruowany jako jego alternatywa przy współudziale specjalisty z Banku Światowego, Symeona Djankova⁶⁵. Anti-Director Rights Index został wykorzystany w niemal stu badaniach naukowych na świecie⁶⁶. Na jego konstrukcję składają się charakterystyki z sześciu obszarów nadzoru, przy czym aż trzy z nich dotyczą praw głosu akcjonariuszy, czwarty koncentruje się na prawach pierwokupu, piąty – głosowaniu grupami, a szósty – ochronie praw akcjonariuszy mniejszościowych⁶⁷. Wyraźnie widać, że wartość oceny w głównej mierze uzależniona jest od kwestii związanych z możliwością wykonania prawa do głosu (głosowanie przez e-mail, procedury zwołania zgromadzenia, etc.), co ma marginalne znaczenie w przypadku spółek z dominującym akcjonariuszem.

Odpowiedzią na tego rodzaju zarzuty było stworzenie Anti-Self-Dealing Index, który poddaje ocenie przede wszystkim zakres ochrony inwestorów zewnętrznych przed utratą majątku związaną z zawieraniem przez zarząd transakcji wewnątrz spółki (*self-dealing transactions*). Wskaźnik ten również znalazł szerokie zastosowanie w badaniach nad systemami nadzoru⁶⁸. Uwzględnia głównie takie elementy, jak zakres ujawnień, procedur zatwier-

⁶³ R. Daines, I. Gow, D. Larcker, *Rating...*, *op. cit.*, s.6

⁶⁴ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, *Law and Finance*, „The Journal of Political Economy”, Vol. 106, Issue 6, December 1998, s. 1113–1155.

⁶⁵ S. Djankov, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, *The Law and Economics of Self-Dealing*, „Journal of Financial Economics” 88, 2008, s. 430–465.

⁶⁶ H. Spamann, *‘Law and Finance’ Revisited*, Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper, No. 12, February 1, 2008, s. 1–3.

⁶⁷ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, *Law and...*, *op. cit.*, s. 1127–1128.

⁶⁸ Anti-Self-Dealing Index został na przykład wykorzystany do badań przez Doidge i in. (C. Doidge, G.A. Karolyi, R.M. Stulz, *Why do countries matter so much for corporate governance?*, „Journal of Financial Economics” 86, 2007, s. 1–39) oraz Bruno i Claessens (V. Bruno, S. Claessens, *Corporate Governance and Regulation: Can There Be Too Much of a Good Thing?*, „Journal of Financial Intermediation, Forthcoming”, October 1, 2009, s. 1–42).

dzania transakcji, pozycji akcjonariuszy w dochodzeniu swoich praw przed sądem oraz odpowiedzialności za transakcje wewnętrzne⁶⁹. Można zatem postawić tezę, że Anti-Self-Dealing Index jest lepszym miernikiem skuteczności nadzoru w przypadku spółek z akcjonariuszem większościowym.

Najpopularniejsze w środowisku naukowym indeksy wydają się być dedykowane dla spółek o określonej strukturze własności. Zatem, korzystając z nich przy ocenie poziomu efektywności procesów nadzorczych, a także próbując ustalić stopień jej korelacji z wynikami spółki należałoby najpierw starannie dobrać próbę wprowadzając podział na przedsiębiorstwa z akcjonariuszem dominującym i z rozproszonym akcjonariatem. Brak takiego rozróżnienia może być przyczyną oparcia oceny na kategoriach nieistotnych z punktu widzenia określonej grupy podmiotów.

PODSUMOWANIE

Przedstawione w artykule trudności metodologiczne sprawiają, że wyniki badań nad skutecznością systemów *corporate governance* obarczone są wysokim prawdopodobieństwem występowania błędów oszacowań. Szeroki zakres problematyki wchodzącej w obszar zagadnień związanych z nadzorem oraz różnorodność występujących na rynku podmiotów powodują, że wybór decydujących zmiennych jest często bardzo trudny. Kwestią podstawową wydaje się być podział badanych jednostek ze względu na strukturę właścicielską. Odmienny charakter problemów agencyjnych w spółkach z dominującym akcjonariuszem i tych z akcjonariatem rozproszonym indukuje potrzebę położenia nacisku na odrębne mechanizmy gwarantujące efektywne funkcjonowanie przedsiębiorstwa.

Właściwa konstrukcja modelu ekonometrycznego, uwzględniającego oddziaływanie procesów nadzorczych na zmienne związane z wynikiem, wiąże się z koniecznością przedsięwzięcia dodatkowych ustaleń, które wprawdzie komplikują proces tworzenia modelu, zwiększają jednak wiarygodność otrzymanych za jego pomocą wyników. Wzajemną przyczynowość oraz nielosowość próby wyeliminować można posługując się odpowiednim instrumentarium ekonometrycznym⁷⁰. Pozostałe problemy wiążą się najczęściej z potrzebą uzyskania

⁶⁹ A. Bebchuk, A. Hamdani, *The Elusive...*, *op. cit.*, s. 15.

⁷⁰ Chodzi w tym przypadku o metodę zmiennych instrumentalnych, która zapewnia zgodność estymatorów (patrz: M. Gruszczyński, *Empiryczne...*, *op. cit.*, s. 78) oraz zastosowanie modeli regresji uciętej i selekcji próby pozwalających na uzyskanie estymatorów nieobciążonych (patrz: M. Gruszczyński, *Mikroekonometria...*, *op. cit.*, s. 193).

szerokiego zakresu danych panelowych dla dużej, reprezentatywnej dla rynku grupy firm oraz pogłębioną analizą warunków, w jakich ta grupa funkcjonuje.

Dla potrzeb analiz jakości nadzoru w coraz większym zakresie wykorzystywane są ratingi *corporate governance* opracowywane przez firmy komercyjne i instytucje naukowe. Złożoność systemu nadzoru, a także dynamiczny rozwój rynku inwestorów instytucjonalnych generują stale wzrastające zapotrzebowanie na tego rodzaju syntetyczne indeksy, które, przynajmniej w teorii, uwzględniać mają jego wieloaspektowość i ułatwiać podejmowanie decyzji inwestycyjnych. Próby stworzenia jednolitego rzetelnego ratingu nadzoru okazują się być jednak nieudane.

Preambuła do „Zasad nadzoru korporacyjnego”, sformułowanych przez OECD, wyraźnie wskazuje na konieczność tworzenia struktury pozwalającej na osiągnięcie celów spółki. W myśl cytowanego opracowania dobry nadzór korporacyjny powinien w sposób właściwy stymulować organ spółki i kadre zarządzającą do osiągnięcia celów, których realizacja leży w interesie spółki i jej wspólników/akcjonariuszy⁷¹. Należy zatem uznać, że wysoko oceniany system *corporate governance* powinien się przekładać na dobre wyniki finansowe lub/i wzrost wartości spółki, będące w istocie zwykle nadrzędnymi celami funkcjonowania firm w gospodarce rynkowej. Tymczasem badania nad korelacją poziomu powszechnie stosowanego wskaźnika CGQ i wyników przedsiębiorstw nie wykazały takiego związku⁷², co może być argumentem potwierdzającym brak miarodajności ocen nadawanych przez komercyjne agencje ratingowe.

Biorąc powyższe pod uwagę, należy stwierdzić, że wymogi metodyczne badań nad jakością nadzoru utrudniają uzyskiwanie wiarygodnych wyników. Niemniej jednak wzrastające zainteresowanie tematyką mechanizmów nadzorczych rodzi potrzebę rozwoju tego obszaru mikroekonometrii. Pozwala to mieć nadzieję na udoskonalanie stosowanych metod badawczych oraz konstruowanie indeksów, które będą odzwierciedlać rzeczywistą skuteczność systemów *corporate governance*. W świetle powyższych rozważań można jednak przypuszczać, że zwiększenie wiarygodności oszacowań odbyć się musi kosztem skomplikowania procedur badawczych i podzielenia badanych przedsiębiorstw na podgrupy wyodrębnione na podstawie określonych kryteriów struktury wewnętrznej, a stworzenie jednego, globalnie obowiązującego modelu lub indeksu wyklucza rzetelność i poprawność otrzymanych za jego pomocą wyników.

⁷¹ *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD*, OECD 2004, s. 11.

⁷² R.W. Epps, S.J. Cereola, *Do Institutional Shareholder Services (ISS) Corporate Governance Ratings Reflect a Company's Operating Performance?*, „Critical Perspectives on Accounting”, 19 (2008), s. 1135–1148.

BIBLIOGRAFIA

- AGR Analytics*, <http://www3.gmiratings.com/home/about/in-brief-agr-analytics/>, stan na dzień 27.01.2014.
- Ammann M., Oesch D., Schmid M.M., *Corporate governance and firm value: International evidence*, „Journal of Empirical Finance” 18, 2011.
- Atanasow V., Black B., Ciccotello C.S., *Unbundling and Measuring Tunneling*, University of Texas School of Law, Law and Economics Working Paper, No. 117, January 2008.
- Barrett A., Todd P., Schlaudecker Ch., *Corporate Governance Ratings*, Towers Perrin 2004.
- Bebchuk L., Cohen A., Ferrell A., *What matters in corporate governance?*, „Review of Financial Studies”, Vol. 22, No. 2, February 2009.
- Bebchuk A., Hamdani A., *The Elusive Quest for Global Governance Standards*, Harvard Law School, Discussion Paper, No. 633, 4/2009.
- Black B.S., Jang H., Kim W., *Does Corporate Governance Affect Firm Value?*, Stanford Law School, John M. Olin Program in Law and Economics, Working Paper, No. 237, 2003.
- Bohren O., Odegaard B.A., *Corporate governance and economic performance in Norwegian listed firms*, Norwegian School of Management, Research Reports No. 11/2001.
- Börsch-Supan A., Köke J., *An Applied Econometricians' View of Empirical Corporate Governance Studies*, ZEW Discussion Paper, No. 00-17, April 2000.
- Bruno V., Claessens S., *Corporate Governance and Regulation: Can There Be Too Much of a Good Thing?*, „Journal of Financial Intermediation, Forthcoming”, October 1, 2009.
- Cremers M., Nair, V.B., Wei C., *Governance mechanisms and equity prices*, „The Journal of Finance” 60, 2005.
- Epps R.W., Cereola S.J., *Do Institutional Shareholder Services (ISS) Corporate Governance Ratings Reflect a Company's Operating Performance?*, „Critical Perspectives on Accounting” 19, 2008.
- Daines R., Gow I., Larcker D., *Rating the Ratings: How Good are Commercial Governance Ratings?*, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University, September 4, 2009.
- Djankov S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., *The Law and Economics of Self-Dealing*, „Journal of Financial Economics” 88, 2008.
- Doidge C., Karolyi G.A., Stulz R.M., *Why do countries matter so much for corporate governance?*, „Journal of Financial Economics” 86, 2007.
- Geroski P.A., *An Applied Econometrician's View of Large Company Performance*, CEPR Discussion Paper Series, No. 1862, April 1998.

- Gilson R.J., *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, European Corporate Governance Institute, Law Working Paper Series, Working Paper, No. 49/2005.
- Gompers P., Ishii J., Metrick A., *Corporate Governance and equity prices*, „Quarterly Journal of Economics” 118 (1), 2003.
- Governance Risk Rating System Tested Against Investment Returns*, <http://www.thecorporatelibrary.com/info.php?id=53>, stan na dzień 27.01.2014.
- Gruszczyński M., *Empiryczne finanse przedsiębiorstw. Mikroekonometria finansowa*, Difin S.A., Warszawa 2012.
- Gruszczyński M., *Mikroekonometria. Modele i metody analizy danych indywidualnych*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2010.
- Gupta P., Kennedy D., Weaver S., *Corporate governance scores, Tobin's Q and equity prices: Evidence from Canadian capital markets*, Lehigh University, Working Paper, 2006.
- Himmelberg Ch., Hubbard R.G., Palia D., *Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance*, „Journal of Financial Economics” 53, March 1999.
- Identify governance risk within portfolio companies*; <http://www.issgovernance.com/quickscore>, stan na dzień 4.08.2015.
- ISS Governance Quick Score. Overview*, Institutional Shareholder Services Inc., January 2013.
- Johnson S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., *Tunneling*, „The American Economic Review” Vol. 90, No. 2, May 2000.
- Kozioł L., *Kontrakty menedżerskie w systemie nadzoru i zarządzania przedsiębiorstwem*, [w:] B. Mikuła (red.), *Historia i Perspektywy Nauk o Zarządzaniu*, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Kraków 2012.
- Langley M., *ISS Rates Firms and Sells Roadmap to Boosting Score. Want to Lift Your Company's Ranking On Corporate Governance? Buy the Test*, „The Wall Street Journal”, June 6, 2003.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., *Corporate Ownership Around the World*, „The Journal of Finance”, Vol. LIV, No. 2, April 1999.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., *Investor Protection and Corporate Valuation*, HIER, Harvard University, October 1999.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., *Law and Finance*, „The Journal of Political Economy”, Vol. 106, Issue 6, December 1998.
- Lehler M., *The German Model of Industrial Strategy in Turbulance: Corporate Governance and Managerial Hierarchies in Lufthansa*, WZB, Discussion Paper Series 1996.
- Morck R., Shleifer A., Vishny R. W., *Management Ownership and Market Valuation. An Empirical Analysis*, „Journal of Financial Economics” 20, 1988.

- Regulamin Giełdy (tekst ujednolicony według stanu prawnego obowiązującego od 1 stycznia 2014 r.).
- Romano R., Bhagat S., Bolton B., *The Promise and Peril of Corporate Governance Indices*, Columbia Law Review, Vol. 108, December 2008.
- Rudolf S., *Oportunizm interesariuszy w nadzorze korporacyjnym*, „Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego”, nr 2, cz. 6, 2013.
- Rudolf S. (red.), *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2000.
- Rudolf S., *Analiza instytucjonalna nadzoru korporacyjnego*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012.
- Spamann H., *‘Law and Finance’ Revisited*, Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper, No. 12, February 1, 2008.
- Tamowicz P., Dzierżanowski M., Lepczyński B., *Rating nadzoru korporacyjnego w spółkach giełdowych*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2001.
- The GMI Ratings AGR Model: Measuring Accounting and Governance Risk in Public Corporations*, 2013 GMI Ratings.
- Urbanek P. (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012.
- Urbanek P., *Rynek kontroli nad korporacją w warunkach zamkniętego modelu kontroli (na przykładzie polskich spółek publicznych)*, Polskie Towarzystwo Naukowe, Zeszyty Naukowe nr 9, Kraków 2011.
- What Directors Think*, The Corporate Board Member/Pricewaterhouse Coopers Survey 2008.
- Zasady nadzoru korporacyjnego OECD*, OECD 2004.

NADZÓR KORPORACYJNY A WYNIKI PRZEDSIĘBIORSTW – PROBLEM METODOLOGII BADAŃ

Streszczenie

W obliczu wzmożonego zainteresowania kwestiami związanymi z nadzorem korporacyjnym problematyka poprawności metod badawczych w tym obszarze nabiera szczególnego znaczenia. W artykule autorka zwraca uwagę na te obszary metodologiczne, które generują największe prawdopodobieństwo popełnienia błędu przy zastosowaniu narzędzi mikroekonometrycznych. Szczególną uwagę, w opinii autorki, zwrócić należy na rozróżnienie problemów agencyjnych przy zróżnicowanej strukturze właścicielskiej, a także na wzajemną przyczynowość,

brakujące zmienne, błąd doboru próby i błąd pomiaru zmiennych. Zminimalizowanie ryzyka błędów oszacowań związanych z występowaniem wymienionych zjawisk powinno zwiększyć rzetelność otrzymywanych wyników oraz wiarygodność powszechnie stosowanych ratingów nadzoru korporacyjnego.

CORPORATE GOVERNANCE VS. OBTAINED RESULTS – RESEARCH METHODOLOGY ISSUE

Summary

In the face of increasing interest in corporate governance issues, the correctness of research methods in this area becomes a matter of crucial importance. In the article, the author draws attention to the methodological areas that generate the highest probability of errors in the use of micro-econometric tools. Special attention, in the author's opinion, should be paid to the distinction of agency problems occurring in corporations with different ownership structures, as well as to reverse causality, missing variables, sample selectivity, and measurement errors in variables. Minimizing the risk of getting the estimation errors associated with the occurrence of these phenomena should increase the reliability of the results obtained and the credibility of the commonly used ratings of corporate governance.

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ И КОРПОРАТИВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ – ПРОБЛЕМА МЕТОДОЛОГИИ ИССЛЕДОВАНИЙ

Резюме

При наличии усиленного интереса к вопросам, связанным с корпоративным управлением, проблематика правильности исследовательских методов в этой области приобретает особое значение. Автор статьи обращает внимание на те методологические области, которые генерируют самую большую вероятность совершения ошибки при использовании микроэкономических инструментов. По мнению автора, особое внимание следует обратить на расхождение между агентскими проблемами при диверсифицированной структуре собственности, а также на взаимную причинность, недостающие переменные, ошибку выборочного наблюдения и ошибки измерения переменных. Сведение к минимуму риска ошибок при оценках, связанных с симптомом перечисленных явлений, должно повысить надёжность полученных результатов, а также усилить достоверность повсеместно применяемых рейтингов корпоративного управления.