

Adam Samborski*

RATING NADZORU KORPORACYJNEGO

1. WPROWADZENIE

W ostatnich kilku dekadach, wzrosło zainteresowanie problematyką nadzoru korporacyjnego. Liczne skandale korporacyjne związane ze złymi praktykami w spółkach publicznych, szczególnie te, które miały miejsce na przełomie tysiącleci, nadszarpane zaufanie do rynków kapitałowych zarówno w kręgach biznesowych, jak i politycznych. W rezultacie zyskało na znaczeniu doradztwo w obszarze nadzoru korporacyjnego. Rating nadzoru korporacyjnego jest szeroko omawiany w literaturze podejmującej problematykę wzajemnych relacji pomiędzy nadzorem korporacyjnym a wynikami przedsiębiorstw i ich wartością. Wielu badaczy wskazuje na istnienie związku pomiędzy ratingiem nadzoru korporacyjnego a wynikami przedsiębiorstw i ich wartością.

Analiza ratingów nadzoru korporacyjnego jest więc ważna z dwóch powodów. Po pierwsze, z dużym prawdopodobieństwem przyjąć można, iż rating reprezentuje jakość praktyk nadzoru korporacyjnego w konkretnych przedsiębiorstwach. Ratingi są bowiem przygotowywane przez agencje, które używają kompleksowych baz danych i skomplikowanych metod ilościowych w szacowaniu wyników ratingu. Po drugie, zrozumienie i wyodrębnienie w konkretnych przedsiębiorstwach czynników wpływających na rating praktyk nadzoru korporacyjnego pozwala na bardziej kompleksową ocenę potencjalnych inwestycji. Biorąc pod uwagę, że duże renomowane instytucje są skłonne płacić za ratingi nadzoru korporacyjnego, badanie czynników wpływających na te oceny staje się przydatne zarówno dla organów regulacyjnych, jak i innych uczestników rynku kapitałowego, zainteresowanych w zrozumieniu determinant tych ocen. Od czasu ostatnich skandali korporacyjnych, dla inwestorów rating nadzoru korporacyjnego stał się ważnym kryterium decyzji inwestycyjnych, a dla ocenianych

* Prof. nadzw. dr hab., Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach.

przedsiębiorstw stał się bodźcem do jego poprawy poprzez udostępnianie szerszych informacji na temat ich praktyk nadzoru korporacyjnego¹.

Warto więc zadać pytanie: czy inwestorzy mogą uzyskać ponadprzeciętne stopy zwrotu z akcji budując portfele inwestycyjne na bazie spółek praktykujących dobry nadzór korporacyjny?

2. POJĘCIE RATINGU NADZORU KORPORACYJNEGO

Nie ma jednego uniwersalnego modelu nadzoru korporacyjnego, który działałby we wszystkich krajach, czy też w każdym przedsiębiorstwie. Zróznicowanie modeli nadzoru korporacyjnego występujących w gospodarce światowej odzwierciedla nie tylko charakter lokalnych systemów prawnych i regulacyjnych, ale również różne podejścia do zarządzania. Anglosaski system nadzoru korporacyjnego koncentruje się przede wszystkim na akcjonariuszach, podczas gdy inne niekoniernie, tak jak system niemiecki, w którym poszukuje się równowagi pomiędzy interesami akcjonariuszy oraz pozostałych interesariuszy (w tym wierzycieli, pracowników, lokalnej społeczności, czy środowiska naturalnego, itp.). Występuje więc wiele różnych kodeksów „dobrych praktyk”, które uwzględniają różnice w prawodawstwie, strukturze rad, czy też praktykach biznesowych w poszczególnych krajach. Istnieją jednak pewne normy, które można stosować w szerokim zakresie w obszarze prawa, polityki czy gospodarki. Mając to na uwadze, Business Sector Advisory Group on Corporate Governance działający w ramach OECD wyodrębniła zbiór podstawowych zasad nadzoru korporacyjnego, które mają istotne znaczenie dla jakości nadzoru korporacyjnego w różnych jurysdykcjach prawnych. Są to: uczciwość, transparentność, rozliczalność (obowiązek zdania sprawy) oraz odpowiedzialność. Te same zasady wykorzystać można jako podstawy metodyki oceny nadzoru korporacyjnego w poszczególnych przedsiębiorstwach.

Dla Standard & Poor's rating nadzoru korporacyjnego odzwierciedla ocenę stosowanych w przedsiębiorstwie praktyk i polityk nadzoru korporacyjnego, oraz stopień, w jakim służą one interesom interesariuszy finansowych spółki, ze szczególnym uwzględnieniem interesów akcjonariuszy. Dla celów ratingu nadzoru korporacyjnego w S&P przyjęto, iż nadzór korporacyjny obejmuje interakcje pomiędzy kierownictwem przedsiębiorstwa, jego radą dyrektorów (zarząd, rada nadzorcza), akcjonariuszami i innymi interesariuszami finansowymi. Interesariuszami finansowymi są zarówno akcjonariusze, jak i kredytodawcy. Odzwierciedla to założenie, że w przedsiębiorstwie jakość procesów *governance*

¹ K. Hussainey, B. Al-Najjar, *Understanding the Determinants of RiskMetrics/ISS Ratings of the Quality of UK Companies' Corporate Governance Practice*, „Canadian Journal of Administrative Sciences” 2012, Vol. 29(4), s. 366–367.

może mieć wpływ zarówno na możliwość wywiązania się z umownych zobowiązań finansowych wobec wierzycieli, jak i na maksymalizację wartości kapitałów spółki oraz wypłaty dla akcjonariuszy².

Trzy czynniki są szczególnie istotne przy ustalaniu wiarygodności ratingu nadzoru korporacyjnego. Po pierwsze, rating musi być obiektywny, w tym sensie, że opiera się na danych, które obserwator zewnętrzny może podobnie ocenić. Po drugie, nie może występować konflikt interesów, który mógłby wpłynąć na ocenę ratingową. Po trzecie, świadczący usługi ratingowe musi być w stanie wykazać możliwości prognostyczne swoich ratingów. Dlatego też rating nie może być prostym opisem efektów (rezultatów) przeszłości, ale musi zostać skorelowany z przyszłymi efektami, które interesują użytkowników. Ten ostatni punkt ma znaczenie krytyczne. Branża ratingowa może dostarczać więc istotnych informacji inwestorom i firmom, które ostatecznie prowadzą do bardziej efektywnych decyzji dotyczących alokacji zasobów. Ratingi są istotne jednak nie tylko ze względu na rolę jaką odgrywają w kształtowaniu zachowań kapitałodawców, ale również ze względu na ich wpływ na przedsiębiorstwa, które są oceniane. Z powodu ich wiedzy fachowej firmy ratingowe mogą służyć jako mechanizm dyscyplinujący dla ocenianych przedsiębiorstw³.

3. RATING NADZORU KORPORACYJNEGO – POZYTYWY I JEGO OGRANICZENIA

Istnieje wiele organizacji oferujących ratingi nadzoru korporacyjnego. W celu zilustrowania rodzajów systemów ratingowych będących obecnie w użyciu wybrano dwa powszechnie znane podmioty, tj. RiskMetrics/ISS (GRid) (www.issgovernance.com), oraz GMI Ratings (GMI) (www.gmiratings.com).

W 2010 r. Institutional Shareholder Services (ISS) ustanowił Governance Risk Indicators (GRId), będący nową miarą oceny ryzyk związanych z governance. Badaniami objęto rynek amerykański, część rynków w Europie oraz w regionie Azji i Pacyfiku. GRId stanowi nowe unikalne podejście do modelowania ryzyka *governance*⁴. Rating GRId identyfikuje i ocenia w spółkach gieł-

² Standard & Poor's, *Standard & Poor's Corporate Governance Scores Criteria, Methodology And Definitions*, McGraw-Hill Companies Inc., New York (NY) 2002, s. 4.

³ D. Lacker, B. Tayan, *Corporate Governance Matters. A Closer Look at Organizational Choices and their Consequences*, Pearson Education, New Jersey 2011, s. 433–434, [za:] A. Samborski, *Nadzór korporacyjny a atrakcyjność inwestycyjna spółki akcyjnej*, [w:] S. Kowalczyk, J. W. Pietrewicz (red.), *Wejście polskich przedsiębiorstw na rynki międzynarodowe*, SGH, Warszawa, w przygotowaniu.

⁴ ISS, *Governance Risk Indicators 2.0: Technical Document*, Institutional Shareholder Services Inc. 2012, s. 6, www.issgovernance.com (dostęp 15.01.2013) [za:] A. Samborski, *op. cit.*

dowych kluczowe praktyki w obszarze nadzoru korporacyjnego w czterech wymiarach: audyt, rada dyrektorów, wynagrodzenia i prawa akcjonariuszy⁵.

Oceny są obliczane dla poszczególnych podkategorii. Aby obliczyć ocenę ogólną kategorii, wyniki podkategorii są sumowane, z zastrzeżeniem ograniczenia poziomu kategorii z dołu i góry, odpowiednio -75 i $+25$. Progi dotyczące poziomów dla wszystkich kategorii przyjmują zatem następujące wartości:

- ≤ 25 punktów – oznacza poważne obawy,
- ≤ 50 punktów – oznacza średnie zaniepokojenie,
- > 50 punktów – oznacza niewielkie obawy⁶.

GMI Ratings jest wiodącym niezależnym dostawcą globalnego ratingu nadzoru korporacyjnego i badań, m. in. z zakresu analiz kryminalistycznych (śledczych) w dziedzinie ryzyka rachunkowości. Dzięki szeroko zakrojonym analizom statystycznym danych, publicznie dostępnych, jak i zastrzeżonych, GMI Ratings tworzy raporty ratingowe ryzyka rachunkowości i *governance* (AGR) dla korporacji północnoamerykańskich, zachodnioeuropejskich, oraz korporacji z obszaru Azji i Pacyfiku. AGR wyraża pojedynczą liczbą integralności sprawozdawczości finansowej firmy i ich nadzoru korporacyjnego. W celu identyfikacji przedsiębiorstw wysokiego ryzyka GMI Ratings analizuje zarówno szczegółowe informacje księgowe, jak i praktyki *governance*, w tym:

- ryzyko księgowe – ocena kryminalistyczna (śledcza) sprawozdań finansowych jest podstawą AGR. Jest to coś innego, a jednocześnie uzupełniającego w stosunku do fundamentalnej oceny ryzyka dokonywanej w oparciu o kondycję finansową przedsiębiorstwa i jego rentowność ogólną.

- ryzyko *governance* – kwantyfikowalne miary pomiaru kilku kluczowych aspektów nadzoru korporacyjnego i zachowań, poszerzających zakres analiz, przyczyniających się do zwiększenia efektywności AGR.

Celem GMI Ratings jest wyodrębnienie firm nieuczciwych z grupy przedsiębiorstw postępujących uczciwie wobec akcjonariuszy i innych odbiorców sprawozdań finansowych. W obrębie każdego regionu geograficznego (Ameryka Północna, Europa Zachodnia i Azja–Pacyfik) AGR wyrażone jest w procentach, od 1 do 100, od najgorszego do najlepszego, klasyfikując przedsiębiorstwa jako:

- bardzo agresywne – najwyższe ryzyko przedsiębiorstwa, obejmujące 10% liczby badanych firm,
- agresywne – wysokie ryzyko przedsiębiorstwa, obejmujące 25% liczby badanych firm,
- średnie – umiarkowane ryzyko przedsiębiorstwa, obejmujące 50% liczby badanych firm,

⁵ ISS, *Introducing GRID 2.0*, <http://www.issgovernance.com/grid-info> (dostęp 17.01.2013) [za:] A. Samborski, *op. cit.*

⁶ ISS, *Governance Risk Indicators 2.0*, *op. cit.*, s. 12, [za:] A. Samborski, *op. cit.*

– konserwatywne – niskie ryzyko przedsiębiorstwa, obejmujące 15% liczby badanych firm.

GMI Ratings badaniami objęło ponad 18 000 spółek publicznych na świecie, analizując sprawozdawczość finansową tych firm i ich zachowania⁷.

Jakie są więc pozytywy ocen jakości praktyk nadzoru korporacyjnego w spółkach publicznych? Po pierwsze, rating promuje dobry *governance*, zwracając uwagę na jego kluczowe elementy (jak np. niezależność, rzetelność, ochrona akcjonariuszy, transparentność), które często związane są z dobrymi wynikami finansowymi korporacji i ich wartością. Sam fakt, że systemy ratingowe istnieją przyczynia się do rozwoju dialogu dotyczącego jakości nadzoru korporacyjnego. Stwarza to bowiem nowe możliwości wielu badaczom zajmującym się tą problematyką. Badania nad nadzorem korporacyjnym przez lata utrudniało czasochłonne gromadzenie danych pochodzących ze sprawozdań pojedynczych spółek. Po drugie, dopóki kierownictwo spółek publicznych reaguje i odpowiada na ratingi, oczekiwać należy poprawy pewnych elementów nadzoru korporacyjnego. Reasumując należy stwierdzić, iż stawianie nadzoru korporacyjnego w świetle uwagi tworzy warunki dla jego poprawy⁸.

Jakie są jednak ograniczenia ratingów nadzoru korporacyjnego? Dobry *governance* jest mglistym konstruktem, a wewnątrz sali posiedzeń organów spółki nie jest widoczne dla osób z zewnątrz. W rezultacie musimy używać zmiennych, które jedynie w sposób przybliżony opisują jakość nadzoru nad zarządem. Niektóre z nich mają charakter zmiennych wejścia (miary strukturalne, takie jak kto jest w radzie), inne zmiennych procesowych (np. jak często spotyka się rada), czy też zmiennych wyjścia (np. w jakim stopniu wynagrodzenie prezesa (CEO) powiązane jest z wynikami przedsiębiorstwa). Żadna z tych zmiennych, które opisywać mają jakość nadzoru korporacyjnego nie jest doskonała. Każdy system ma więc swoje ograniczenia. W praktyce okazać się może, że przedsiębiorstwo ma ratingi w zależności od tego, jaka firma ocenia jej jakość nadzoru korporacyjnego⁹.

4. INWESTYCJE W DOBRY NADZÓR KORPORACYJNY

Pojawia się więc pytanie, postawione już we wprowadzeniu – czy inwestorzy mogą uzyskać ponadprzeciętne stopy zwrotu z akcji budując portfele inwestycyjne na bazie spółek praktykujących dobry nadzór korporacyjny? Istnieją

⁷ GMI Ratings, *The GMI Ratings AGR Model: Measuring Accounting and Governance Risk in Public Corporations*. GMI Ratings, 2012, www.gmiratings.com (dostęp 15.01.2013) [za:] A. Samborski, *op. cit.*

⁸ D. R. Hermanson, *Corporate Governance Ratings: Good Or Bad?*, „Internal Auditing”, Nov/Dec 2004, s. 38–39, [za:] A. Samborski, *op. cit.*

⁹ *Ibidem.*

dowody na to, że cechy dobrego *governance* zawarte w standardowych indeksach *governance* poprawiają wyniki przedsiębiorstw i ich wartość¹⁰.

Tabela 1

Badania empiryczne wykorzystujące indeksy *governance*.
Klasyfikacja według rezultatów

Pozytywna relacja	Brak związku
Kraje wschodzące, gospodarki transformujące się	
Black (2001) Mohanty (2003) Bai i in. (2004) Klapper i Love (2004) Durnev i Kim (2005) Black i in. (2006a) Black i in. (2006b) Zheka (2006) Cheung i in. (2007) Bauer i in. (2008) Balasubramanian i in. (2008) Garay i Gonzalez (2008) Black i in. (2009) Chen i in. (2009)	Limpaphayom i Connelly (2008) Price i in. (2011)
Europa	
Fernandez-Rodriguez i in. (2004) Drobetz i in. (2004) Bauer i in. (2004) Pagett i Shabbir (2005) Beiner i in. (2006) Toudas i Karathanassis (2007) Clacher i in. (2008) Blom i Schauten (2008) Renders i in. (2009) Toledo (2009)	
USA	
Gompers i in. (2003) Brown i Caylor (2004) Brown i Caylor (2005) Brown i Caylor (2006) Cheng i in. (2006) Aggarwal i Williamson (2006) Cheng i Wu (2006) Spellman i Watson (2009) Bebchuck i in. (2009)	Koehn i Veng (2005) Core i in. (2006) Lehn i in. (2007) Bhagat i Bolton (2008) Chidambaran i in. (2008) Johnson i in. (2008) Daines i in. (2008) Epps i Cereola (2008) Fodor i Diavatopoulos (2010)

Źródło: R. Bozec, Y. Bozec, *The Use of Governance Indexes in the Governance-Performance Relationship Literature: International Evidence*, „Canadian Journal of Administrative Sciences” 2012, Vol. 29(1), s. 80.

¹⁰ L.A. Bebhuk, *Investing in Good Governance*, „The New York Times”, 12.09.2012.

Gruntownego przeglądu literatury w tym obszarze dokonali w 2012 r. R. Bozec, Y. Bozec w artykule *The Use of Governance Indexes in the Governance-Performance Relationship Literature: International Evidence*¹¹. Zauważyli oni jednak, iż rezultaty badań dotyczących wzajemnych relacji pomiędzy indeksami governance a wynikami nie są jednoznaczne. I tak, wyniki badań, w których oparto się na rynku amerykańskim (USA) są często sprzeczne (zob. tab. 1). Część badaczy wskazuje na istnienie związku między indeksami *governance* a wynikami przedsiębiorstw, inni wręcz przeciwnie związku takiego nie dostrzegają. Inaczej sytuacja przedstawia się w przypadku badań, które zostały oparte na rynkach krajów wschodzących, gospodarek transformujących się, czy też rynkach europejskich o ugruntowanej gospodarce rynkowej. Wyniki badań jednoznacznie wskazują tutaj na istnienie związku pomiędzy ratingiem nadzoru korporacyjnego a wynikami przedsiębiorstw i ich wartością. Uwaga ta nie dotyczy rezultatów badań Limpaphayom i Connelly (2008) oraz Price i in. (2011)¹².

Zdaniem Bozec i Bozec istnieje kilka czynników, które wyjaśniać mogą tę różnorodność wyników poszczególnych badań. Po pierwsze, w krajach wschodzących oraz w gospodarkach transformujących się, ograniczenia prawne dotyczące zachowań przedsiębiorstw są zasadniczo słabsze niż te, które obowiązują w krajach rozwiniętych. Z badań Klapper i Love¹³, Durnev i Kim¹⁴ oraz Chen, Chen i Wei¹⁵ wynika, że w krajach charakteryzujących się słabszym systemem egzekwowania prawa, związek pomiędzy ratingiem nadzoru korporacyjnego a wynikami przedsiębiorstwa jest na ogół silniejszy. Po drugie, w krajach europejskich w obszarze nadzoru korporacyjnego przestrzega się podejścia opartego na zasadach. Co więcej, w przypadku spółek publicznych, kraje te przyjęły zasadę przestrzegaj lub wyjaśnij (*comply-or-explain*), co oznacza, że przedsiębiorstwa są zobowiązane do ujawnienia w raportach rocznych lub okresowych informacjach dotyczących nadzoru korporacyjnego stopnia jego zgodności z wytycznymi, a w przypadku rozbieżności wyjaśniania dlaczego nie zdecydowały się ich przestrzegać. Inaczej jest w przypadku USA, gdzie w nadzorze korporacyjnym stosuje się podejście oparte na regulacjach. W rezultacie w spółkach

¹¹ R. Bozec, Y. Bozec, *The Use of Governance Indexes in the Governance-Performance Relationship Literature: International Evidence*, „Canadian Journal of Administrative Sciences” 2012, Vol. 29(1), s. 79–98.

¹² Szerzej: P. Limpaphayom, J. T. Connelly, *Corporate governance in Thailand*, SSRN Working Paper 2008, <http://www.ssrn.com/>; R. Price, F. Roman, B. Rountree, *The impact of governance reform on performance and transparency*, „Journal of Financial Economics” 2011, Vol. 99(1), s. 79–96.

¹³ Szerzej: L. F. Klapper, I. Love, *Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets*, „Journal of Corporate Finance” 2004, Vol. 10(5), s. 703–728.

¹⁴ Szerzej: A. Durnev, E. H. Kim, *To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation*, „Journal of Finance” 2005, Vol. 60(3), s. 1461–1493.

¹⁵ Szerzej: K. C. W. Chen, Z. Chen, K. C. J. Wei, *Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital*, „Journal of Corporate Finance” 2009, No. 15, s. 273–289.

publicznych praktyki nadzoru korporacyjnego muszą odpowiadać wymogom ściśle określonym w szczegółowych rozwiązaniach prawnych. W efekcie, można oczekiwać jedynie niewielkiego zróżnicowania praktyk nadzoru korporacyjnego wśród firm amerykańskich, co tłumaczyć może powody, dla których wyniki badań empirycznych dla tego kraju są tak różne. Po trzecie, przyczyn rozbieżności w wynikach badań należy upatrywać w różnorodności systemów nadzoru korporacyjnego. Wyodrębniając dwa generyczne systemy nadzoru korporacyjnego mamy system zorientowany na rynek oraz system oparty na udziałowcu blokowym¹⁶. Pierwszy, charakteryzuje rozproszona własność, w której współpraca pomiędzy akcjonariuszami a menedżerami oparta jest na warunkach rynkowych, gdzie interesy akcjonariuszy łączą się z interesami menedżerów dzięki powiązaniu części ich wynagrodzenia z rynkiem akcji. Funkcjonują też inne mechanizmy dyscyplinujące menedżerów takie jak groźba przed przejściem. System taki przeważa w USA i innych gospodarkach anglosaskich. W systemie opartym na udziałowcu blokowym, przedsiębiorstwa cechuje skoncentrowana struktura własności. Akcjonariusz dominujący odgrywa kluczową rolę w dyscyplinowaniu menedżerów. Skoordynowane gospodarki rynkowe tego typu z systemem finansowym opartym na banku są dość powszechne w krajach rozwiniętych, w tym w Europie (z wyjątkiem Wielkiej Brytanii i Irlandii), jak również w krajach rozwijających się.

Skoncentrowana struktura własności zwykle oznacza więcej władzy w rękach kontrolującego akcjonariusza, co przekłada się na lepszy monitoring. Koncentracja własności dotyczy jednak również wyższych kosztów agencji oraz koncentracji praw głosu. Oznacza to rozdzielenie praw głosu dominującego akcjonariusza od praw do przepływów pieniężnych, co pogłębia ryzyko wywłaszczenia mniejszościowych udziałowców tworząc większe koszty agencji¹⁷. W tym kontekście, należy spodziewać się, że dominujący lub kontrolujący akcjonariusz dokona poprawy w przedsiębiorstwie przejrzystości i kontroli, jeśli oczekiwany wzrost wartości firmy w wyniku zmian w obszarze praktyk nadzoru korporacyjnego przekracza utratę prywatnych korzyści z kontroli, co potwierdzają wyniki badań Bozec, Bozec i Dia¹⁸. To może wyjaśniać przyczyny, dla których wyniki badań obejmujące próbki spoza krajów anglo-amerykańskich na ogół wskazują na istnienie związku pomiędzy ratingiem nadzoru korporacyjnego a wynikami przedsiębiorstw¹⁹.

¹⁶ Szerzej: A. Shleifer, R. W. Vishny, *A survey of corporate governance*, „Journal of Finance” 1997, No. 2, s. 737–781.

¹⁷ *Ibidem*.

¹⁸ Szerzej: Y. Bozec, R. Bozec, M. Dia, *Overall governance, performance and deviation from one share – one vote principle*, „International Journal of Managerial Finance” 2010, No. 6, s. 305–324.

¹⁹ R. Bozec, Y. Bozec, *op. cit.*, s. 80–81.

5. NADZÓR KORPORACYJNY JAKO KRYTERIUM DECYZJI INWESTYCYJNYCH

Niezależnie od tego ratingi nadzoru korporacyjnego, tworzone przez stronę trzecią, są wskaźnikami jakości nadzoru korporacyjnego, które dostarczają uczestnikom rynku cennych dodatkowych informacji²⁰. Jak zauważa Willenborg²¹, tam gdzie występuje znaczna asymetria informacji, jak ma to miejsce w przypadku jakości nadzoru korporacyjnego, inwestorzy często wymagają i opierają się na informacjach generowanych przez wiarygodne niezależne podmioty. Oczywiście są też i tacy badacze, dla których analiza ratingów nadzoru korporacyjnego jest bezużyteczna²². Sugestię tą można jednak podważyć. Po pierwsze, patrząc na proces inwestowania z punktu widzenia analityka, trzeba zauważyć, iż do jego obowiązków należy potwierdzanie informacji dostarczanych przez menedżerów korporacji. Podczas gdy analitycy zwykle posiadają umiejętności wymagane do potwierdzania informacji finansowych, to w przypadku ewaluacji informacji niefinansowych, w tym jakości nadzoru korporacyjnego, nie jest to już regułą. Po drugie, nawet gdy analitycy potrafią ocenić informacje dotyczące nadzoru korporacyjnego, to liczne jego wymiary (np. bodźce menedżerskie prawa udziałowców, niezależność członków rady, staranność i kwalifikacje członków rady, jakość audytora), które należy brać pod uwagę w procesie ewaluacji powodują, że bardziej wydajne dla analityków jest wykorzystywanie ratingów nadzoru korporacyjnego, niż dokonywanie na własną rękę ocen jakości nadzoru korporacyjnego w poszczególnych przedsiębiorstwach.

Ponadto z analizy literatury przedmiotu wynika, że pozytywne przymioty ważnych aspektów nadzoru korporacyjnego (np. niezależność rady, czy efektywność komitetu audytu) są związane z wyższą jakością raportowania²³. Z ustaleń tych wynika, że wysoka jakość nadzoru korporacyjnego powinna być związana z wyższą jakością raportowania, co zdaniem Cohen i in., zwiększa przewidywalność zysków. W opinii Bedard i Johnstone²⁴, większa przewidywalność z kolei prowadzi do większej pewności prognozy²⁵.

²⁰ Szerzej: M. L. DeFond, *The association between changes in client firm agency costs and auditor switching*, „Auditing: A Journal of Practice & Theory” 1992, No. 11, s. 16–31.

²¹ Szerzej: M. Willenborg, *Empirical analysis of the economic demand for auditing in the initial public offerings market*, „Journal of Accounting Research” 1999, Vol. 37(1), s. 225–238.

²² Szerzej: D. Larcker, S. Richardson, I. Tuna, *Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance*, „The Accounting Review” 2007, Vol. 82(4), s. 963–1008.

²³ Szerzej: J. Cohen, G. Krishnamoorthy, A. Wright, *The corporate governance mosaic and financial reporting quality*, „Journal of Accounting Literature” 2004, No. 23, s. 87–152.

²⁴ Szerzej: J. C. Bedard, K. M. Johnstone, *Earnings manipulation risk, corporate governance risk, and auditors' planning and pricing decisions*, „The Accounting Review”, April 2004, No. 79, s. 277–304.

²⁵ K. N. Asare, M. J. Abdolmohammadi, J. E. Hunton, *The Influence of Corporate Governance Ratings on Buy-Side Analysts' Earnings Forecast Certainty: Evidence from the United States and the United Kingdom*, „Behavioral Research in Accounting” 2011, Vol. 23, No. 2, s. 5–6.

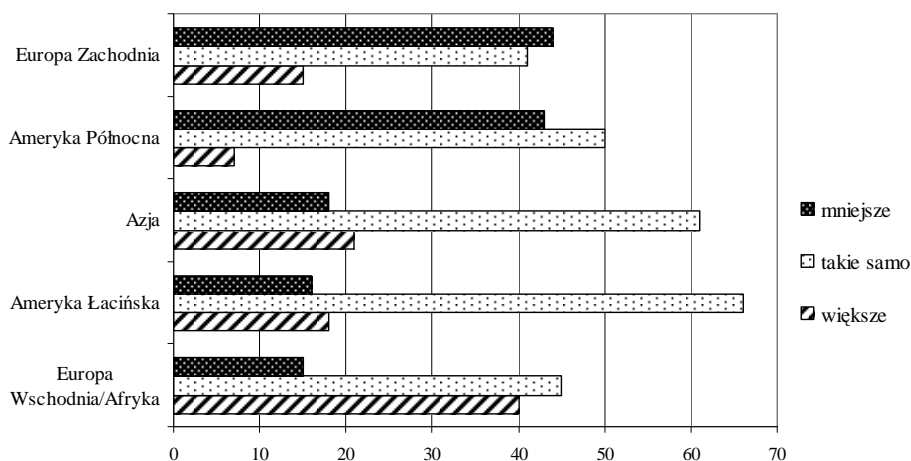
Mając to wszystko na uwadze, firma McKinsey & Company przeprowadziła w dwóch etapach, przypadających na lata 1999–2002, cztery odrębne badania, aby dowiedzieć się, jak akcjonariusze postrzegają i co ważniejsze, wyceniają nadzór korporacyjny w krajach rozwiniętych i gospodarkach transformujących się oraz wschodzących. W pierwszym etapie badania zrealizowano we współpracy z Bankiem Światowym, prof. Sangyong Park of Yonsei University, regionalnymi stowarzyszeniami inwestorów instytucjonalnych. Badaniami objęto: Indonezję, Argentynę, Wenezuelę, Brazylię, Malezję, Japonię, Kolumbię, Koreę Południową, Tajlandię, Meksyk, Tajwan, Chile, Włochy, Szwajcarię, USA, Hiszpanię, Niemcy, Francję, Szwecję, Wielką Brytanię. W drugim etapie badania zrealizowano we współpracy z Global Corporate Governance Forum i rozszerzono je w stosunku do pierwszego etapu o Kanadę, Chiny, Egipt, Indie, Maroko, Filipiny, Polskę, Rosję, Singapur, Afrykę Południową i Turcję. W pierwszym etapie obejmującym trzy odrębne badania, zebrano odpowiedzi od ponad 200 inwestorów instytucjonalnych, którzy łącznie zarządzali aktywami o wartości około 3,25 bilionów dolarów. Pierwsze badanie, w którym oceniano postawy wobec inwestycji w Azji, przeprowadzono we wrześniu i październiku 1999 r. wśród inwestorów instytucjonalnych skupionych w Asia Pacific Institute. Na 84 respondentów, 82% zainwestowało w Azji. Wartość aktywów, którymi zarządzali kształtowała się na poziomie 1,05 bilionów dolarów. Drugie badanie objęło Europę i Stany Zjednoczone. Zostało przeprowadzone w październiku i listopadzie 1999 r. wśród inwestorów instytucjonalnych z USA i Europy. Na 42 respondentów, 95% zainwestowało w Stanach Zjednoczonych i Europie, zarządzając aktywami o wartości około 550 miliardów dolarów. Trzecie badanie, oceniające postawy inwestorów wobec Ameryki Łacińskiej, zostało przeprowadzone w marcu i kwietniu 2000 r. wraz z Bankiem Światowym. Na 90 respondentów, 70% zainwestowało w Ameryce Łacińskiej, zarządzając aktywami o wartości około 1,65 bilionów dolarów²⁶.

W drugim etapie przeprowadzonym wraz z Global Corporate Governance Forum badaniami objęto 31 państw. Przeprowadzono je w okresie od kwietnia do maja 2002 r. W badaniu wzięło udział ponad 200 inwestorów instytucjonalnych, zarządzających aktywami o wartości około 2 bln USD. W dalszej części omówione zostaną wybrane wyniki drugiego etapu badań prowadzonych w 2002 r. przez firmę McKinsey & Company.

Analizując kryteria, którymi kierują się inwestorzy zagraniczni wybierając określony region geograficzny, firma McKinsey & Company zapytała inwestorów instytucjonalnych o to: jak istotny jest nadzór korporacyjny w relacji do

²⁶ P. Coombes, M. Watson, *Three surveys on corporate governance*, „The McKinsey Quarterly” 2000, No. 4, s. 74–75; McKinsey & Company, *Governance is Increasingly at the Heart of Investment Decisions, New McKinsey Survey Shows. Investors Eager for Greater Accounting Disclosure, Other Broad Reforms*, London, July 8, 2002, www.google.com (dostęp 12.03.2013r.); McKinsey, *Global Investor Opinion Survey: Key Findings*, McKinsey & Company 2002, www.mckinsey.com (dostęp 26.01.2013).

kwestii finansowych w ocenie przedsiębiorstw będących potencjalnym przedmiotem inwestycji? Okazało się, iż w przypadku Europy Wschodniej i Afryki, a także Ameryki Łacińskiej i Azji dla inwestorów instytucjonalnych kwestie nadzoru korporacyjnego mają znacznie większe znaczenie niż w przypadku Ameryki Północnej i Europy Zachodniej. Europa Wschodnia i Afryka wyróżnia się jednak na tle pozostałych regionów. Tutaj dla 40% respondentów kwestie nadzoru korporacyjnego mają większe znaczenie niż kwestie finansowe (zob. rys. 1)²⁷.



Rys. 1. Znaczenie dla inwestorów instytucjonalnych nadzoru korporacyjnego w relacji do kwestii finansowych, np. wynik finansowy, potencjał wzrostowy (procent inwestorów)

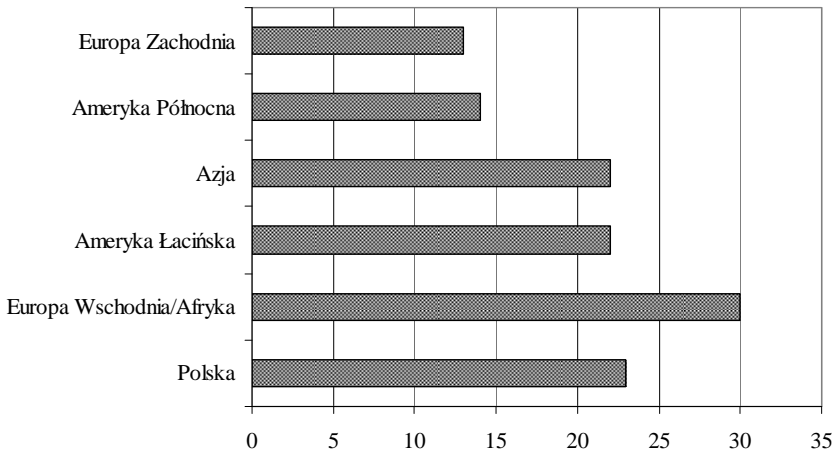
Źródło: McKinsey/KIOD, *Survey on Corporate Governance 2003*, McKinsey & Company 2003, s. 4, www.mckinsey.com (dostęp 26.01.2013).

Co więcej, ponad 70% inwestorów instytucjonalnych zadeklarowało, że są skłonni płacić więcej za akcje spółek o dobrym *governance* w stosunku do spółek o złym *governance*, przy założeniu, że spółki te mają porównywalne wyniki finansowe²⁸. Wysokość premii, którą inwestorzy byliby skłonni zapłacić za spółki z dobrym nadzorem korporacyjnym różni się jednak w zależności od kraju. Inwestorzy twierdzą, że mogą zapłacić o 30% więcej w przypadku Europy Wschodniej i Afryki, czy o 13% więcej w przypadku Ameryki Północnej, za akcje spółek o dobrym *governance* w porównaniu do spółek o gorszym *gover-*

²⁷ McKinsey, *op. cit.*

²⁸ Przedsiębiorstwo o dobrym *governance*, to spółka, w której większość dyrektorów w radzie stanowią dyrektorzy zewnątrzni nie powiązani ze sobą, poddająca formalnej ocenie dyrektorów, która reaguje na wnioski inwestorów dotyczące informacji w kwestii *governance*. Dyrektorzy powinni posiadać również znaczne udziały w spółce, a duża część ich wynagrodzenia powinna obejmować opcje na akcje.

nance, będących jednak w podobnej kondycji finansowej. W przypadku Polski premia ta kształtuje się na poziomie 23% (rys. 2).



Rys. 2. Premia, którą inwestorzy są skłonni zapłacić za spółki z dobrym nadzorem korporacyjnym (%)

Źródło: McKinsey, *Global Investor Opinion Survey: Key Findings*, McKinsey & Company 2002, www.mckinsey.com (dostęp 26.01.2013).

W praktyce wielkość premii, którą inwestorzy instytucjonalni są skłonni zapłacić za spółki z dobrym nadzorem korporacyjnym odzwierciedla stopień w jakim, ich zdaniem, istnieje możliwość poprawy jakości sprawozdawczości finansowej w danym kraju. Zakres sprawozdawczości finansowej w części krajów jest ograniczony, a jej jakość wyraźnie słabsza. W efekcie, inwestorzy instytucjonalni na całym świecie uważają, że ich inwestycje w niektórych krajach są lepiej chronione w przedsiębiorstwach z dobrym nadzorem korporacyjnym, które przestrzegają praw akcjonariuszy. Wyższa premia odzwierciedla potrzebę dokonania fundamentalnych zmian w obszarze ujawniania informacji i wzmocnienia praw akcjonariuszy tak w poszczególnych krajach, jak i samych przedsiębiorstwach. Tak więc tam gdzie standardy rachunkowości są wyższe, a akcjonariusze mają silną pozycję nadzór korporacyjny dla inwestorów staje się mniej ważny. Niższa premia za spółki o dobrym *governance* oznacza, iż w części krajów wiele kluczowych kwestii dotyczących nadzoru korporacyjnego zostało już rozwiązanych. Poprawa w tym zakresie może nastąpić tylko poprzez udoskonalenie aktualnych praktyk oraz poszukiwania nowatorskich sposobów podnoszenia standardów nadzoru korporacyjnego.

Trudno jest jednak oszacować, w jakim stopniu premia za dobry nadzór korporacyjny uwzględniona jest w cenach akcji. Niemniej jednak sam fakt, że inwestorzy biorą pod uwagę w swoich decyzjach inwestycyjnych nadzór korporacyjny jest wystarczającym argumentem za poprawą praktyk *governance* w przedsiębiorstwach²⁹.

6. PODSUMOWANIE

Nie można więc jednoznacznie odpowiedzieć na postawione na początku tego opracowania pytanie – czy inwestorzy mogą uzyskać ponadprzeciętne stopy zwrotu z akcji budując portfele inwestycyjne na bazie spółek praktykujących dobry nadzór korporacyjny? Tam gdzie system prawny jest efektywny a poziom ochrony inwestorów wysoki, dobry *governance* powinien mieć swoje odzwierciedlenie w cenach akcji. Przedsiębiorstwa bowiem w tych krajach przyjęły już dobre praktyki *governance* i zakres poprawy nadzoru korporacyjnego pozostaje marginalny, co w rezultacie nie przekłada się na znaczącą zmianę wyników przedsiębiorstw i ich wartość. Dodatkowych korzyści z dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego należy szukać w tych krajach, gdzie poziom ochrony inwestorów jest słabszy (niższa efektywność instytucji formalnych i nieformalnych) a ryzyko wywłaszczenia akcjonariuszy mniejszościowych większe.

BIBLIOGRAFIA

- Asare K. N., Abdolmohammadi M. J., Hunton J. E., *The Influence of Corporate Governance Ratings on Buy-Side Analysts' Earnings Forecast Certainty: Evidence from the United States and the United Kingdom*, „Behavioral Research in Accounting” 2011, Vol. 23, No. 2.
- Bebchuk L. A., *Investing in Good Governance*, „The New York Times”, 12.09.2012.
- Bedard J. C., Johnstone K. M., *Earnings manipulation risk, corporate governance risk, and auditors' planning and pricing decisions*, „The Accounting Review”, April 2004, No. 79.
- Bozec R., Bozec Y., *The Use of Governance Indexes in the Governance-Performance Relationship Literature: International Evidence*, „Canadian Journal of Administrative Sciences” 2012, Vol. 29(1).
- Bozec Y., Bozec R., Dia M., *Overall governance, performance and deviation from one share – one vote principle*, „International Journal of Managerial Finance” 2010, No. 6.
- Chen K. C. W., Chen Z., Wei K. C. J., *Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital*, „Journal of Corporate Finance” 2009, No. 15.
- Cohen J., Krishnamoorthy G., Wright A., *The corporate governance mosaic and financial reporting quality*, „Journal of Accounting Literature” 2004, No. 23.
- Coombes P., Watson M., *Three surveys on corporate governance*, „The McKinsey Quarterly” 2000, No. 4.
- DeFond M. L., *The association between changes in client firm agency costs and auditor switching*, „Auditing: A Journal of Practice & Theory” 1992, No. 11.

²⁹ P. Coombes, M. Watson, *op. cit.*, s. 75–77; McKinsey, *op. cit.*

- Durnev A., Kim E. H., *To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation*, „Journal of Finance” 2005, Vol. 60(3).
- GMI Ratings, *The GMI Ratings AGR Model: Measuring Accounting and Governance Risk in Public Corporations*. GMI Ratings, 2012, www.gmiratings.com (dostęp 15.01.2013) [za:] A. Samborski, *Nadzór korporacyjny a atrakcyjność inwestycyjna spółki akcyjnej*, [w:] S. Kowalczyk, J. W. Pietrewicz (red.), *Wejście polskich przedsiębiorstw na rynki międzynarodowe*, SGH, Warszawa, w przygotowaniu.
- Hermanson D. R., *Corporate Governance Ratings: Good Or Bad?*, „Internal Auditing”, Nov/Dec 2004, s. 38–39, [za:] A. Samborski, *Nadzór korporacyjny a atrakcyjność inwestycyjna spółki akcyjnej*, [w:] S. Kowalczyk, J. W. Pietrewicz (red.), *Wejście polskich przedsiębiorstw na rynki międzynarodowe*, SGH, Warszawa, w przygotowaniu.
- Hussainey K., Al-Najjar B., *Understanding the Determinants of RiskMetrics/ISS Ratings of the Quality of UK Companies' Corporate Governance Practice*, „Canadian Journal of Administrative Sciences” 2012, Vol. 29(4).
- ISS, *Governance Risk Indicators 2.0: Technical Document*, Institutional Shareholder Services Inc. 2012, s. 6, www.issgovernance.com (dostęp 15.01.2013) [za:] A. Samborski, *Nadzór korporacyjny a atrakcyjność inwestycyjna spółki akcyjnej*, [w:] S. Kowalczyk, J. W. Pietrewicz (red.), *Wejście polskich przedsiębiorstw na rynki międzynarodowe*, SGH, Warszawa, w przygotowaniu.
- ISS, *Introducing GRId 2.0*, <http://www.issgovernance.com/grid-info> (dostęp 17.01.2013) [za:] A. Samborski, *Nadzór korporacyjny a atrakcyjność inwestycyjna spółki akcyjnej*, [w:] S. Kowalczyk, J. W. Pietrewicz (red.), *Wejście polskich przedsiębiorstw na rynki międzynarodowe*, SGH, Warszawa, w przygotowaniu.
- Klapper L. F., Love I., *Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets*, „Journal of Corporate Finance” 2004, Vol. 10(5).
- Lacker D., Tayan B., *Corporate Governance Matters. A Closer Look at Organizational Choices and their Consequences*, Pearson Education, New Jersey 2011, [za:] A. Samborski, *Nadzór korporacyjny a atrakcyjność inwestycyjna spółki akcyjnej*, [w:] S. Kowalczyk, J. W. Pietrewicz (red.), *Wejście polskich przedsiębiorstw na rynki międzynarodowe*, SGH, Warszawa, w przygotowaniu.
- Larcker D., Richardson S., Tuna I., *Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance*, „The Accounting Review” 2007, Vol. 82(4).
- Limpaphayom P., Connelly J. T., *Corporate governance in Thailand*, SSRN Working Paper 2008, <http://www.ssrn.com/>.
- McKinsey & Company, *Governance is Increasingly at the Heart of Investment Decisions, New McKinsey Survey Shows. Investors Eager for Greater Accounting Disclosure, Other Broad Reforms*, London, July 8, 2002, www.google.com (dostęp 12.03.2013 r.).
- McKinsey, *Global Investor Opinion Survey: Key Findings*, McKinsey & Company 2002, www.mckinsey.com (dostęp 26.01.2013).
- Price R., Roman F., Rountree B., *The impact of governance reform on performance and transparency*, „Journal of Financial Economics” 2011, Vol. 99(1).
- Shleifer A., Vishny R. W., *A survey of corporate governance*, „Journal of Finance” 1997, No. 2.
- Standard & Poor's, *Standard & Poor's Corporate Governance Scores Criteria, Methodology And Definitions*, McGraw-Hill Companies Inc., New York (NY) 2002.
- Willenborg M., *Empirical analysis of the economic demand for auditing in the initial public offerings market*, „Journal of Accounting Research” 1999, Vol. 37(1).

Adam Samborski

CORPORATE GOVERNANCE RATINGS

The author in this article seeks to answer the question - whether investors can beat the market by concentrating their portfolios on companies that practice good corporate governance? However, the author has not given conclusive answers. In those countries where the legal system is effective and the level of investor protection is high, good governance should be reflected in the prices of shares. Companies of these countries have already adopted best practice in governance. The scope of corporate governance improving remains marginal. Consequently, it does not translate into a significant change in firms performance and their value. Additional benefits of good corporate governance practices to be found in those countries, where the level of investor protection is weaker (lower effectiveness of formal and informal institutions) and the risk of tunneling and expropriation of minority shareholders is greater.

Key words: rating, corporate governance, investment decisions.