

Klasyfikacja systemów nadzoru korporacyjnego – podejście alternatywne

Nadestany: 01.12.13 | Zaakceptowany do druku: 17.02.14

Anna Golec*, **Anna Zamojska****

Celem artykułu jest dokonanie przeglądu dotychczasowych klasyfikacji narodowych systemów nadzoru korporacyjnego oraz próba zaproponowania alternatywnej klasyfikacji modeli corporate governance przy wykorzystaniu indeksów World Economic Forum. W odróżnieniu od dotychczas opublikowanych koncepcji, autorki dokonały klasyfikacji 114 gospodarek, opartej na zmiennych ilościowych. Analiza obejmuje dane opublikowane dla lat 2005–2011, dotyczące poziomu rozwoju ram instytucjonalnych i rynków finansowych. Punkt wyjścia rozważań stanowi teza, iż silne ramy instytucjonalne danego kraju sprzyjają rozwojowi rynku finansowego, dlatego klasyfikacja systemów nadzoru korporacyjnego do jednego z czterech modeli: autonomicznego, rynkowego, mieszanego oraz instytucjonalnego powinna bazować na ocenie pozycji rynku finansowego względem poziomu rozwiązań instytucjonalnych w danym państwie. Kryterium klasyfikacji stanowią więc efekty indywidualne, wyznaczone na podstawie modelu zależności poziomu rozwoju rynku finansowego od poziomu rozwoju ram instytucjonalnych w danym kraju.

Słowa kluczowe: nadzór korporacyjny, rynki finansowe, instytucje, klasyfikacja.

A taxonomy of Corporate Governance systems – an alternative approach

Submitted: 01.12.13 | Accepted: 17.02.14

The aim of the paper is to review existing taxonomies of national Corporate Governance systems and to present an alternative classification approach using World Economic Forum indexes. In contrast to former concepts, the presented taxonomy classifies 114 economies and is based on quantitative variables. The analysis covers data published for the period of 2005-2011, referring to institutional framework quality and financial market development assessments. The authors verify the hypothesis that a strong institutional framework supports financial market development in a country and therefore the classification of its Corporate Governance system to one of the defined models: autonomous, market-oriented, mixed or institutional should rely on relative financial market assessment measures. The individual fixed effects estimated in a panel model of institutional framework and financial market development dependency create a new classification criteria.

Keywords: Corporate Governance, financial markets, institutions, taxonomy.

JEL: G10, G30

* **Anna Golec** – dr, Katedra Finansów Przedsiębiorstw, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański.

** **Anna Zamojska** – dr hab., Katedra Finansów Przedsiębiorstw, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański.

1. Wstęp

Krajowe systemy corporate governance¹ (CG) różnią się od siebie znacząco. Pomimo nasilających się procesów globalizacji, konwergencja systemów odbywa się bardzo powoli, a głęboko zakorzenione różnice historyczne, kulturowe i gospodarcze dodatkowo utrudniają unifikację. Utrzymywanie się tych różnic wskazuje, że nie istnieje jeden, uniwersalny sposób na uregulowanie problemów związanych z nadzorem korporacyjnym.

Celem artykułu jest przegląd dotychczasowych klasyfikacji systemów nadzoru korporacyjnego oraz próba zaproponowania alternatywnej klasyfikacji modeli nadzoru korporacyjnego, opierając się na indeksach World Economic Forum (WEF). W odróżnieniu od dotychczasowych prób podejmowanych przez badaczy, klasyfikacją objęto szeroką grupę gospodarek (114), w tym kraje rozwijające się, często pomijane w opracowaniach porównawczych. Ponadto autorki dokonały klasyfikacji na podstawie zmiennych ilościowych, a nie jakościowych, jak to dotychczas miało miejsce.

Artykuł jest elementem projektu badawczego 3593/B/H03/2011/40 finansowanego ze źródeł Narodowego Centrum Nauki.

2. Klasyfikacje systemów corporate governance

System corporate governance składa się z formalnych i nieformalnych instytucji, praw, wartości oraz zasad, które tworzą zestaw form prawnych i organizacyjnych dostępnych w ramach danego państwa i które determinują dystrybucję władzy – przenoszenie własności, podejmowanie i monitorowanie decyzji menedżerskich, ujawnianie i weryfikację informacji oraz alokację i dystrybucję korzyści (Cornelius i Kogut, 2003). Keasey i Wright (1993) ujmują system CG jako zbiór mechanizmów stanowiących ekonomiczne i prawne instytucje zmieniane w drodze procesów politycznych.

Pomimo coraz większego zainteresowania problematyką nadzoru korporacyjnego, w literaturze można spotkać relatywnie niewiele klasyfikacji systemów CG, z których większość powstała w latach 90. ubiegłego stulecia. Rodzi to pytanie o ich aktualność w kontekście dynamicznych zmian, jakie miały miejsce w obszarze ładu korporacyjnego w ostatniej dekadzie.

Najprostsze systematyki obejmują podział systemów CG na dwie grupy. Autorami jednej z takich klasyfikacji są Franks i Mayer (1997), którzy zaproponowali podział na systemy insiderskie (zamknięte) i outsiderskie (otwarte). Systemy outsiderskie cechuje rozproszona struktura własności, a co za tym idzie rozproszenie prawa głosu i kontroli nad korporacją. Funkcje kontrolne sprawuje w nich rynek kapitałowy, którego najaktywniejszymi uczestnikami są inwestorzy instytucjonalni. Inne ważne cechy tego systemu to duża mobilność kapitału i przejrzystość funkcjonowania podmiotów gospodarczych (Berndt, 2000). Systemy zamknięte charakteryzują się dużą koncentracją własności, często w rękach jednego akcjonariusza większościowego, który

dzięki swojej przewadze jest w stanie kontrolować kadrę zarządzającą, jak również samodzielnie forsować swoje decyzje. System ten jest bardziej stabilny, a mechanizmy rynku zewnętrznej kontroli przedsiębiorstw nie mają tak dużego znaczenia.

Podobną klasyfikację prezentuje Tam (1999), jednak systemy otwarte nazywa on zewnętrznymi, a systemy zamknięte – wewnętrznymi. Takie klasyfikacje systemów CG pozwalają na wyeksponowanie ich regionalnych i narodowych odmienności, będących wynikiem innych ścieżek rozwoju gospodarczego (*path dependence*) (Bebchuk i Roe, 1999). Znaczenie uwarunkowań historycznych, kulturowych, społecznych, prawnych i politycznych dla ewolucji systemu CG podkreśla także Jerzemowska (2002). W badaniach zespołu La Porta, Lopez-deSilanes, Shleifer i Vishny (1998) kryterium podziału systemów CG stanowi porządek prawny oparty na prawie precedensowym (*common law*) lub prawie stanowionym (*civil law*).

Bardziej rozbudowaną klasyfikację zaprezentowali Weimer i Pape (1999). Wyróżniają oni osiem głównych cech charakteryzujących system CG:

- 1) model (koncepcja) przedsiębiorstwa,
- 2) system rad nadzorczych/rad dyrektorów,
- 3) wpływ głównych grup interesu na proces podejmowania decyzji,
- 4) znaczenie giełdy w systemie gospodarczym,
- 5) zewnętrzny rynek kontroli przedsiębiorstw lub jego brak,
- 6) struktura właścicielska,
- 7) zależność pomiędzy wynagrodzeniem zarządu a wynikami finansowymi firmy,
- 8) horyzont czasowy relacji ekonomicznych.

Analiza wymienionych cech pozwoliła na wyróżnienie dwóch podstawowych systemów CG: zorientowanych rynkowo i sieciowo, a wśród nich czterech głównych modeli: anglosaskiego, germańskiego, łańciskiego i japońskiego, które przedstawiono w tabeli 1.

Cechą wyróżniającą systemy zorientowane rynkowo jest występowanie aktywnego zewnętrznego rynku kontroli przedsiębiorstw (fuzji i przejęć), który jest podstawowym mechanizmem umożliwiającym niezależnym akcjonariuszom pośrednie wpływanie na procesy decyzyjne menedżerów. W systemach zorientowanych sieciowo grupy interesariuszy wywierają nacisk na kadrę menedżerską poprzez sieci względnie stabilnych relacji, jak np. krzyżowe posiadanie akcji (*cross-shareholdings*) czy wzajemne powiązania osób zajmujących stanowiska w radach nadzorczych/dyrektorów (*interlocking directorships*).

Model anglosaski (*takeover corporate governance*) charakteryzuje się dużym znaczeniem i aktywnością rynku fuzji i przejęć podmiotów gospodarczych. W modelu germańskim (*autonomous economic corporate governance*) istotny wpływ na zarządzanie przedsiębiorstwem wywierają inwestorzy instytucjonalni – głównie banki – oraz pracownicy. Model łańciski (*instrumental and institutional corporate governance*) łączy w sobie elementy dwóch

System CG	Zorientowany rynkowo	Zorientowany sieciowo		
	Model CG	anglosaski	germański	łaciński
Główne kraje	USA, Kanada, Wielka Brytania, Australia	Niemcy, Szwajcaria, Austria, kraje skandynawskie	Francja, Belgia, Włochy, Hiszpania,	Japonia
Koncepcja przedsiębiorstwa	instrumentalna	instytucjonalna		
System zarządzania	rada dyrektorów	rada nadzorcza i zarząd	opcjonalnie rada nadzorcza i zarząd lub rada dyrektorów	rada dyrektorów, rada reprezentantów, rada audytorów
Główne grupy interesu	akcjonariusze	banki, pracownicy	holdingi finansowe, państwo, rodziny	banki i instytucje finansowe, pracownicy
Znaczenie giełdy	wysokie	umiarkowane	umiarkowane	wysokie
Aktywny rynek kontroli przedsiębiorstw	istnieje	nie istnieje	nie istnieje	nie istnieje
Koncentracja własności	niska	umiarkowana/ wysoka	wysoka	niska/ umiarkowana
Zależność wynagrodzenia menedżerów i wyników przedsiębiorstwa	wysoka	niska	umiarkowana	niska
Horyzont czasowy relacji ekonomicznych	krótki	długi	długi	długi

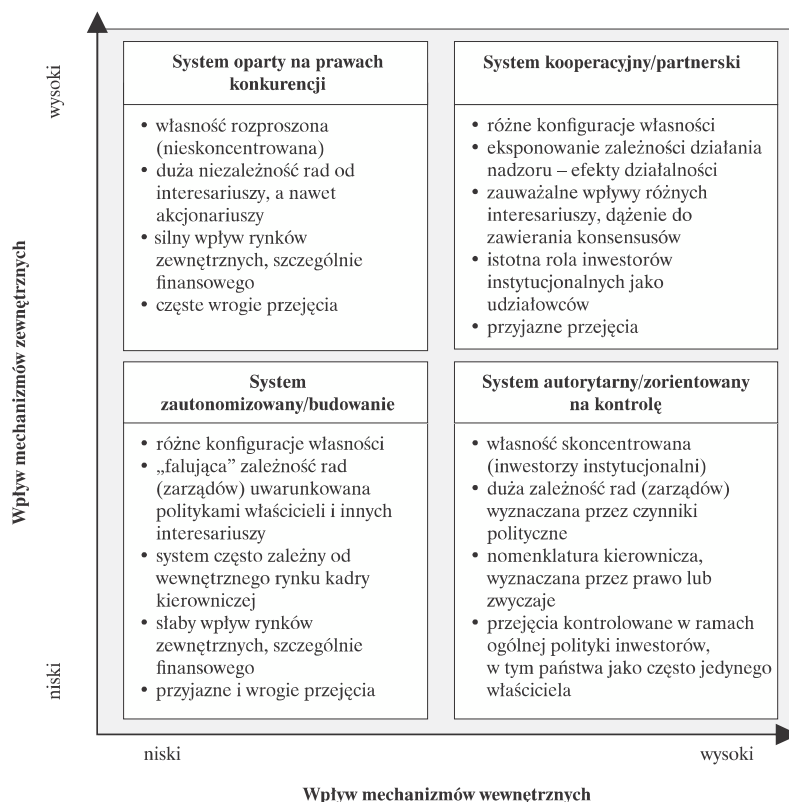
Tab. 1. Klasyfikacja systemów nadzoru korporacyjnego według Weimera i Pape'a. Źródło: J. Weimer i J.C. Pape. (1999). *A Taxonomy of Systems of Corporate Governance Corporate Governance. An International Review*, (2), 152–166, <http://dx.doi.org/10.1111/1467-8683.00143>.

poprzednich modeli, jednakże znacząca rola rodzin i państwa w gospodarce nadaje mu specyficzny charakter. W modelu japońskim (*cultural corporate governance*) uwidacznia się kultura i tradycja Japonii oraz system formalnych i nieformalnych powiązań między korporacjami i grupami interesu (Weimer i Pape, 1999).

Inną podstawą klasyfikacji systemów CG może być perspektywa celu przedsiębiorstwa, definiowanego przez pryzmat grup interesu. Można tu wyróżnić model zorientowany na akcjonariuszy (USA i Wielka Brytania), model grup interesów (Niemcy) oraz model kolektywny (Japonia) (Kołodkiewicz, 1999).

Należy jednak podkreślić, że zaprezentowane klasyfikacje koncentrują się głównie na krajach rozwiniętych. Jedyna z klasyfikacji uwzględniająca zróżnicowany stopień rozwoju gospodarczego państw dzieli systemy CG pod względem znaczenia mechanizmów zewnętrznych i wewnętrznych na: systemy rynkowe, partnerskie, zautonomizowane oraz autorytarne (Wawrzyniak, 2000).

Podział ten przedstawiono na rysunku 1.



Rys. 1. Klasyfikacja systemów nadzoru korporacyjnego według B. Wawrzyniaka. Źródło: B. Wawrzyniak. (2000). Nadzór korporacyjny: perspektywy badań. Organizacja i Kierowanie, (2), 17–38.

System zautonomizowany jest charakterystyczny dla gospodarki w okresie transformacji i cechuje go niewielki wpływ rynków zewnętrznych (będących we wczesnym etapie rozwoju) oraz ograniczona skuteczność mechanizmów instytucjonalnych, co wynika ze zmieniających się strategii właścicielskich, mało skutecznego nadzoru Skarbu Państwa nad spółkami państwowymi oraz często zmieniających się przepisów prawa.

System autorytarny zorientowany jest przede wszystkim na rozwiązania instytucjonalne, a państwo odgrywa w nim dominującą rolę. Organy zarządcze i kontrolne przedsiębiorstw cechuje duża zależność od czynników politycznych. Za jego przeciwieństwo można uznać system rynkowy, który opiera się na prawach swobodnej konkurencji i dużym wpływie zewnętrznych mechanizmów CG. Zaangażowanie państwa ogranicza się zasadniczo do wyznaczania gospodarczych reguł gry, a struktura własności przedsiębiorstw jest w znacznym stopniu rozproszona.

System kooperacyjny (partnerski) zakłada, że efektywne działanie przedsiębiorstwa możliwe jest jedynie przy zaangażowaniu wszystkich interesariuszy skupionych wokół przedsiębiorstwa. Chociaż struktura własności w tym systemie jest silnie skoncentrowana, a rola inwestorów instytucjonalnych znacząca, to mechanizmy instytucjonalne dążą do zapewnienia równowagi sił poszczególnych grup interesu (Wawrzyniak, 2000; Zalega, 2003).

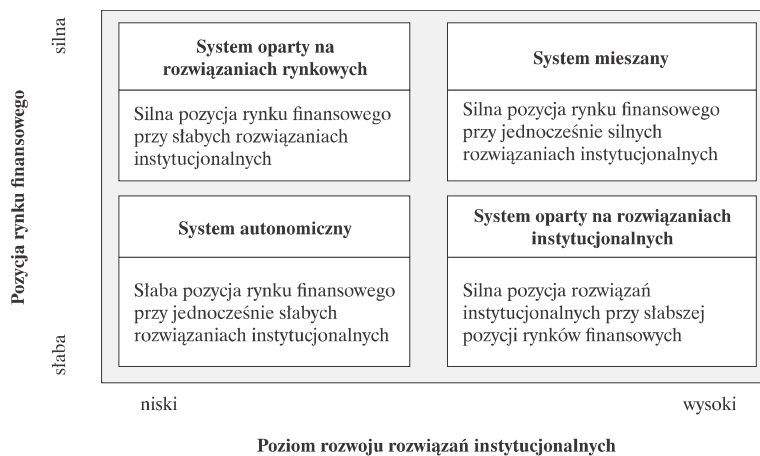
3. Cel badania i główne hipotezy

Dotychczasowe próby klasyfikacji narodowych systemów nadzoru korporacyjnego do jednego z przedstawionych wcześniej modeli odbywały się za pomocą kryteriów jakościowych. Celem niniejszego opracowania jest dokonanie alternatywnej klasyfikacji opartej na kryteriach ilościowych.

Podział zaprezentowany przez Wawrzyniaka (2000) może być wykorzystany do stworzenia alternatywnej klasyfikacji opartej na znaczeniu mechanizmów nadzoru korporacyjnego w podziale na instytucjonalne i rynkowe. Rozwiązania instytucjonalne to regulacje prawne i przepisy wyznaczające ramy działalności i kontroli przedsiębiorstw oraz zakres odpowiedzialności kadry menedżerskiej. Elementy rynkowe to obszary korporacji determinowane przez rynki: finansowe, pracy, informacji itp., przy czym najważniejszą rolę odgrywa tu rynek finansowy (Tamowicz i Dzierżanowski, 2002). Kluczowe znaczenie tych dwóch grup mechanizmów w budowie systemu CG podkreślają Gillan (2006) oraz Jerzemowska (2002).

Mając na uwadze fakt, że systemy nadzoru korporacyjnego mogą obejmować zróżnicowane kombinacje mechanizmów rynkowych i instytucjonalnych, można podjąć próbę sklasyfikowania ich w dwuwymiarowym układzie zaprezentowanym na rysunku 2.

Systemy autonomiczne zdefiniowano jako te, w których zarówno rozwiązania instytucjonalne, jak i elementy rynku finansowego są słabo rozwinięte. Systemy mieszane stanowią przeciwieństwo systemów autonomicznych i charakteryzują się wysokim poziomem rozwoju obu typów mechanizmów. Ponadto w klasyfikacji wyróżniono jeszcze dwa modele: jeden z dobrze wykształconymi rynkami finansowymi przy słabym poziomie instytucji oraz drugi, w którym pomimo wysokorozwiniętych ram instytucjonalnych, rynek finansowy pozostaje na relatywnie niskim poziomie rozwoju.



Rys. 2. Dwuwymiarowa klasyfikacja systemów nadzoru korporacyjnego według znaczenia mechanizmów instytucjonalnych i rynkowych. Źródło: opracowanie własne.

Można jednak oczekiwać, że rozwój ram instytucjonalnych będzie sprzyjał rozwojowi rynków finansowych, dlatego określenie pozycji rynków finansowych powinno odbywać się nie w sposób absolutny, ale względem poziomu rozwoju instytucji w danym kraju. Stąd hipotezy badawcze zostały sformułowana w następujący sposób:

- H1: Rozwój ram instytucjonalnych danego kraju sprzyja rozwojowi rynku finansowego (dodatni kierunek zależności).
- H2: Klasyfikacja systemów nadzoru korporacyjnego poszczególnych krajów do czterech modeli możliwa jest na podstawie zmiennych ilościowych, opartych na ocenie pozycji rynku finansowego względem poziomu rozwiązań instytucjonalnych w danym państwie. Podstawą klasyfikacji powinny zatem być efekty indywidualne, wyznaczone na podstawie modelu zależności poziomu rozwoju rynku finansowego od poziomu rozwoju ram instytucjonalnych w danym kraju.

4. Opis wykorzystanej metody

Dokonanie klasyfikacji systemów CG poszczególnych gospodarek na podstawie danych ilościowych jest kwestią skomplikowaną z kilku powodów. Pierwszym i najbardziej oczywistym problemem jest brak danych opisujących parametry ładu korporacyjnego dla wielu krajów, a jeżeli tego typu dane pojawiają się dla niektórych państw, to porównywalność między nimi często jest zaburzona. Drugim problemem jest niewystandaryzowany sposób pomiaru poszczególnych elementów systemu nadzoru korporacyjnego, poru-

szany przez wielu autorów (Börsch-Supan i Köke, 2002; Bhaghat, Bolton i Romano, 2008; Gruszczyński, 2012).

Mając na uwadze powyższe ograniczenia, autorki wykorzystały do swojej klasyfikacji rankingi publikowane przez World Economic Forum, opisujące ocenę rozwiązań w sferze krajowych instytucji (*Pillar 1: Institutions*) oraz stopnia rozwoju rynków finansowych (*Pillar 8: Financial Market Development*). Poziom rozwoju ram instytucjonalnych danego kraju został zdefiniowany poprzez zmienną *X Pillar 1: Institutions* (X_i), zaś stopień rozwoju rynków finansowych przez zmienną *Pillar 8: Financial Market Development* (Y_i). Zakres ocen przyznawanych przez ekspertów WEF wynosił od 1 (ocena najniższa) do 7 (ocena najwyższa).

Proponowane podejście związane jest z pewnymi ograniczeniami wynikającymi z dynamiki zmian w zakresie nadzoru korporacyjnego, który kształtuje się zależnie od warunków społecznych, gospodarczych, politycznych i nie w pełni da się osadzić w ramach instytucjonalnych, aczkolwiek zależność pomiędzy tymi dwiema zmiennymi jest bardzo silna. Ilustracją tego zjawiska jest zmiana poziomu siły związku między poziomem rozwoju rozwiązań instytucjonalnych a rozwojem rynku finansowego. Uwydatnia się to w okresach turbulencji na rynkach, co potwierdza niższa wartość współczynnika korelacji (tabela 2). Świadczyć to może o nienadążaniu otoczenia instytucjonalnego za dynamicznymi zmianami na rynku finansowym.

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
r	0,8478	0,8483	0,8383	0,7803	0,7556	0,7669	0,7727

Tab. 2. Wartość współczynnika korelacji liniowej Pearsona (r) dla zmiennych *Pillar 1: Institutions* oraz *Pillar 8: Financial Market Development* w latach 2005–2011. Źródło: opracowanie własne.

Ze względu na dostępność danych w bazie WEF badaniem objęto 114 krajów w okresie 2005–2011. Model bazuje więc na 798 obserwacjach, które zaprezentowano graficznie na rysunku 3.

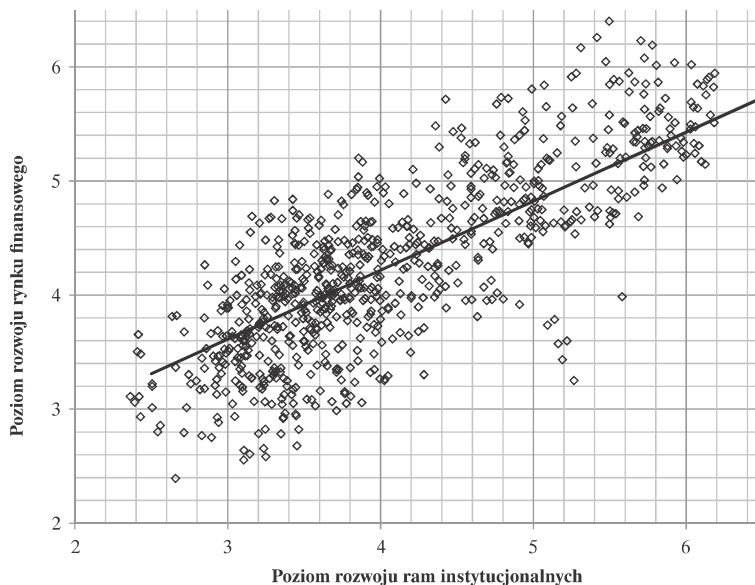
Przyjmując założenie o heterogeniczności badanych krajów ze względu na zróżnicowanie poziomu obu zmiennych oraz siłę ich wzajemnego oddziaływania, w celu zweryfikowania postawionej hipotezy o konieczności klasyfikacji na podstawie efektów indywidualnych, oszacowano model w postaci:

$$Y_{it} = \alpha_i + \gamma_t + \beta X_{it} + \xi_{it}, \quad (1)$$

gdzie:

Y_{it} – wartość zmiennej opisującej rozwój rynku finansowego dla i -tego kraju w roku t ,

X_{it} – wartość zmiennej opisującej rozwój instytucji publicznych dla i -tego kraju w roku t ,



Rys. 3. Model zależności poziomu rozwoju rynku finansowego od poziomu rozwoju ram instytucjonalnych danego kraju. Źródło: opracowanie własne.

α_i – efekt indywidualny dla i -tego kraju,
 γ_t – efekt czasowy dla roku t ,
 ξ_{it} – składnik zakłócający dla i -tego kraju w okresie t ,
 $i = 1, 2, \dots, 114, t = 1, 2, \dots, 7$.

Zaproponowany model z efektami jednostkowymi pozwala na wyznaczenie wyrazu wolnego dla każdego kraju oddzielnie, co umożliwi zbadanie ich heterogeniczności poprzez wyznaczenie efektów jednostkowych (Wooldridge, 2002). Model oszacowano za pomocą klasycznej metody najmniejszych kwadratów z korektą błędów standardowych. Estymacja i weryfikacja modelu przeprowadzona została za pomocą programu Eviews 7. Oszacowana postać modelu jest następująca:

$$\hat{Y}_{it} = 1,799 + 0,605X_{it}. \quad (2)$$

(0,103) (0,025)

Wartość współczynnika determinacji równa 0,918 wskazuje na dobre dopasowanie oszacowanego modelu do danych rzeczywistych. Tak wysoka wartość wyjaśnienia zmienności poziomu rozwoju rynków finansowych wynika z silnej zależności zmienności poziomu ram instytucjonalnych, co

jest pochodną wysokich wartości współczynnika korelacji w poszczególnych latach, zaprezentowanego uprzednio w tabeli 2. Oszacowane parametry modelu są dodatnie – potwierdzona została zatem pierwsza ze stawianych przez autorki hipotez.

W dalszej części badania przeprowadzono test istotności uwzględnienia w modelu efektów jednostkowych i efektów czasowych. Zarówno testy przeprowadzone osobno dla efektów jednostkowych i czasowych, jak i test uwzględniający łącznie oba efekty wskazują, iż uzasadnione jest uwzględnienie w modelu obu efektów: jednostkowych i czasowych. Wyniki przeprowadzonego testu Hausmana wskazują, że w przypadku badanej grupy krajów lepszym modelem jest zastosowany model z efektami jednostkowymi (*fixed effect*) względem modelu z efektami losowymi (*random effect*). W tabeli 3 zamieszczono wyniki przeprowadzonych testów.

Typ efektu	df	Test F	df	Test χ^2	Test Hausmana (df = 1)
Efekt jednostkowy	(113,677)	19,449	113	1153,9	1,289
Efekt czasowy	(6,677)	24,604	6	157,4	0,004
Efekty jednostkowe i czasowe	(119,677)	19,706	119	1193,8	1,302

df – liczba stopni swobody

Tab. 3. Testy istotności efektów jednostkowych i czasowych modelu oraz test Hausmana. Źródło: opracowanie własne.

Za kryterium oceny poziomu rozwoju instytucjonalnego danego kraju przyjęto medianę średnich ocen, jakie w badanym okresie uzyskało 114 krajów. Mediana wyniosła 3,82 punktu, a jej wykorzystanie jako kryterium klasyfikacji pozwoliło wyeliminować wpływ wartości skrajnych w badanej próbie. Jeśli dana gospodarka uzyskała w badanym okresie średnią ocenę przewyższającą medianę, była kwalifikowana do grupy krajów o relatywnie wysokim poziomie rozwoju instytucji, jeśli zaś ocenę niższą niż mediana, była kwalifikowana do grupy państw słabiej rozwiniętych pod względem instytucjonalnym.

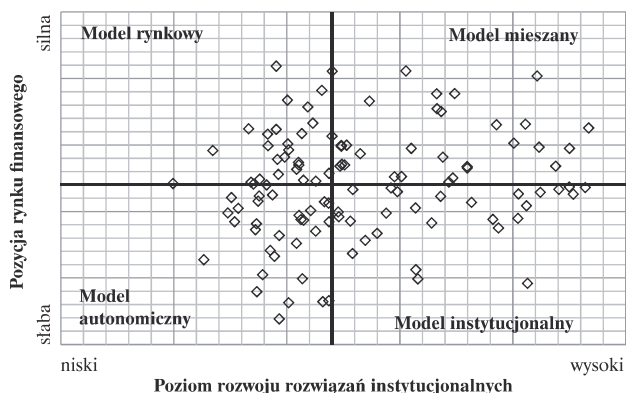
Drugim kryterium klasyfikacji były oszacowane indywidualne efekty stałe dla poszczególnych krajów. Państwa, dla których oszacowane efekty były dodatnie, a więc poziom rozwoju rynków finansowych był wyższy niż oczekiwany, wyznaczony jedynie na podstawie wykorzystania współczynników α i β modelu, zostały zakwalifikowane do grupy systemów, w których pozycja rynku finansowego jest silna, natomiast jednostki z ujemnymi efektami stałymi sklasyfikowane zostały jako kraje o relatywnie słabej pozycji rynku finansowego.

Dysponując oszacowanymi stałymi efektami indywidualnymi (zob. załącznik 1 na s. 66), można przeprowadzić proces klasyfikacji krajów do jednej z czterech grup:

- model autonomiczny – o niskim stopniu rozwoju ram instytucjonalnych i relatywnie słabej pozycji rynku finansowego,
- model rynkowy – o niskim stopniu rozwoju ram instytucjonalnych i relatywnie silnej pozycji rynku finansowego,
- model mieszany – o wysokim stopniu rozwoju ram instytucjonalnych i relatywnie silnej pozycji rynku finansowego,
- instytucjonalny – o wysokim stopniu rozwoju ram instytucjonalnych i relatywnie słabej pozycji rynku finansowego.

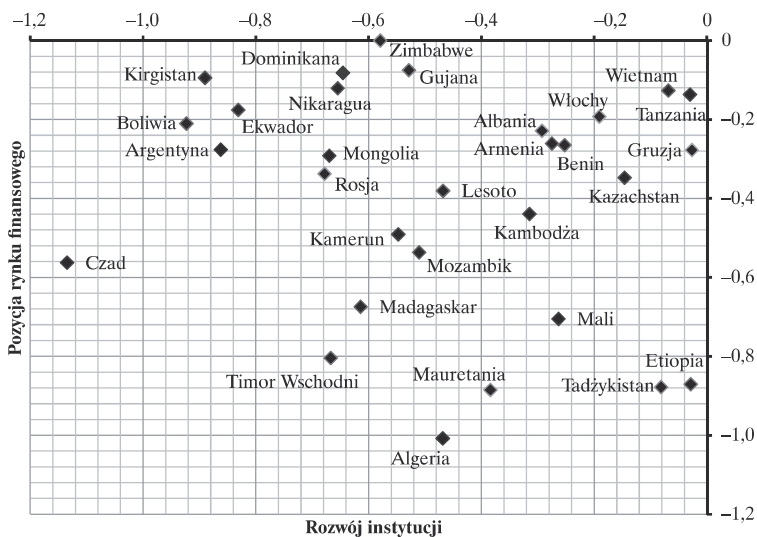
5. Wyniki klasyfikacji

Wyniki przeprowadzonej klasyfikacji zostały zaprezentowane zbiorczo na rysunku 4 oraz, dla zachowania większej przejrzystości, bardziej szczegółowo w rozbiciu na poszczególne ćwiartki (modele). Szczegółowe wartości, na podstawie których dokonano klasyfikacji, zawiera załącznik 1.

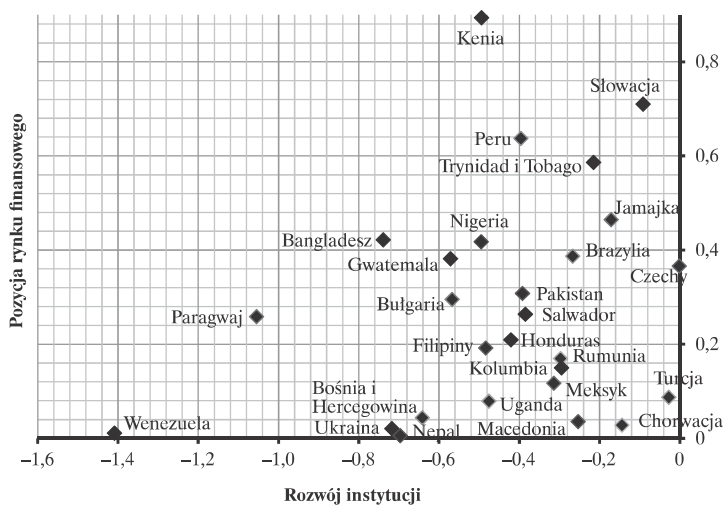


Rys. 4. Wyniki klasyfikacji. Źródło: opracowanie własne.

Rysunek 5 przedstawia kraje sklasyfikowane w modelu autonomicznym. W modelu tym dominują kraje afrykańskie i azjatyckie – zwłaszcza Rosja oraz dawne azjatyckie republiki radzieckie, z wyjątkiem Azerbejdżanu (tj. Kirgistan, Armenia, Tadżykistan, Kazachstan, Gruzja). Z 22 krajów afrykańskich aż 12 sklasyfikowano w modelu autonomicznym, po 3 w modelach rynkowym (Nigeria, Kenia, Uganda) i instytucjonalnym (Maroko, Egipt, Gambia) oraz 4 w modelu mieszanym (Zambia, Namibia, RPA i Mauritius). Znaczącą grupę stanowią także kraje Ameryki Łacińskiej i Południowej (Dominikana, Ekwador, Boliwia, Argentyna). O ile obecność w tej grupie Albanii raczej nie dziwi, o tyle zakwalifikowanie Włoch do tego modelu może być pewnym zaskoczeniem.



Rys. 5. Kraje sklasyfikowane w modelu autonomicznym. Źródło: opracowanie własne.



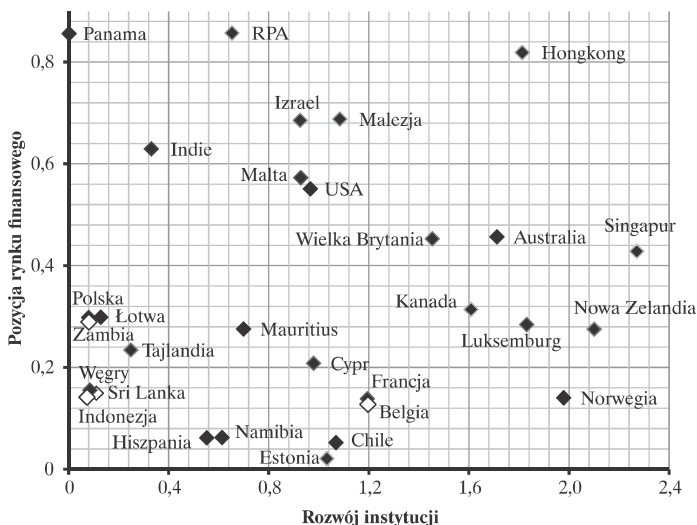
Rys. 6. Kraje sklasyfikowane w modelu rynkowym. Źródło: opracowanie własne.

W grupie krajów sklasyfikowanych w modelu rynkowym (rysunek 6) dominują kraje Ameryki Łacińskiej i Południowej. Z 21 krajów tych regionów uwzględnionych w badaniu aż 11 zostało zakwalifikowanych do modelu, w którym to rynek finansowy stanowi silniejszy mechanizm nadzoru kor-

poracyjnego, zaś 6 do modelu autonomicznego, co świadczy o niskim rozwoju instytucji w tym regionie. Pozytywnie na tym tle wyróżniają się Chile i Panama, zaliczone do modelu mieszanego, oraz Kostaryka i Urugwaj, zaliczone do modelu instytucjonalnego.

Do modelu rynkowego zakwalifikowane zostały ponadto kraje europejskie, takie jak Słowacja, Czechy, Chorwacja, Bułgaria, Rumunia, Bośnia i Hercegowina, Ukraina i Macedonia, oraz nieliczne kraje afrykańskie i azjatyckie.

W modelu mieszanym (rysunek 7) znalazły się przede wszystkim kraje anglosaskie oraz znacząca część dawnych kolonii brytyjskich (Wielka Brytania, USA, Kanada, Australia, Nowa Zelandia, Indie, Sri Lanka, Panama, Hongkong, Singapur, Malesja, Zambia, RPA, Namibia, Malta i Cypr). Co ciekawe, w grupie tej nie znalazła się Irlandia, sklasyfikowana w modelu instytucjonalnym.



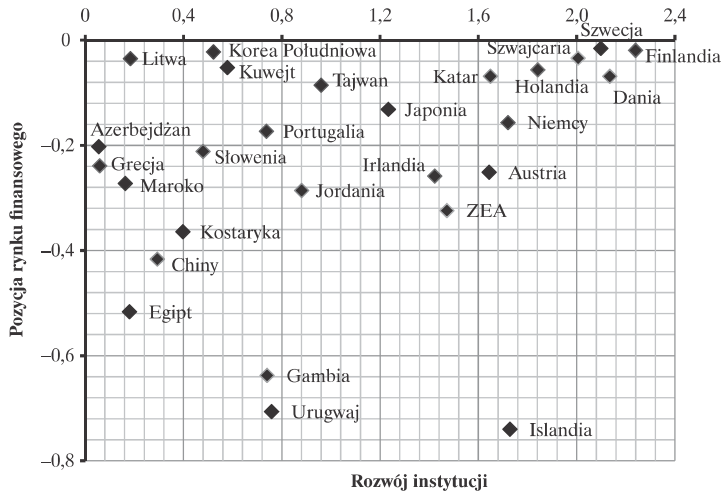
Rys. 7. Kraje sklasyfikowane w modelu mieszanym. Źródło: opracowanie własne.

Grupę modelu mieszanego uzupełniają głównie kraje Europy Zachodniej (Francja, Belgia, Luksemburg i Hiszpania, Norwegia) i kraje bałtyckie (Łotwa i Estonia) oraz kraje Europy Środkowej (Polska i Węgry). Do modelu tego zakwalifikowały się ponadto Tajlandia, Indonezja oraz Izrael.

Ostatnią wyodrębnioną grupą były kraje sklasyfikowane jako model instytucjonalny, zaprezentowane na rysunku 8. W grupie tej znalazły się kraje germańskie oraz skandynawskie (Niemcy, Austria, Szwajcaria, Holandia, Szwecja, Dania, Finlandia), jak również kraje arabskie i północnej Afryki (Katar, Zjednoczone Emiraty Arabskie, Jordania, Kuwejt, Egipt, Maroko).

Ponadto grupa ta zawiera również kilka państw Dalekiego Wschodu: Japonię, Chiny i Tajwan oraz Koreę Południową.

Ciekawym spostrzeżeniem może być fakt, że większość gospodarek, które zostały mocno dotknięte przez kryzys finansowy roku 2008 (Grecja, Portugalia, Islandia, Irlandia), z wyjątkiem Hiszpanii i Włoch, znalazło się właśnie w grupie modelu instytucjonalnego. Można przypuszczać, że taka klasyfikacja jest wynikiem reakcji rynków finansowych oraz podejmowanych reform mających na celu wzmocnienie instytucji.



Rys. 8. Kraje sklasyfikowane w modelu instytucjonalnym. Źródło: opracowanie własne.

Innym spostrzeżeniem z przeprowadzonej klasyfikacji może być fakt, że kraje rozwijające się nie skoncentrowały się w jednym z modeli, a zostały zakwalifikowane do różnych grup. Sugeruje to, że gospodarki zaliczane do tzw. *emerging markets* nie rozwijają się według jednego wzorca. Dobrą ilustrację mogą stanowić tu kraje BRIC (Brazylia, Rosja, Indie, Chiny). I tak, Rosja znalazła się w modelu autonomicznym, Brazylia w modelu rynkowym, Indie w modelu mieszanym, a Chiny w modelu instytucjonalnym.

Wyróżnienie w modelu (1) efektów czasowych pozwoliło na zaobserwowanie jeszcze jednego interesującego zjawiska. Jednym z czynników mających wpływ na poziom rozwoju rynku finansowego jest ogólna sytuacja gospodarcza. Naturalną tendencją jest długofalowy rozwój, jednakże proces ten jest okresowo zaburzany przez pojawiające się kryzysy. Oszacowane wartości efektów czasowych z modelu (1) potwierdzają tę tezę (tabela 4).

W latach 2005–2007 wartości efektu czasowego (γ_i) dla zmiennej opisującej poziom rozwoju rynków finansowych były dodatnie, aczkolwiek już w 2007 r. można zaobserwować niższy jego poziom. Kolejne lata kryzysu

miały istotny negatywny wpływ na poziom rozwoju rynków finansowych, o czym świadczą ujemne efekty czasowe.

Odwroćenie kierunku zmian wartości efektów czasowych zaobserwować można ponownie w 2011 r. Wartość efektu czasowego w 2011 r. jest co prawda wciąż ujemna, lecz spadek wartości już się nie pogłębia, co świadczy o wyhamowaniu kryzysu i może sygnalizować stopniowe odbicie.

Rok	γ_i	$\Delta\gamma_i$
2005	0,0791	
2006	0,1658	0,0866
2007	0,0900	-0,0758
2008	-0,0221	-0,1121
2009	-0,1015	-0,0794
2010	-0,1136	-0,0121
2011	-0,0977	0,0160

Tab. 4. Efekty czasowe z oszacowanego modelu i ich zmiany w badanym okresie. Źródło: opracowanie własne.

6. Podsumowanie

Przeprowadzone badanie umożliwiło pozytywną weryfikację obu postawionych hipotez. Potwierdzona została silna dodatnia zależność pomiędzy poziomem ram instytucjonalnych a rozwojem rynków finansowych. Zaprezentowana klasyfikacja systemów CG pozwoliła podzielić na cztery grupy 114 różnych gospodarek, z których większość była pomijana w dotychczasowych systematykach. Pomimo zastosowania innego kryterium podziału, wynik klasyfikacji jest w pewnym zakresie spójny z wynikami uzyskanymi przez innych autorów. Dotyczy to na przykład zgrupowania większości krajów anglosaskich w odmiennym modelu niż Niemcy i kraje skandynawskie.

W zaproponowanej klasyfikacji zatarciu ulega podział według kryterium porządku prawnego – kraje anglosaskie z systemem prawa precedensowego mieszają się z krajami Europy kontynentalnej, gdzie obowiązuje system prawa stanowionego (kodeksowego). Dzięki alternatywnej metodzie wyeksponowane zostały natomiast różnice pomiędzy krajami rozwijającymi się.

Interesujące wyniki uzyskano dla krajów zaliczanych przez Weimera i Pape'a (1999) do modelu łańciskiego. Francja, Belgia i Hiszpania znalazły się w jednej grupie z krajami anglosaskimi, Portugalia i Grecja razem z krajami skandynawskimi i Niemcami, zaś Włochy razem z krajami o niskim poziomie rozwoju ram instytucjonalnych i rynków finansowych. Ponadto w każdej grupie krajów zidentyfikować można outsiderów. Wśród gospodarek anglosaskich jest to Irlandia, zaliczona do modelu instytucjonalnego, wśród krajów germańskich – Luksemburg, sklasyfikowany w modelu mieszanym. Z pewnością przedwczesne byłoby stwierdzenie, że kraje te na trwałe

odłączyły się od grupy gospodarek, w której klasyfikowane były one przez innych autorów, jednak wynik taki sugeruje, że systemy CG wciąż podlegają dynamicznym zmianom i uznane klasyfikacje nie są dane raz na zawsze.

Przypisy

- ¹ W niniejszym artykule pojęcia ładu korporacyjnego, nadzoru korporacyjnego i corporate governance będą stosowane zamiennie.
- ² Należy tu wyraźnie podkreślić różnicę w stosowaniu określenia autonomiczny/zautonomizowany w klasyfikacji Weimera i Pape'a (1999) oraz w klasyfikacji Wawrzyniaka (2000).

Bibliografia

- Bebchuk, L.A. i Roe, M. (1999). A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership. *Stanford Law Review*, 52 (1), 127–170, <http://dx.doi.org/10.2307/1229459>.
- Berndt, M. (2000). Global Differences in Corporate Governance Systems: Theory and Implications for Reforms. *Harvard Law School Discussion Paper*, 303 (11), 1–65. Pozyskano z: http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/303.pdf (12.11.2013).
- Bhagat, S., Bolton, B. i Romano, R. (2008). The Promise and Peril of Corporate Governance Indices. *Columbia Law Review*, 108 (8), 1803–1882.
- Börsch-Supan, A. i Köke, F.J. (2002). An Applied Econometricians' View of Empirical Corporate Governance Studies. *German Economic Review*, 3 (3), 295–326, <http://dx.doi.org/10.1111/1468-0475.00061>.
- Cornelius, P. i Kogut, B.M. (2003). *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*. New York: Oxford University Press.
- Franks, J. i Mayer, C. (1997). Corporate Ownership and Control in The U.K., Germany, and France. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9 (4), 30–45, <http://dx.doi.org/10.1111/j.1745-6622.1997.tb00622.x>.
- Gillan, S.L. (2006). Recent Developments in Corporate Governance: An Overview. *Journal of Corporate Finance*, (12), 381–402, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.11.002>.
- Gruszczyński, M. (2012). *Empiryczne finanse przedsiębiorstw. Mikroekonometria finansowa*. Warszawa: Difin.
- Jerzemska, M. (2002). *Nadzór korporacyjny*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Keasey, K. i Wright, M. (1993). Corporate Governance: Issues and Concerns. *Accounting and Business Research*, 23, 301–313.
- Koładkiewicz, I. (1999). *Nadzór korporacyjny. Perspektywa międzynarodowa*. Warszawa: Poltext.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. i Vishny, R.W. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106, 1113–1155, <http://dx.doi.org/10.1086/250042>.
- Tam, O.K. (1999). *The Development of Corporate Governance in China*. Northampton: Edward Elgar Publishing.
- Tamowicz, P. i Dzierżanowski, M. (2002). *Biała księga nadzoru korporacyjnego*. Gdańsk: Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową.
- Wawrzyniak, B. (2000). Nadzór korporacyjny: perspektywy badań. *Organizacja i Kierowanie*, (2), 17–38.

- Weimer, J. i Pape, J.C. (1999). A Taxonomy of Systems of Corporate Governance *Corporate Governance. An International Review*, (2), 152–166, <http://dx.doi.org/10.1111/1467-8683.00143>.
- Wooldridge, J.M. (2002). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. Cambridge, London: The MIT Press.
- Zalega, K. (2003). *Systemy Corporate Governance a efektywność zarządzania spółką kapitałową*. Warszawa: Szkoła Główna Handlowa.

Załącznik 1. Wartości ocen ram instytucjonalnych oraz efektów indywidualnych z oszacowanego modelu

Kolumna A – średnia ocena ram instytucjonalnych wg WEF w latach 2005–2011

Kolumna B – standaryzowana średnia ocena ram instytucjonalnych wg WEF w latach 2005–2011 (odchylenie od mediany)

Kolumna C – wartość oszacowanych efektów indywidualnych z modelu (1)

Model rynkowy			
Kraj	A	B	C
Wenezuela	2,407	-1,409	0,011
Paragwaj	2,761	-1,055	0,259
Bangladesz	3,077	-0,739	0,422
Ukraina	3,098	-0,718	0,021
Nepal	3,119	-0,697	0,006
Bośnia i Hercegowina	3,174	-0,642	0,044
Gwatemala	3,245	-0,571	0,382
Bułgaria	3,248	-0,568	0,295
Nigeria	3,321	-0,495	0,418
Kenia	3,322	-0,494	0,894
Filipiny	3,332	-0,484	0,192
Uganda	3,340	-0,476	0,079
Honduras	3,395	-0,421	0,210
Peru	3,420	-0,396	0,637
Pakistan	3,423	-0,393	0,308
Salwador	3,431	-0,385	0,264
Meksyk	3,502	-0,314	0,117
Rumunia	3,518	-0,298	0,170
Kolumbia	3,521	-0,295	0,150
Brazylia	3,549	-0,267	0,387
Macedonia	3,562	-0,254	0,036
Trynidad i Tobago	3,601	-0,215	0,586
Jamajka	3,645	-0,171	0,465
Chorwacja	3,672	-0,144	0,029
Słowacja	3,724	-0,092	0,711
Turcja	3,788	-0,028	0,088
Czechy	3,814	-0,002	0,366

Model mieszany			
Kraj	A	B	C
Panama	3,818	0,002	0,856
Indonezja	3,885	0,069	0,142
Polska	3,896	0,080	0,298
Zambia	3,896	0,080	0,290
Węgry	3,901	0,085	0,155
Sri Lanka	3,927	0,111	0,150
Łotwa	3,945	0,129	0,299
Tajlandia	4,064	0,248	0,235
Indie	4,146	0,330	0,630
Hiszpania	4,368	0,552	0,062
Namibia	4,429	0,613	0,063
RPA	4,469	0,653	0,857
Mauritius	4,516	0,700	0,276
Izrael	4,741	0,925	0,686
Malta	4,743	0,927	0,573
USA	4,782	0,966	0,551
Cypr	4,795	0,979	0,208
Estonia	4,848	1,032	0,021
Chile	4,885	1,069	0,053
Malezja	4,900	1,084	0,688
Francja	5,010	1,194	0,139
Belgia	5,012	1,196	0,128
Wielka Brytania	5,269	1,453	0,453
Kanada	5,425	1,608	0,314
Australia	5,528	1,711	0,457
Hongkong	5,629	1,813	0,819
Luksemburg	5,647	1,831	0,285
Norwegia	5,794	1,978	0,141
Nowa Zelandia	5,916	2,100	0,276
Singapur	6,086	2,270	0,428

Model autonomiczny			
Kraj	A	B	C
Czad	2,681	-1,135	-0,563
Boliwia	2,893	-0,923	-0,211
Kirgistan	2,926	-0,890	-0,095
Argentyna	2,954	-0,862	-0,276
Ekwador	2,985	-0,831	-0,176
Rosja	3,138	-0,678	-0,337
Mongolia	3,146	-0,670	-0,292
Timor Wschodni	3,149	-0,667	-0,804
Nikaragua	3,161	-0,655	-0,121
Dominikana	3,170	-0,646	-0,082
Madagaskar	3,202	-0,614	-0,675
Zimbabwe	3,236	-0,580	0,000
Kamerun	3,269	-0,547	-0,491
Gujana	3,287	-0,529	-0,075
Mozambik	3,306	-0,510	-0,537
Algeria	3,347	-0,469	-1,008
Lesoto	3,348	-0,468	-0,381
Mauretania	3,432	-0,384	-0,885
Kambodża	3,501	-0,315	-0,440
Albania	3,523	-0,293	-0,229
Armenia	3,541	-0,275	-0,261
Mali	3,552	-0,264	-0,705
Benin	3,563	-0,253	-0,265
Włochy	3,625	-0,191	-0,193
Kazachstan	3,670	-0,146	-0,347
Tadżykistan	3,735	-0,081	-0,878
Wietnam	3,747	-0,069	-0,127
Tanzania	3,786	-0,030	-0,137
Etiopia	3,787	-0,029	-0,871
Gruzja	3,789	-0,027	-0,277

Model instytucjonalny			
Kraj	A	B	C
Azerbejdżan	3,871	0,055	-0,202
Grecja	3,875	0,059	-0,239
Maroko	3,979	0,163	-0,273
Egipt	3,995	0,179	-0,516
Litwa	4,000	0,184	-0,035
Chiny	4,109	0,293	-0,416
Kostaryka	4,213	0,397	-0,364
Słowenia	4,296	0,480	-0,211
Korea Południowa	4,338	0,522	-0,022
Kuwejt	4,394	0,578	-0,052
Portugalia	4,553	0,737	-0,173
Gambia	4,556	0,740	-0,637
Urugwaj	4,574	0,758	-0,706
Jordania	4,697	0,881	-0,286
Tajwan	4,776	0,960	-0,085
Japonia	5,049	1,233	-0,132
Irlandia	5,238	1,421	-0,258
Zjednoczone Emiraty Arabskie	5,287	1,471	-0,324
Austria	5,459	1,643	-0,251
Katar	5,465	1,649	-0,068
Niemcy	5,536	1,720	-0,156
Islandia	5,544	1,727	-0,740
Holandia	5,658	1,842	-0,056
Szwajcaria	5,822	2,006	-0,034
Szwecja	5,913	2,097	-0,015
Dania	5,950	2,134	-0,068
Finlandia	6,055	2,239	-0,019