

Indeksy nadzoru korporacyjnego w mikroekonometrii finansowej

Marek Gruszczyński*

Streszczenie: *Cel* – Artykuł ma charakter przeglądowy. Celem prezentacji jest skatalogowanie nowych nurtów w konstruowaniu indeksów *corporate governance* i ich wykorzystania w mikroekonometrii finansowej. *Metodologia badania* – Wykorzystano aktualne i dostępne źródła z literatury naukowej z zakresu zastosowania metod ilościowych w badaniach związków nadzoru właścicielskiego z kategoriami finansowymi w przedsiębiorstwach. W oparciu o te źródła zaproponowano uaktualniony przegląd wybranej tematyki. *Wynik* – W wyniku przeglądu powstała systematyka konstrukcji indeksów *corporate governance* oraz ich przydatności do analizy związków nadzoru właścicielskiego z kategoriami finansowymi. *Oryginalność/wartość* – Artykuł rozszerza i porządkuje wiedzę z zakresu metodyki konstrukcji indeksów nadzoru właścicielskiego w kontekście mikroekonometrii finansowej. Jest to rozwinięcie rozważań przedstawionych w książce Gruszczyńskiego (2012).

Słowa kluczowe: nadzór korporacyjny, indeks nadzoru korporacyjnego, mikroekonometria finansowa, modele regresji

Wprowadzenie

Problematyka nadzoru korporacyjnego (lub nadzoru/ładu właścicielskiego) należy z pewnością do tematów centralnych w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw. Badania empiryczne chętnie wykorzystują jakąkolwiek formę ilościową wyrażenia poziomu *corporate governance* (CG), a już najchętniej jedną liczbę, która ten poziom charakteryzuje. W ten sposób dochodzimy do popularnych indeksów ładu korporacyjnego.

Na stronie Europejskiego Instytutu *Corporate Governance* (www.ecgi.org) znajdziemy listę ponad trzystu kodeksów dobrych praktyk obecnych na całym świecie. Już same takie kodeksy dają podstawę do konstruowania zbiorczych wskaźników (indeksów) – choćby w oparciu o sformułowaną w tych kodeksach listę reguł.

Jednocześnie, jest pokusa, aby indeks był konfrontowany z innymi kategoriami, na przykład tymi, które charakteryzują wyniki danego przedsiębiorstwa. Indeks CG najczęściej wykorzystuje się do badania związku poziomu nadzoru korporacyjnego z wynikami spółki, tymi rachunkowościowymi, jak i tymi pokazywanymi na rynku kapitałowym.

Sekcja 1 przedstawia wybór indeksów nadzoru korporacyjnego znanych z literatury naukowej i praktyki, natomiast sekcja 2 – opisuje dyskusję na temat przydatności indeksów

* prof. dr hab. Marek Gruszczyński, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Instytut Ekonometrii, e-mail: marek.gruszczyński@sgh.waw.pl.

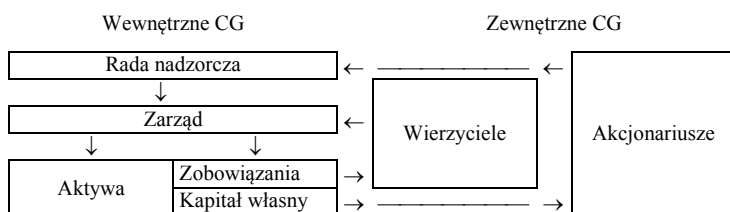
oraz sensu ich konstruowania. W sekcji 3 przedstawione są niektóre nowe badania opisujące stopień powiązania CG z wynikami przedsiębiorstw. W kończącej artykuł sekcji 4 pokazano wyniki badania R.B. Adams (2012) poszukującego odpowiedzi na pytanie o poziom i jakość nadzoru w amerykańskich przedsiębiorstwach finansowych, bezpośrednio związanych z powstaniem ostatniego światowego kryzysu.

1. Indeksy CG

Konstruowanie indeksów *corporate governance* ma dość krótką historię. Indeksy, ratingi i rankingi nadzoru rozwinęły się wraz z popularnością tej tematyki w okresie poenronowskiego kryzysu zaufania, który pogłębił się wraz z kolejnym kryzysem końca pierwszej dekady XXI wieku.

Jak wspomniano we „Wprowadzeniu”, indeks nadzoru korporacyjnego ma być syntetyczną miarą poziomu mechanizmu *corporate governance* w danym przedsiębiorstwie. Tego rodzaju miara jest z góry skazana na krytykę, po pierwsze – jak każdy wskaźnik syntetyczny, po drugie – z powodu koniecznej interdyscyplinarności podejścia. Obszar naukowych badań CG łączy przede wszystkim ekonomię, prawo, finanse, rachunkowość. Dla danego kraju trzeba wziąć jeszcze pod uwagę specyficzne względy praktyczno-kulturowe: efektywność regulacji, jakość rynku kapitałowego, tradycję prawa, wartości społeczne i kulturowe (Larcker, Tayan 2010). Na dodatek, „uczestnicy” decydujący o jakości nadzoru tworzą całkiem sporą listę: zarząd, rada nadzorcza, akcjonariusze, inwestorzy, wierzyciele, audytorzy, klienci, dostawcy, analitycy rynkowi, regulatorzy itd.

Na różnorodność obszarów badawczych i „interesariuszy” CG w przedsiębiorstwie można spojrzeć na przykład poprzez klasyfikację na „zewnętrzne/wewnętrzne CG”, jak na rysunku 1. Przedstawiono tu model bilansowy nadzoru właścicielskiego dla spółki publicznej (Gillan 2006 na podstawie pomysłu Ross i in. 2005).



Rysunek 1. Nadzór właścicielski (CG) i model bilansowy firmy według (Gillan 2006)

Źródło: Gruszczyński (2012).

Po lewej stronie rysunku 1 mamy relacje *corporate governance* wewnątrz firmy, po prawej – z zewnątrz. „Zarządzający, czyli rada nadzorcza i zarząd, którzy działają jako agenci akcjonariuszy, decydują o tym, w jakie aktywa inwestować i z jakich źródeł sfinansować te

inwestycje. Rada nadzorcza doradza zarządowi i monitoruje zarząd, a także ma za zadanie wybierać członków zarządu, może ich zwalniać oraz ustala ich wynagrodzenia. Po prawej stronie diagramu mamy elementy nadzoru zewnętrznego, które wynikają z potrzeby zdobywania kapitału przez firmę” (Gruszczyński 2012).

Jak wynika z powyższych akapitów, rating lub indeks nadzoru jest trudny do zaproponowania z uwagi na dużą liczbę elementów, jakie należałoby brać pod uwagę. A jednak – takie ratingi i indeksy powstają i to dość licznie, najpewniej z potrzeby posiadania szybko dostępnej krótkiej informacji o jakości CG w konkretnych przedsiębiorstwach.

1.1. Ratingi i indeksy lokalne

W krajach o rozwiniętych rynkach kapitałowych powstały i powstają liczne „lokalne” ratingi/indeksy CG. Na przykład w Polsce na początku lat dwutysięcznych popularne były ratingi Polskiego Forum Corporate Governance oraz Polskiego Instytutu Dyrektorów. Inny indeks dla polskich przedsiębiorstw zaproponowali Kowalewski, Stetsyuk i Talavera (2007). Został on nazwany indeksem TDI (*transparency and disclosure index*), a większość branż pod uwagę elementów to elementy CG.

Dla greckich spółek giełdowych indeks nadzoru korporacyjnego skonstruowali Lazarides i Drimpetas (2009), dla spółek niemieckich – Drobetz, Schillhofer i Zimmermann (2003). Mamy także indeks koreański KCGI (*Korean CGI*), brazylijski BCGI, indeks dla Indii (patrz niżej) i inne.

Ratingi CG często są proponowane przez czasopisma biznesowe. W Kanadzie taki ranking opublikowało czasopismo „Globe and Mail”. Innym przykładem są rankingi sporządzane przez firmy doradczo-analityczne (por. niżej przykłady dla USA).

1.2. Ratingi i indeksy międzynarodowe

Ratingi/indeksy o zasięgu międzynarodowym obejmują przede wszystkim popularne rozwiązania amerykańskie (patrz niżej). Ponadto, większość indeksów komercyjnych ma obecnie wymiar ponadlokalny. Przykładem jest rating sporządzany przez firmę Alliance-Bernstein Capital Emerging Market Universe – dostępny także (z opóźnieniem w czasie) dla badań naukowych. Przykładem badania akademickiego jest indeks podany przez Klapper i Love (2003), sporządzony dla przedsiębiorstw z 14 krajów.

Martynova i Renneboog (2010) zaproponowali analizę rozwiązań *corporate governance* w 30 krajach europejskich i w USA w okresie 1990–2005. Na tej podstawie sporządzili jednolity indeks i przeanalizowali jego zmiany w czasie.

1.3. Ratingi i indeksy w USA

Badacze z całego świata chętnie korzystają z doświadczeń rozwiniętego rynku kapitałowego w USA, dla którego proponuje się w istocie najwięcej nowych ratingów/indeksów. Stąd,

ważne jest odnotowanie następujących, w miarę reprezentatywnych indeksów/ratingów powstałych w USA:

Ratingi:

- TCL: The Corporate Library (*Board Effectiveness Rating*),
- GMI: GovernanceMetrics International (*Market and Industry Indices*),
- RiskMetrics (*Corporate Governance Quotient*),
- Egan-Jones Proxy Services (*Corporate Governance Rating*).

Indeksy:

- *G-index* Gompersa, Ishii, Metricka (2003),
- *E-index* Bebchuka, Cohen i Ferrella (2004),
- *Gov-Score* Browna i Caylora (2006),
- Glass, Lewis & Company (*Board Accountability Index*).

Dla przykładu, popularny *G-index* konstruuje się na skali od 1 do 24 – z punktu widzenia praw właścicieli: 1 oznacza prawa najsilniejsze, a 24 – najsłabsze.

Indeksy i ratingi CG przenikają się obecnie z propozycjami innych bądź nowych wymiarów. Na przykład, istnieje duża grupa indeksów ujawnień (*corporate disclosure*), które biorą pod uwagę wiele elementów nadzoru. Innym przykładem są liczne indeksy CSR (*corporate social responsibility*), w których nadzór jest elementem społecznej odpowiedzialności biznesu – i na odwrót. Warto w tym miejscu wskazać na polski indeks giełdowy RESPECT (www.odpowiedzialni.gpw.pl/).

2. Spór o sens konstruowania indeksów CG

2.1. Sześć mitów

Armstrong, Guay i Weber (2010) w obszernym raporcie przedstawili przegląd literatury naukowej z dziesięciu poprzedzających lat – odnoszącej się do badań związku przejrzystości sprawozdań finansowych z poziomem nadzoru właścicielskiego, a właściwie z możliwością pomniejszania w ten sposób konfliktów pomiędzy menedżerami, właścicielami i kredytodawcami. Raport przedstawia wiele wątpliwości co do zasadności niektórych (naukowych) przekonań przyjmowanych bezdyskusyjnie w badaniach *corporate governance*.

Brickley i Zimmerman (2010) podjęli trop tych wątpliwości i przedstawili wyraźnie „sześć mitów” na temat *corporate governance*, które w swoim artykule po kolei „zdemaskowali”. Są to następujące przekonania naukowców i innych osób zajmujących się kwestiami nadzoru właścicielskiego:

- istnieje dobra definicja „nadzoru właścicielskiego”,
- podział mechanizmów nadzoru na „wewnętrzne” oraz „zewnętrzne” jest pożyteczny,
- niezależni członkowie rady nadzorczej spełniają dwie odrębne role: doradzania zarządowi oraz monitorowania zarządu,
- w wyniku badań naukowych zidentyfikowano „dobre” i „złe” praktyki nadzoru,

- można skonstruować indeks nadzoru korporacyjnego,
- dobre praktyki nadzoru można określić na podstawie porównań z informacjami o innych spółkach (*benchmarks*).

Autorzy przedstawiają przekonujące argumenty za tym, aby powyższe stwierdzenia uważać za mocno dyskusyjne (słowo „mit” jest tu użyte raczej dla dobrego efektu). W odniesieniu do indeksów nadzoru („mit piąty”) autorzy argumentują w następujący sposób. Faktycznie, system nadzoru w przedsiębiorstwie obejmuje wiele składników i trudno ocenę nadzoru oprzeć tylko na jednym z nich. Mimo to, skonstruowanie jednego indeksu nie wydaje się możliwe. Dlaczego? Wątpliwe jest na przykład przyznawanie takiej samej wagi każdemu z elementów nadzoru, jak to się dzieje w przypadku wielu indeksów (np. przyznaje się 0, gdy element nie występuje oraz 1, gdy występuje). Czasami wagi się różnią, ale ich ustalenie opiera się na przykład na modelu regresji stopy zwrotu (albo ROA) względem zmiennych reprezentujących nadzór (np. struktura rady nadzorczej, wielkość rady, liczba zebra itd.). To wszystko jest problematyczne z trzech powodów. Po pierwsze, cały system nadzoru właścicielskiego w przedsiębiorstwie jest wyraźnie endogeniczny. Z tego powodu nie jest możliwe (bez dodatkowych założeń) ustalenie zależności pomiędzy indeksem nadzoru a np. wynikami przedsiębiorstwa, bowiem obie te kategorie są endogeniczne. Po drugie, obecny stan wiedzy nie pozwala na definitywne sklasyfikowanie jakiejś kategorii nadzoru (lub kombinacji tych kategorii) jako dobrej lub jako złej. Po trzecie, z badań nie wynika jednolity, dający się akceptować system wag dla elementów indeksu nadzoru (np. nie wiadomo, jaka jest porównywalna ważność różnych mechanizmów nadzoru oraz w jaki sposób wagi mogłyby się zmieniać w zależności od przedsiębiorstwa).

Te „stare” i „nowe” argumenty przeciwko konstruowaniu indeksów nie mają, oczywiście, znaczenia w sytuacjach praktyczno-politycznych.

2.2. Siedem (innych) mitów

W ogólnosięciowym procesie wprowadzania systemów nadzoru – po aferach Enronu i innych firm z początku XXI wieku – posługiwano się różnymi „pewnikami” czy „przekonaniami”, które w mniejszym lub większym stopniu dało się „udowodnić” przy pomocy naukowych badań. Powstała w ten sposób wiedza bywa przyjmowana dość bezkrytycznie, zarówno przy kolejnych badaniach, jak i w praktyce nadzoru.

Warto odnotować artykuł Larckera i Tayana (2011), w którym autorzy rozprawiają się z „siedmioma mitami” *corporate governance*. Są one następujące:

- struktura rady nadzorczej = jakość rady nadzorczej,
- wynagrodzenia szefów firm (CEOs) są systematycznie nadmierne,
- przy wynagradzaniu CEOs nie płaci się za wyniki, jakie firmy osiągają,
- rady nadzorcze są przygotowane do wskazania następcy CEO,
- regulacje zewnętrzne (jak np. ustawy Sarbanesa-Oxleya czy Dodda-Franka) poprawiają *corporate governance* w firmie,

- rekomendacje doradców (*proxy advisory*) w sprawie głosowania na dorocznym zgromadzeniu akcjonariuszy oparte są na dokładnych badaniach,
- dobre praktyki są właściwym rozwiązaniem dla jakości *corporate governance*.

Ta lista daje jeszcze inne spojrzenie na badania i praktykę nadzoru. Autorzy wskazują przykłady oraz podają proste statystyki świadczące – ich zdaniem – o złudności każdego z powyższych przekonań.

Do indeksów nadzoru Larcker i Tayan nawiązują przy omawianiu „siódmego mitu”. Uważają, że nie może istnieć system dobrych praktyk jednolity dla wszystkich firm. Ich zdaniem, nie ustalono dotąd standardów *corporate governance*, które byłyby bezdyskusyjnie związane poprawianiem wyników firm – pomimo wysiłków regulatorów oraz świata akademickiego i komercyjnego. I dotyczy to zarówno rekomendacji paneli ekspertów, ratingów CG oraz indeksów CG.

2.3. Dalsze wątpliwości

W książce Gruszczyńskiego (2012) przywołano jeszcze inne argumenty dotyczące wątpliwości przy konstruowaniu indeksów. Przytoczymy dwa z nich:

1. Bebchuk i Hamdani (2009) wskazują, że „badacze konstruujących mierniki nadzoru dla spółek publicznych nie biorą pod uwagę ważnego elementu, jakim jest związek układu nadzoru w spółce ze strukturą własności. Autorzy wykazują, że niektóre ze środków służących ochronie inwestorów zewnętrznych w firmie z akcjonariuszem dominującym są praktycznie bez znaczenia, a nawet są szkodliwe dla tych inwestorów w firmie bez takiego akcjonariusza (i *vice versa*) (...) Poszukiwanie wspólnego standardu CG dla wszystkich firm powinno się zastąpić poszukiwaniem odrębnych standardów dla firm z akcjonariuszem dominującym oraz dla firm bez takiego akcjonariusza”.
2. Donker i Zahir (2009) argumentują, że „nadzór korporacyjny jest tak złożony, iż posługiwanie się jedną miarą do reprezentowania poziomu nadzoru nie jest dopuszczalne. Taka miara w żaden sposób nie oddaje natury CG ani też nie ma potencjału do reprezentowania CG w próbach analizy związku CG z wynikami firmy. W badaniach powinno się wykorzystywać jedynie pojedyncze elementy CG, a nie indeks, który ma reprezentować całe CG w firmie”.

3. Relacja: indeksy CG a wyniki przedsiębiorstw – przykłady nowych badań

W wielu przykładach w książce Gruszczyńskiego (2012) omówiono wykorzystanie indeksów *corporate governance* do badania związków CG z wynikami firm.

Według badania Daines, Gowa i Larckera (2008), amerykańskie ratingi komercyjne sporządzane przez Audit Integrity, RiskMetrics, GovernanceMetrics International oraz

The Corporate Library nie są dobrymi predyktorami przyszłych wyników firm. Podobny wynik uzyskali Ertugrul i Hegde (2009). Jak wiadomo, tego rodzaju firmy (*proxy advisory firms*) przygotowują rekomendacje dla głosowania na walnych zgromadzeniach. Wniosek: nie ma podstaw, aby wiązać te rekomendacje (dotyczące nadzoru w firmach) z wysokim prawdopodobieństwem poprawienia wyników firm w przyszłości.

Z kolei liczne badania akademickie pokazały, że nie da się jednoznacznie uprawdopodobnić zależności między poziomem CG a wynikami przedsiębiorstw. Powody są rozmaite. Te, które stoją po stronie jakości indeksów CG przedstawiono wyżej w sekcji 2. Inne dotyczą adekwatności miar reprezentujących wyniki, doboru właściwych metod analizy, a w przypadku modeli mikroekonometrycznych typu regresyjnego – także problemu endogeniczności. Wydaje się, że niekonkluzywne, często wzajemnie sprzeczne wyniki badań ilościowych w zakresie CG pokazują niedojrzałości teorii, a także warsztatu metodycznego.

Mimo to, podejmowane są dalej próby poszukiwania tych zależności. Poniżej przedstawiono dwie z nich.

3.1. Badanie Bebchuka, Cohen i Wanga (2013, 2010)

Nowe badanie Bebchuka, Cohen i Wanga (2013, 2010) zostało wyróżnione w 2013 roku doroczną nagrodą przyznaną przez Investor Responsibility Research Center Institute (IRRCI).

Badanie jest w istocie powtórzeniem słynnego i często cytowanego badania Gompersa, Ishii, Metricka (2003), którzy zaproponowali *G-index*, a następnie wykorzystali go do pokazania, że w latach 1991–1999 jego wartości były skorelowane ze stopami zwrotu. Pozwoliło to (*ex post*) skonstruować całkiem efektywną strategię inwestycyjną dla tego okresu.

Bebchuk, Cohen i Wang pokazali, że ta korelacja nie wystąpiła w kolejnym okresie, w latach 2000–2008. Co więcej, wykazali, że zanik korelacji jest wynikiem procesu „uczenia się” przez uczestników rynku właśnie tego, że istnieje wyraźna różnica pomiędzy firmami o dobrym i złym nadzorze. Pokazali także, iż:

1. Presja na tematykę *corporate governance* w mediach, wśród inwestorów instytucjonalnych oraz badaczy, rozpoczęła się na początku XXI wieku i pozostaje do dzisiaj na wysokim poziomie.
2. Do początku XXI wieku, ale później już nie, uczestnicy rynku byli zaskakiwani bardziej pozytywnie dobrymi wynikami firm z wyższym poziomem CG niż dobrymi wynikami firm z niższym poziomem CG.

Wyniki te dowodzą, iż obecnie nie da się skonstruować efektywnej strategii inwestycyjnej na podstawie indeksów G lub E. Autorzy wskazują, że mimo to indeksy G i E są nadal skorelowane ujemnie z poziomem wskaźnika q Tobina, a to oznacza ich przydatność dla badaczy i polityków.

3.2. Badanie Varshneya, Kumara i Vasala (2012)

Ciekawe wyniki dla Indii pokazali w swoim artykule Varshney, Kumar i Vasal (2012). Dla 105 starannie wybranych spółek giełdowych (*National Stock Exchange of India*) skonstruowali własny indeks CG, a następnie – dla danych z dwóch okresów, 2002–2003 oraz 2008–2009 – oszacowali zależność tego indeksu od wybranych miar wyników finansowych.

Okazało się, że miara ekonomicznej wartości dodanej (*EVA*) jest wyraźnie dodatnio skorelowana z poziomem indeksu nadzoru. Tradycyjne miary, takie jak *RONW* (*return on net worth*), *ROCE* (*return on capital employed*) oraz *q* Tobina, nie wykazały korelacji z indeksem CG.

4. CG a kryzys. Badanie Adams (2012)

Na zakończenie przedstawiamy interesujące wyniki na temat związku kryzysu finansowego z poziomem CG w amerykańskich firmach finansowych, jakie uzyskała R.B. Adams (2012). Chodzi o to, czy – z punktu widzenia nadzoru korporacyjnego – zarządy i rady nadzorcze przedsiębiorstw finansowych powinny być uznane za winnych ostatniego kryzysu finansowego. Czy finansiści nie stosowali się do wymogów regulatora (takich, jak np. ustawa Sarbanesa-Oxleya)? Czy przedsiębiorstwa te były gorsze od innych pod względem CG?

Na podstawie próby firm finansowych i nie-finansowych z lat 1996–2007 autorka wykazała, że poziom nadzoru, średnio rzecz biorąc, w firmach finansowych nie był w oczywisty sposób niższy niż w firmach nie-finansowych. W istocie, proste indeksy nadzoru pokazują, że banki i niebankowe przedsiębiorstwa finansowe miały lepszy nadzór niż przedsiębiorstwa nie-finansowe. Co więcej, wynagrodzenie zarządów banków było wyraźnie niższe niż wynagrodzenie zarządów firm nie-finansowych. Ponadto, banki, które otrzymały fundusze ratunkowe miały rady nadzorcze bardziej niezależne niż w innych bankach.

Z tego może wynikać, iż obecnie stosowane miary nadzoru nie są adekwatne do wyjaśnienia klęsk nadzorczych przypisywanych firmom finansowym. Jednocześnie, jest wyraźna potrzeba podjęcia tematu jakości nadzoru w tych firmach przez instytucje regulacyjne. Kryzys miał jednak miejsce, a „dział się” głównie za pośrednictwem przedsiębiorstw finansowych.

Uwagi końcowe

Obszar naukowych badań *corporate governance* ma wielu „interesariuszy” – ekonomia, prawo, finanse, rachunkowość. Konieczna jest interdyscyplinarność badań. Do tego dochodzą jeszcze względy praktyczno-kulturowe: efektywność regulacji, jakość rynku kapitałowego, tradycja prawa, wartości społeczne i kulturowe (Larcker, Tayan 2010). W efekcie, poszukiwanie jednolitych indeksów nadzoru jest przedsięwzięciem trudnym, a jego wynik jest zawsze skazany na krytykę. Mimo to, takie przedsięwzięcia się podejmuje, najpewniej

ze współczesnej potrzeby posiadania szybko dostępnej krótkiej informacji o jakości CG w konkretnych przedsiębiorstwach. W tym artykule przypomniano główne indeksy nadzoru oraz wskazano na aktualne wyniki badań z tym związane.

Miniona dekada była okresem wielkiego testu dla badaczy w zakresie finansów i ekonomii, także w zakresie *corporate governance*. Regulacje poenronowskie nie zapobiegły kolejnemu kryzysowi zaufania na całym świecie. Niekonkluzywne, często wzajemnie sprzeczne wyniki badań naukowych (głównie ilościowych) w zakresie CG pokazały niedojrzałości teorii i warsztatu metodycznego.

Zdaniem Autora, wnioski dla współczesnych badań są następujące:

1. Indeksy CG nie okazały się ogólnie akceptowalnym miernikiem poziomu jakości nadzoru; ta sytuacja się nie zmieni, jednak nie ma powodów odrzucenia czy dyskwalifikacji tego rodzaju podejścia metodycznego.
2. Naukowe poparcie lub odrzucenie hipotez dotyczących CG nadal zależy od dobrego wykorzystania warsztatu metodycznego, przede wszystkim mikroekonometrii, także z użyciem indeksów CG.
3. Należy pamiętać o zasadzie „w danym miejscu i w danym okresie”; przenoszenie wyników i hipotez pomiędzy rynkami, krajami czy okresami jest często ryzykowne; nie oznacza to jednak, że w badaniach należy pomijać dotychczas osiągnięte wyniki z nurtu światowego.

Literatura

- Adams R.B. (2012), *Governance and the Financial Crisis*, „International Review of Finance”, 12, 1, s. 7–38.
- Armstrong C., Guay W.R., Weber J., *The Role of Information and Financial Reporting in Corporate Governance and Debt Contracting*, Working Paper University of Pennsylvania and Massachusetts Institute of Technology. Dostępny w SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1571138>.
- Bebchuk, L.A., Cohen A., Ferrell A. (2004, 2009), *What matters in corporate governance?* „Review of Financial Studies”, 22, no. 2, s. 783–827, February 2009, „Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper” no. 491 (2004).
- Bebchuk L., Cohen A., Wang C.C.Y. (2013, 2010), *Learning and the Disappearing Association between Governance and Returns*, NBER Working Paper no. w15912, Harvard Law School Olin Discussion Paper no. 667, April 2010, „Journal of Financial Economics”, 108, s. 323–348 (2013).
- Bebchuk L.A., Hamdani A. (2009), *The elusive quest for global governance standards*, „University of Pennsylvania Law Review”, 157, s. 1263–1317.
- Brown L.D., Caylor M. L. (2006), *Corporate governance and firm valuation*, „Journal of Accounting and Public Policy” 25, s. 409–434.
- Brickley J.A., Zimmerman J.L. (2010), *Corporate Governance Myths: Comments on Armstrong, Guay, and Weber*, Simon School Working Paper no. FR 10–29. Dostępny w SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1681030>.
- Daines R., Gow I.D., Larcker D.F. (2009), *Rating the ratings: How good are commercial governance ratings?* „Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper”, no. 1.
- Donker H., S. Zahir (2008), *Towards an impartial and effective corporate governance rating system*, „Corporate Governance”, 8, s. 83–93.
- Ertugrul M., Hegde S. (2009), *Corporate governance ratings and firm performance*, „Financial Management”, Spring, s. 139–160.
- Gillan S.L. (2006), *Recent developments in corporate governance: an overview*, „Journal of Corporate Finance”, 12, s. 381–402.

- Gompers P., Ishii J., Metrick A. (2003), *Corporate governance and equity prices*, „Quarterly Journal of Economics”, 118, 1, s. 107–155.
- Gruszczyński M. (2012), *Empiryczne finanse przedsiębiorstw. Mikroekonometria finansowa*, Difin.
- Klapper L., Love I. (2003), *Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets*, „Journal of Corporate Finance”, 195, s. 1–26.
- Kowalewski O., Stetsyuk I., Talavera O. (2007), *Corporate governance and dividend policy in Poland*, „Wharton Financial Institutions Center Working Paper” no. 07–09.
- Larcker, D.F., Tayan B. (2011), *Seven Myths of Corporate Governance*, „Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Closer Look Series: Topics, Issues and Controversies in Corporate Governance”, no. GRP–16.
- Martynova M., Renneboog L. (2010), *A corporate governance index: convergence and diversity of national corporate governance regulations*, Discussion Paper, 2010–012, Tilburg University, Tilburg Law and Economic Center.
- Ross S.A., Westerfield, R.W., Jaffe, J. (2010), *Corporate Finance*, 9th ed., McGraw Hill Irwin, New York.
- Varshney, P., Kumar K.V., Vasal V.K. (2012), *Corporate Governance Index and Firm Performance: Empirical Evidence from India*, Dostępne w SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2103462>.

CORPORATE GOVERNANCE INDICES IN FINANCIAL MICROECONOMETRICS

Abstract: *Purpose* – This survey paper targets on cataloguing new trends in constructing corporate governance (CG) indices and their use in financial microeconomics.

Design/Methodology/approach – Literature review of recent quantitative research on connections between corporate governance indices and company’s financials. The sources then serve for constructing the survey.

Findings – The survey provides catalogue of CG indices, their design and their usage in analyses of associations between corporate governance and the performance of companies.

Originality/value – Paper enhances and organizes the understanding of methodology of constructing CG indices from the financial microeconomics viewpoint. As such, paper forms the extension of considerations presented in the book Gruszczyński (2012).

Keywords: corporate governance, corporate governance index, financial microeconomics, regression models

Cytowanie

- Gruszczyński M. (2014), *Indeksy nadzoru korporacyjnego w mikroekonometrii finansowej*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 802, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 65, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 343–352; www.wneiz.pl/frfu.