

Karolina Siemaszkiewicz

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu
e-mail: karolina.siemaszkiewicz@ue.poznan.pl

**STANDARDY ŁADU KORPORACYJNEGO
W KRAJACH EUROPY ROZWIJAJĄCEJ SIĘ**

**CORPORATE GOVERNANCE STANDARDS
IN EMERGING AND DEVELOPING EUROPE**

DOI: 10.15611/pn.2017.499.23

JEL Classification: G30, G34

Streszczenie: Niniejsza praca analizuje standardy ładu korporacyjnego w krajach Europy wschodzącej i rozwijającej się. W tym celu porównano 11 krajów Europy rozwijającej się (Albania, Bośnia i Hercegowina, Bułgaria, Chorwacja, Węgry, Macedonia, Czarnogóra, Polska, Rumunia, Serbia i Turcja) i dla nich porównano 7 składowych indeksu globalnej konkurencyjności (*Global Competitiveness Index*), do których należą: prawo własności, nieprawidłowe płatności i łapówki, etyczne zachowanie firm, standardy audytu i raportowania, ochrona interesu akcjonariuszy mniejszościowych i efektywność polityki antymonopolowej. Celem artykułu jest weryfikacja, czy nastąpiła poprawa w postrzeganiu przez ekspertów standardów ładu korporacyjnego w rozwijających się gospodarkach. Przeprowadzone badania pokazały, że w opinii ekspertów World Economic Forum, Macedonia była krajem, w którym nastąpił największy wzrost jakości standardów ładu korporacyjnego.

Słowa kluczowe: ład korporacyjny, Europa rozwijająca się, eksperci World Economic Forum.

Summary: The purpose of this paper is to review corporate standards in emerging and developing Europe. This paper concentrates on countries of emerging Europe, because the existing literature concentrates rather on developed countries. There are compared eleven countries of emerging and developing Europe and ten of the Global Competitiveness Index components. Also verified is any improvement how experts assess corporate governance standards in emerging market economies. The 2008-2009 financial crisis has exposed failures in corporate governance system. We have to remember that corporate governance system plays an important role in the economy. Corporate governance is defined as the set of control and incentive mechanisms aimed at the long term creation of the firm value. This paper compares the corporate governance standards in eleven countries of emerging Europe in 2011-2016. The research has shown that according to World Economic Forum experts' opinion Macedonia was the country with the greatest improvement in corporate governance quality.

Keywords: corporate governance, emerging and developing Europe, World Economic Forum experts.

1. Wstęp

Skandale korporacyjne takich firm, jak Enron, WorldCom, oraz kryzys finansowy lat 2008-2009 obnażyły niedostatki w ładzie korporacyjnym, które wywarły negatywny wpływ na gospodarki krajów rozwiniętych i skupiły uwagę na słabościach nadzoru korporacyjnego w krajach rozwijających się. Należy pamiętać o tym, że firmy krajów rozwijających się, ze słabymi zasadami ładu korporacyjnego, będą odczuwały trudności w pozyskaniu kapitału od zagranicznych inwestorów.

Doświadczenia kryzysu finansowego oraz spowolnienie gospodarki stały się tymi czynnikami, które wpłynęły na poszukiwanie nowych rozwiązań i podjęcie decyzji zarządzania przedsiębiorstwem skoncentrowanych na rozwoju systemów gospodarczych i rozwoju społeczeństwa. Ład korporacyjny jest postrzegany jako jeden z kierunków powodujących wzrost konkurencyjności na poziomie narodowym, jak i również samej spółki.

Głównym celem niniejszego opracowania jest weryfikacja, czy nastąpiła poprawa w postrzeganiu przez ekspertów ekonomicznych wybranych składników ładu korporacyjnego w krajach rozwijających się. Na początku artykułu opisano mechanizmy zarządcze oraz podano różne definicje ładu korporacyjnego. Następnie skupiono się na problemach wdrażania zasad ładu korporacyjnego w krajach rozwijających się. Porównano 11 krajów Europy rozwijającej się, takich jak: Albania, Bośnia i Hercegowina, Bułgaria, Chorwacja, Węgry, Macedonia, Czarnogóra, Polska, Rumunia, Serbia i Turcja, i dla nich porównano siedem składowych indeksu globalnej konkurencyjności (*Global Competitiveness Index*), do których należą: prawo własności, nieprawidłowe płatności i łapówki, etyczne zachowanie firm, standardy audytu i raportowania, ochrona interesu akcjonariuszy mniejszościowych i efektywność polityki antymonopolowej. Opracowanie kończą zaprezentowane wnioski.

2. Definicja ładu korporacyjnego

Shleifer i Vishny [1997] definiują ład korporacyjny jako sposób, w który osoby finansujące zapewniają sobie dodatni zwrot wniesionego kapitału. Bardziej szersza definicja opisałaby ład korporacyjny jako zestaw mechanizmów, poprzez które działalność firmy oddziela właścicieli od zarządzających. Jest to bliskie definicji używanej przez Sir Adriana Cadbury'ego [Cadbury Report 1992], podającej, że nadzór korporacyjny jest systemem, w którym spółki są zarządzane i kontrolowane.

Zingales [1998] definiuje ład korporacyjny jako rozbudowany zbiór wymogów, które kształtują *ex post* negocjacje ponad zyski generowane przez firmy. Definicja ta skupia się na segmentacji żądań i w pewnym sensie może być rozwinięta do zdefiniowania ładu korporacyjnego jako zbioru wymogów zdeterminowanych przez zyski, które są generowane przez firmy w przebiegu relacji pomiędzy udziałowcami a kształtem *ex post* negocjacji. Ta definicja odnosi się do wyznaczenia wartości dodanej firmy i jej przeznaczenia pośród akcjonariuszy posiadających powiązania z firmą.

Cornelius i Kogut [2003] definiują system ładu korporacyjnego jako składający się z formalnych i nieformalnych praw, wartości, zasad oraz instytucji, które generują 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.

Według Banku Światowego [2005] ład korporacyjny odwołuje się do struktury i procesów dla kierunków i kontroli spółek. Nadzór korporacyjny dotyczy relacji pomiędzy zarządzającymi, zarządem, udziałowcami większościowymi, udziałowcami mniejszościowymi i innymi udziałowcami. Dobry system ładu korporacyjnego tworzy równowagę pomiędzy rozwojem gospodarczym poprzez zarówno wzrost zysków firmy, jak i zwiększenie dostępu do kapitału zewnętrznego.

Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) wydała zasady ładu korporacyjnego, które dostarczyły ram pracy World Bank Group w tym obszarze, poprzez identyfikację najważniejszych zagadnień: prawa i sprawiedliwe traktowanie akcjonariuszy i innych finansowych interesariuszy, rolę niefinansowych podmiotów, jawność i transparentność oraz odpowiedzialność zarządu [World Bank 2005].

3. Problemy systemu ładu korporacyjnego w krajach rozwijających się

Dla krajów rozwijających się doskonalenie systemu ładu korporacyjnego służy ważnym celom polityki publicznej. Dobry system ładu korporacyjnego obniża wrażliwość rynków rozwijających się na kryzysy finansowe, zabezpiecza prawa własności, redukuje koszty transakcji i koszty pozyskiwania kapitału i prowadzi do rozwoju rynków finansowych. Natomiast słabe standardy ładu korporacyjnego osłabiają pewność inwestorów i mogą zniechęcić do pozyskiwania zewnętrznego inwestowania. Ponadto, jeżeli fundusze emerytalne kontynuują inwestycje na rynkach finansowych, dobre zasady ładu korporacyjnego mają ogromny wpływ na utrzymanie oszczędności emerytalnych. Przez ostatnich kilka lat wzrost ważności ładu korporacyjnego został podkreślony przez wzrost prac badawczych [World Bank 2005].

Kraj rozwijający się charakteryzuje się niektórymi cechami rynku rozwiniętego, jednakże nie osiąga standardów rynku rozwiniętego [MCSI 2014]. Dotyczy to również krajów, które mogą zostać krajami rozwiniętymi w przyszłości lub były nimi w przeszłości.

Według Chan i Cheung [2008] rynkami rozwijającymi się nazywamy te rynki, które mają świeżo rozwinięty rynek finansowy, krótką historię operacyjną, mniejszy rynek kapitałowy i niższy wolumen obrotu.

Cadbury [1999] sądzi, że coraz więcej inwestorów instytucjonalnych, banków, funduszy opiera swoją decyzję na reputacji i jakości nadzoru korporacyjnego. Wskazuje, że solidniejszy system ładu korporacyjnego przyciąga więcej krajowych i zagranicznych inwestorów.

Po kryzysie finansowym lat 2008-2009 OECD [2015] zmieniły się zasady ładu korporacyjnego dla inwestorów, rządów, korporacji oraz akcjonariuszy. Jednakże zastosowanie tych zasad w krajach rozwijających się jest praktycznie niemożliwe.

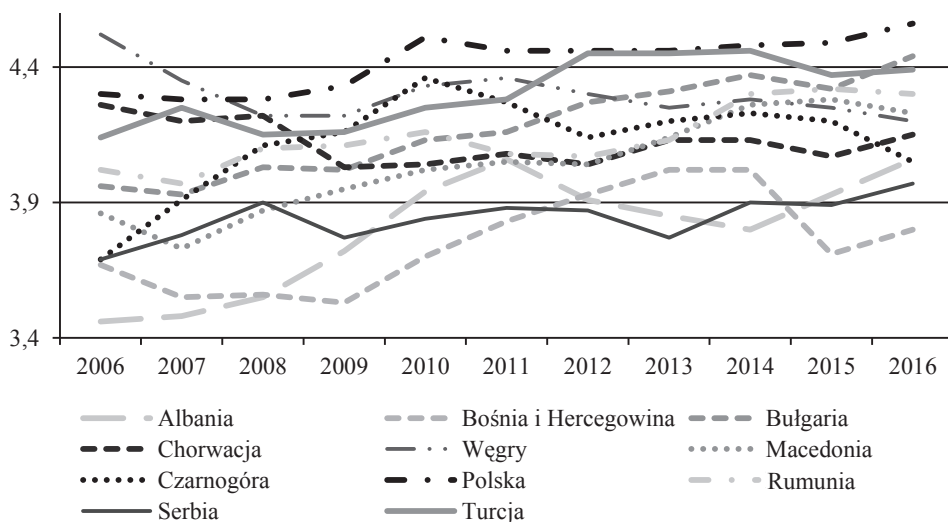
Okpara [2001] formułuje tezę, że brak odpowiedniego systemu regulacji, słaba ochrona praw akcjonariuszy, brak egzekwowania praw i monitorowania to główne powody nieefektywności zasad ładu korporacyjnego w krajach rozwijających się. Miller i in. [2005] twierdzą, że brak transparentności i nieefektywność zarządu są głównymi przyczynami braku sprawności działania ładu korporacyjnego.

4. Analiza empiryczna standardów ładu korporacyjnego

Raport The Global Competitiveness, który jest publikowany od 1979 roku, służy jako neutralne i obiektywne narzędzie dla rządów, sektora prywatnego i społeczeństwa obywatelskiego, w celu wspólnej pracy nad efektywną współpracą publiczno-prywatną, aby zwiększyć przyszły dobrobyt.

Według World Economic Forum [2016] konkurencyjność jest zbiorem instytucji, polityki i czynników, które determinują poziom produktywności gospodarki oraz określają poziom dobrobytu, który kraj może osiągnąć [*Global Competitiveness Report 2016*].

Celem badania jest sprawdzenie, czy nastąpiło polepszenie systemu ładu korporacyjnego ocenianego przez ekspertów w wybranych krajach rozwijającej się Europy.

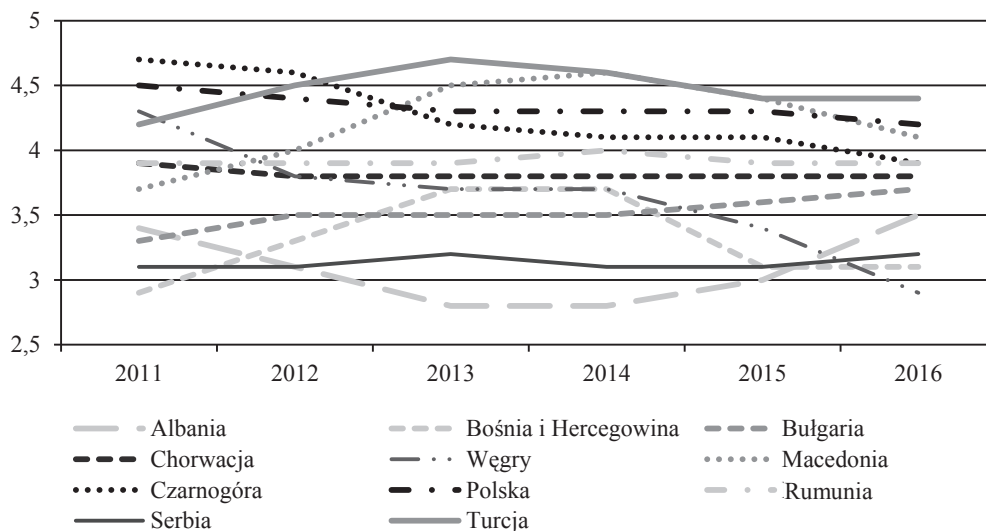


Rys. 1. Global Competitiveness Index dla lat 2006-2016 (wartość 1-7)

Źródło: The Global Competitiveness Reports.

Rezultaty wartości *Global Competitiveness Index* są zaprezentowane na rys. 1.

Analiza tego indeksu pokazała, że dla większości rozważanych krajów GCI wzrastał w rozważanych latach. Spośród analizowanych państw eksperci World Economic Forum (WEF), w odniesieniu do indeksu GCI, najwyżej ocenili Polskę. GCI przyjmował wartości od 4,3 do 4,56. Najgorszą sytuację pod badaniem względem zaobserwować można w Bośni i Hercegowinie, Serbii i Albanii.

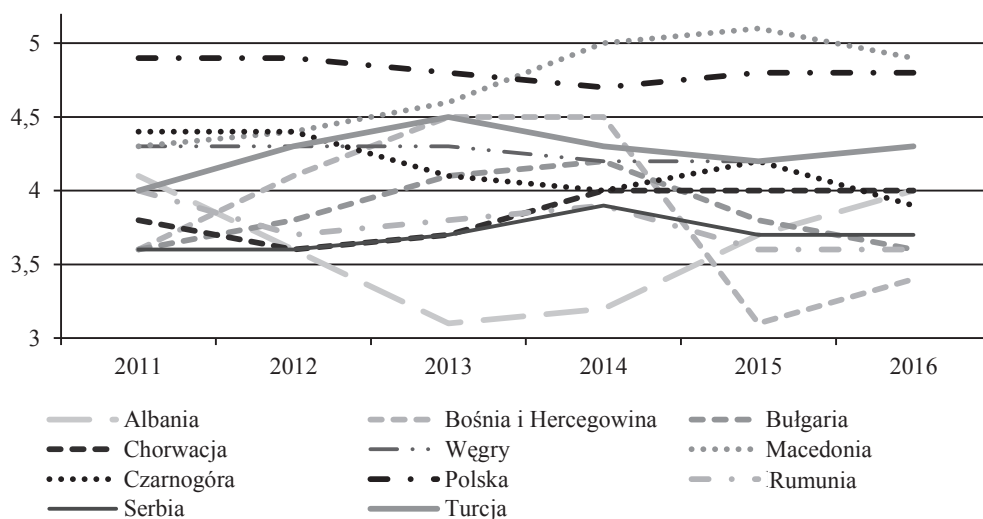


Rys. 2. Prawo własności dla lat 2011-2016 (wartość 1-7)

Źródło: The Global Competitiveness Reports.

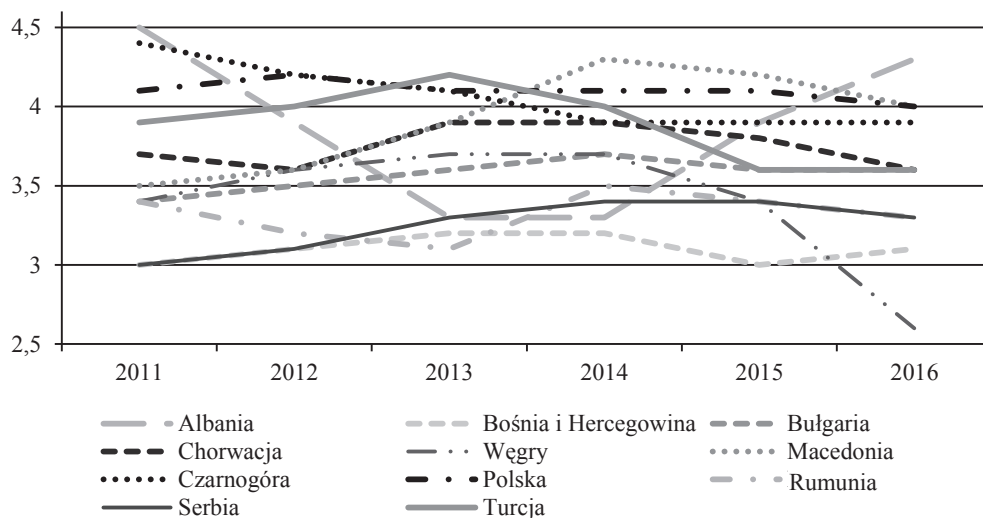
Rezultaty współczynnika praw własności zaprezentowane są na rys. 2. Analiza tego indeksu pokazała, że dla Bułgarii zaobserwować można trend wzrostowy w latach 2011-2016 (od 3,3 do 3,7). Chorwacja ma stały poziom 3,8 przez cały okres badania. Spośród analizowanych państw eksperci World Economic Forum (WEF), w odniesieniu do prawa własności, najwyżej ocenili Turcję. Element ten dla Turcji w roku 2013 przyjmował wartości od 4,3 do 4,7, natomiast na koniec badanego okresu obserwujemy spadek do wartości 4,4. Najgorszą sytuacją charakteryzowały się Węgry, gdzie w latach 2011-2016 wystąpił trend spadkowy (od 4,3 do 2,9).

Kolejną cechą poddaną analizie są nieprawidłowe płatności i łapówki, które zilustrowano na rys. 3. Możemy zaobserwować, że Macedonia była uważana za lidera rankingu pod względem nieprawidłowych płatności i łapówek. W latach 2011-2016 widać wahania tego indeksu. Na koniec rozważanego okresu najgorszą sytuacją cechowała się Bośnia i Hercegowina, która po wzroście z 3,6 do 4,5 w roku 2014 odnotowała w roku 2015 gwałtowny spadek aż do 3,1. Sytuacja Polski na tle pozostałych rozważanych państw była bardzo dobra w całym rozważanym okresie. Wartość wskaźnika dla Polski wahała się od 4,7 do 4,9.



Rys. 3. Nieprawidłowe płatności i łapówki dla lat 2011-2016 (wartość 1-7)

Źródło: The Global Competitiveness Reports.



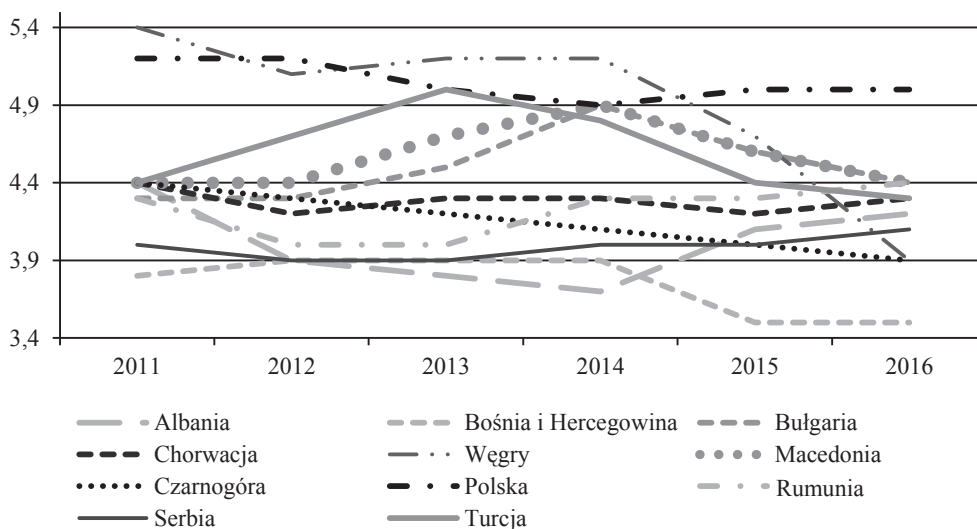
Rys. 4. Etyczne zachowanie firm w latach 2011-2016 (wartość 1-7)

Źródło: The Global Competitiveness Reports.

Kolejnym analizowanym elementem GCI są etyczne zachowania firm; sytuację ich dotyczącą zaprezentowano na rys. 4. W całym rozpatrywanym okresie Polska uważana była za najlepiej postrzegane państwo, gdzie subindeks etycznego zachowania firm oscylował blisko poziomu 4,1. Interesujące wahania wskaźnika zaobserwo-

wać można w przypadku Albanii, gdzie po spadku z 4,5 do 3,3 w latach 2011-2014 zauważyć można wzrost do 4,3 w 2016 roku. Na koniec roku 2016 eksperci WEF najlepiej oceniali Albanie.

Rezultaty siły standardów audytu i raportowania zaprezentowano na rys. 5. Analizując ten współczynnik, można stwierdzić, że Polska była najlepiej postrzeganym przez ekspertów WEF krajem. Wartości badanego współczynnika oscylowały blisko poziomowi 5. Najgorszą sytuacją charakteryzowała się Bośnia i Hercegowina, gdzie wartości tego subindeksu spadły z 3,8 do 3,5 w całym rozpatrywanym okresie.

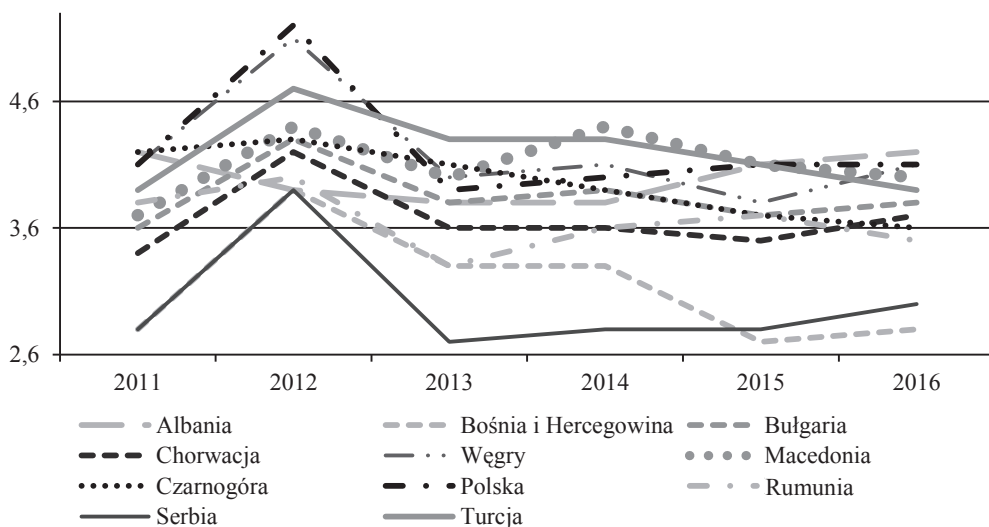


Rys. 5. Siła standardów audytu i raportowania dla lat 2011-2016 (wartość 1-7)

Źródło: The Global Competitiveness Reports.

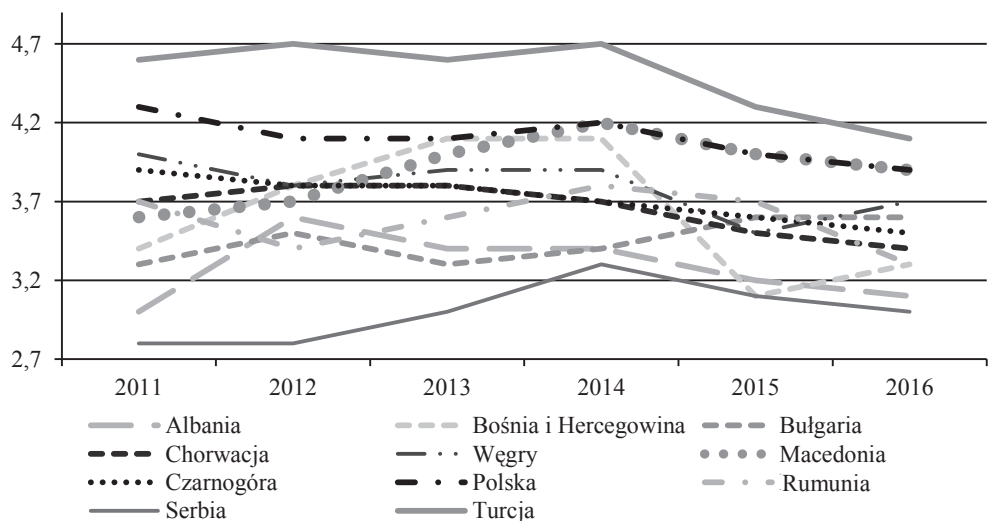
Wyniki ochrony interesu akcjonariuszy mniejszościowych zaprezentowano na rys. 6. Zaobserwować można ciekawe wahania dotyczące większości rozważanych krajów. Po wzroście w roku 2012 nastąpił spadek w roku 2013 i obserwować można późniejszą próbę powrotu do sytuacji z 2011 roku. Najgorszą sytuacją charakteryzowała się Bośnia i Hercegowina, gdzie wartość subindeksu spadła z 3,8 w roku 2012 aż do 2,8 w 2016 roku. Na koniec rozważanego okresu eksperci WEF najlepiej oceniali Albanie, Węgry i Polskę.

Wyniki efektywności polityki antymonopolowej zaprezentowane są na rys. 7. W całym rozpatrywanym okresie zaobserwować można trend spadkowy. Na koniec 2016 roku eksperci WEF najlepiej ocenili Turcję, gdzie wartości tego współczynnika przyjmowały poziom 4,1. Najgorszą sytuację stwierdzono w odniesieniu do Serbii: tu wartości subindeksu oscylowały blisko poziomowi 3. Różnica pomiędzy tymi krajami wynosiła aż 1 punkt.



Rys. 6. Ochrona interesu akcjonariuszy mniejszościowych w okresie 2011-2016 (wartość 1-7)

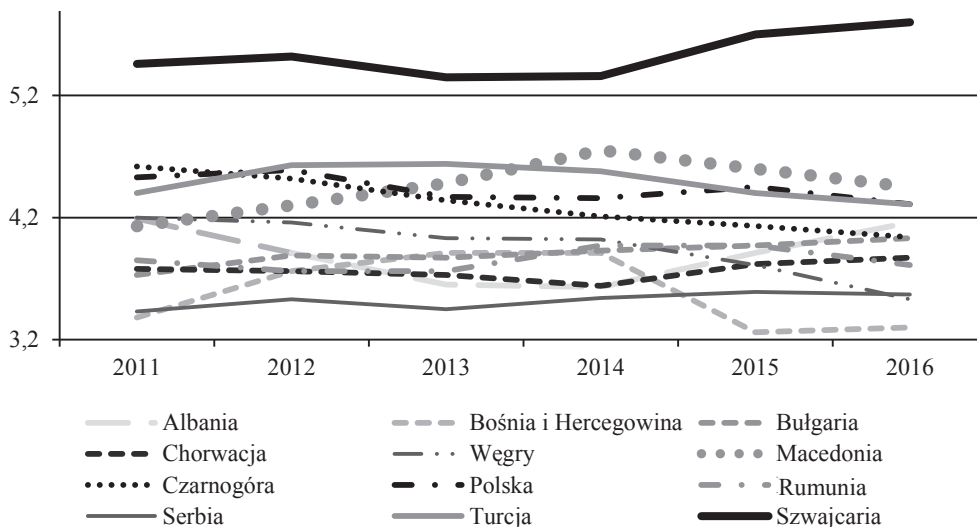
Źródło: The Global Competitiveness Reports.



Rys. 7. Efektywność polityki antymonopolowej w okresie 2011-2016 (wartość 1-7)

Źródło: The Global Competitiveness Reports.

Na podstawie przeprowadzonych analiz można sformułować ciekawe wnioski na temat ogólnej jakości oceny standardów ładu korporacyjnego. W tym celu stworzono syntetyczny miernik, który jest średnią arytmetyczną ocen uzyskanych przez kraje we wszystkich rozpatrywanych obszarach w danym roku. Rezultaty zmian



Rys. 8. Syntetyczny miernik oceny jakości standardów ładu korporacyjnego w okresie 2011-2016 (wartość 1-7)

Źródło: The Global Competitiveness Reports.

tego indeksu w latach 2011-2016 przedstawiono na rys. 8. Do tych porównań dodano Szwajcarię, postrzeganą jako benchmark, gdyż był to najlepiej postrzegany kraj z Global Competitiveness Report [2016]. Różnica pomiędzy rozważanymi krajami była znacząca; najlepsze wartości zaobserwować można dla Macedonii (w 2016 poziom 4,45), natomiast najniższe wartości notowała Bośnia i Hercegowina (w 2016 poziom 3,3). Na koniec rozważanego okresu wyniki dla Polski i Turcji były na tym samym poziomie: 4,31. Jeżeli wyniki porównamy ze Szwajcarią, możemy stwierdzić, że standardy ładu korporacyjnego w Polsce i Turcji nie są na najgorszym poziomie. Reszta krajów wchodzącej i rozwijającej się Europy nie osiągała aż tak dobrych wyników. Różnica pomiędzy Szwajcarią a Albanią wynosiła aż 1,64 punktów. Dobra sytuacja w Polsce i Turcji może wynikać z lepszej sytuacji ekonomicznej tych państw.

5. Zakończenie

W ostatnich latach nastąpił wzrost zainteresowania naukowców i ludzi biznesu zagadnieniem ładu korporacyjnego. Ostatnie skandale znaczących na rynku firm i kryzys finansowy lat 2008-2009 wstrząsnęły pewnością inwestorów. Rynki rozwijające się wiedzą o swoich słabościach w przestrzeganiu standardów ładu korporacyjnego. W licznych badaniach podejmuje się próby opisu barier efektywnego stosowania standardów w tych krajach. Większość naukowców opisuje wpływ kultury narodo-

wej na prawidłową implementację standardów nadzoru korporacyjnego. Jakość standardów ładu korporacyjnego jest bardzo ważna dla krajów rozwijających się, gdyż państwa te potrzebują zagranicznych inwestycji, aby polepszyć wzrost ekonomiczny.

Wynik zaprezentowanego badania pokazały, że w opinii ekspertów World Economic Forum Macedonia była krajem o największym wzroście poprawy jakości standardów ładu korporacyjnego. W 2011 roku średnia wartość indeksu jakości standardów ładu korporacyjnego wahała się od 3,38 do 4,62 w 7-stopniowej skali dla 11 rozważanych krajów. Na koniec rozpatrywanego okresu wartości tego indeksu wahały się od 3,53 do 4,45. Jedynie w Bośni i Hercegowinie standardy ładu korporacyjnego były postrzegane jako słabe, ze średnią wartością indeksu wynoszącą 3,31. W latach 2011-2016 nie można zaobserwować aż tak dużego rozwoju standardów ładu korporacyjnego. Większość rozpatrywanych krajów na początku i na koniec rozpatrywanego okresu posiadała podobne wartości średniej wartości indeksu jakości standardów ładu korporacyjnego. Jedynie w odniesieniu do takich krajów, jak Macedonia, Bułgaria, Chorwacja i Serbia, obserwowano niewielkie polepszenie tych ocen.

Celem dalszych badań może być poszerzenie analizy składowych indeksu globalnej konkurencyjności (*Global Competitiveness Index*) o takie składniki, jak: skuteczność wymiaru sprawiedliwości w rozwiązywaniu sporów, przejrzystość stanowienia polityki rządowej, siła ochrony inwestorów i regulacje wymiany papierów wartościowych.

Literatura

- Cadbury A., 1999, *What Are the Trends In Corporate Governance? How Will They Impact Your Company?*, Long Range Planning, vol. 32, no. 1, s. 12-19.
- Cadbury Report, 1992, *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, Gee and Co., London.
- Chan A.W., Cheung H.Y., 2008, *Common cultural relationships in corporate governance across developed and emerging financial markets*, Applied Psychology: An International Review, vol. 57, no. 2, s. 225-245.
- Cornelius P., Kogut B., 2003, *Corporate Governance and Capital Flows in Global Economy*, Oxford University Press, New York.
- Global Competitiveness Report 2016-2017*, 2016, World Economic Forum, Geneva.
- Hussey R., 1999, *The familiarity threat and auditor independence*, Corporate Governance: An International Review, vol. 7 no. 2, s. 190-197.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W., 1997, *Legal determinants of external finance*, The Journal of Finance, vol. 52, no. 3, s. 1131-1150.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W., 1998, *Law and finance*, Journal of Political Economy, vol. 106, no. 6, s. 1113-1156.
- Miller C.C., Eldomiaty T.I., Choi C.J., Hilton B., 2005, *Corporate governance and institutional transparency in emerging market*, Journal of Business Ethics, vol. 59, no. 1, s. 163-174.

- Morck R., Yeung B., 2003, *Agency problems in large family business groups*, *Entrepreneurship: Theory and Practice*, vol. 27, no. 4, s. 367-382.
- MSCI, 2014, *Market Classification Framework*, https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/MSCI_Market_Classification_Framework.pdf/d93e536f-cee1-4e12-9b69-ec3886ab8cc8 (10.05.2017).
- Okpara J.O., 2011, *Corporate governance in a developing economy: Barriers, issues, and implications for firms*, *Corporate Governance*, vol. 11, no. 2, s. 184-199.
- Organisation for Economic Co-operation and Development, 2004, *OECD Principles of Corporate Governance*, www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf (10.05.2017).
- Organisation for Economic Co-operation and Development, 2015, *OECD Principles of Corporate Governance*, <http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/2615021e.pdf?expires=1482079797&id=id&acname=guest&checksum=253D303F82FB51ADD7A2296C399B79D4> (10.05.2017).
- Reed D., 2002, *Corporate governance reform in developing countries*, *Journal of Business Ethics*, vol. 37, no. 3, s. 223-247.
- Shleifer A., Vishny R.W., 1997, *A survey of corporate governance*, *The Journal of Finance*, vol. 52, no. 2, s. 737-783.
- World Bank, 2005, *Corporate Governance Country Assessment*, <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/8763/389720POL0rosc10governance01PUBLIC1.pdf?sequence=1&isAllowed=y> (10.05.2017).
- Zingales L., 1998, *Corporate Governance*, [w:] Newman P. (red.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Macmillan, London.