

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 358

Management Forum 4

Redaktorzy naukowi

Grzegorz Bełz

Adela Barabasz



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2014

Redakcja wydawnicza: Anna Grzybowska

Redakcja techniczna: Barbara Łopusiewicz

Korekta: Barbara Cibis

Łamanie: Agata Wiszniowska

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

w Dolnośląskiej Bibliotece Cyfrowej www.dbc.wroc.pl,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się

na stronie internetowej Wydawnictwa

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie

wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2014

ISSN 3: ; ; -53; 4 Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

ISSN 2392-0025 Management Forum

Wersja pierwotna: publikacja elektroniczna

Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

ul. Komandorska 118/120

53-345 Wrocław

Spis treści

Wstęp.....	7
Maria Aluchna: Reformy <i>corporate governance</i> po kryzysie finansowym ...	9
Beata Skowron-Mielnik: Budowanie zaangażowania pracowników w proces doskonalenia przedsiębiorstwa z wykorzystaniem employer branding ...	25
Maria W. Kopertyńska, Krystyna Kmiotek: Budowanie zaangażowania pracowników pokolenia Y	39
Katarzyna Gadomska-Lila: Kulturowe aspekty doskonalenia przedsiębiorstwa na przykładzie międzynarodowego koncernu	49
Maja Sajdak: Koncepcja zwinności w kształtowaniu konkurencyjności przedsiębiorstw	58
Joanna Kacala, Andrzej Michaluk: Doskonalenie postaw przywódczych w warunkach uczelni wojskowej – dylematy i kierunki dalszych badań ...	71

Summaries

Maria Aluchna: Corporate governance reforms after financial crisis.....	24
Beata Skowron-Mielnik: Building employee involvement in a process of progressing an enterprise within a use of employer branding	38
Maria W. Kopertyńska, Krystyna Kmiotek: Building the engagement of generation Y employees.....	48
Katarzyna Gadomska-Lila: Cultural aspects of improvement in an enterprise. A case of a multicultural concern	57
Maja Sajdak: The concept of agility in shaping companies' competitiveness	70
Joanna Kacala, Andrzej Michaluk: Improving attitudes of leadership in terms of a military academy – dilemmas and directions for further research	81

Maria Aluchna

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

REFORMY CORPORATE GOVERNANCE PO KRYZYSIE FINANSOWYM*

Streszczenie: Doświadczenia kryzysu finansowego oraz przedłużające się spowolnienie gospodarcze stają się w wielu obszarach zarządzania motywacją do poszukiwania rozwiązań i podejmowania działań mających przywrócić wzrost gospodarki i rozwój społeczeństw. Jednym z obszarów, w którym poszukuje się recept na poprawę konkurencyjności, jest nadzór korporacyjny (*corporate governance*) stanowiący zestaw mechanizmów kontrolujących i motywujących akcjonariuszy i zarządzających do długofalowego budowania wartości spółki. W artykule zidentyfikowano główne słabości *corporate governance* odnotowane w czasie kryzysu oraz wskazano wdrażane reformy i formułowane rekomendacje mające na celu eliminację tych nieprawidłowości.

Słowa kluczowe: nadzór korporacyjny, *corporate governance*, słabości *corporate governance*, reformy *corporate governance* po kryzysie finansowym.

DOI: 10.15611/pn.2014.358.01

1. Wstęp

Doświadczenia kryzysu finansowego oraz przedłużające się spowolnienie gospodarcze stają się w obszarach zarządzania motywacją do poszukiwania rozwiązań i podejmowania działań mających przywrócić wzrost gospodarki i rozwój społeczeństw. Prowadzone analizy i sugerowane zmiany nie stawiają sobie jednak za cel dokonania zasadniczej rewolucji systemów ekonomicznych, a raczej sugerują korektę wcześniejszych rozwiązań. Proponowane zmiany przyjmują najczęściej następną formę rekomendacji adresowanych do spółek i rządów lub w niektórych przypadkach zostają włączone do obowiązujących regulacji. Jednym z obszarów, który, jak się wydaje, poważnie zawiódł w okresie przedkryzysowym, a według niektórych badaczy wręcz do niego się przyczynił, jest nadzór korporacyjny [Kirkpatrick 2009; Isaksson 2009]. Nadzór korporacyjny (*corporate governance*) odnosi się do mecha-

* Niniejszy artykuł powstał w ramach realizacji grantu badawczego Narodowego Centrum Nauki „Ład korporacyjny w kontekście struktury własności. Przypadek spółek giełdowych” nr 2011/03/B/HS4/01130.

nizmów i instytucji tworzących strukturę, której celem jest zapewnienie wyższej efektywności i lepszych wyników danej spółki lub przedsięwzięcia. Zestaw mechanizmów kontrolnych i motywujących jest ukierunkowany na ograniczanie określonych konfliktów, jakie występują między stronami zaangażowanymi w to przedsięwzięcie [*Principles of governance ...* 2004]. Choć w klasycznym ujęciu problemy *corporate governance* dotyczą funkcjonowania spółek akcyjnych, to jego bogaty dorobek jest odnoszony z powodzeniem także do innych form organizacyjnych (spółki Skarbu Państwa, organizacje *non profit*, firmy rodzinne czy administracja publiczna). Prowadzone analizy wskazują bowiem, że umiejętna konstrukcja mechanizmów i stosowanie podstawowych zasad *corporate governance* przyczyniają się do osiągnięcia lepszych wyników finansowych i budowania wartości dla akcjonariuszy i interesariuszy w dłuższym czasie [Mallin 2004]. Jednak, jak pokazują doświadczenia z okresu kryzysu, nieprawidłowości z tego obszaru są bardzo kosztowne i mogą doprowadzić do upadku spółki.

Niniejsze opracowanie ma na celu identyfikację podstawowych słabości nadzoru korporacyjnego, jakie zostały odnotowane w okresie przed i w czasie kryzysu finansowego. Wyróżnione nieprawidłowości uznaje się za systemowe błędy *corporate governance*, które mają znaczny wpływ na funkcjonowanie przedsiębiorstwa i osiągnięte przez nie wyniki. Następnie w artykule zidentyfikowano wdrażane reformy i rekomendacje, które mają za zadanie eliminację określonych wcześniej nieprawidłowości. Prowadzona w artykule analiza jest oparta na przeglądzie literatury przedmiotu z wykorzystaniem raportów OECD oraz reform wdrażanych zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Unii Europejskiej i jej państwach członkowskich, zawartych w wybranych ustawach, dyrektywach i kodach środowiskowych. Opracowanie przyjmuje następującą strukturę. Najpierw przedstawiono genezę, cele oraz mechanizmy nadzoru korporacyjnego, które mają za zadanie ograniczanie konfliktów między stronami zaangażowanymi w przedsięwzięcie (spółkę). Identyfikację podstawowych nieprawidłowości odnotowanych w praktyce gospodarczej w okresie przed kryzysem zawiera punkt następny, w którym wyróżniono obszary obejmujące aktywność inwestorów, funkcjonowanie rady, motywacyjną funkcję wynagrodzenia menedżerskiego, przejrzystość i politykę informacyjną. W kolejnym punkcie w odniesieniu do każdego z wyróżnionych problemów przedstawiono podejmowane reformy i formułowane rekomendacje, jakie są wdrażane w UE i Stanach Zjednoczonych. Wnioski zawarto w podsumowaniu.

2. Nadzór korporacyjny

Problematyka ładu korporacyjnego (*corporate governance*) stanowi jeden z najbardziej rozwijających się obszarów w naukach ekonomicznych, zarówno w naukach o zarządzaniu, jak i finansach czy ekonomii [Mesjasz 2011, s. 15-51; Oplustil 2010, s. 3-12; Jeżak 2010, s. 164-196]. Rosnące znaczenie problematyki nadzoru korporacyjnego dla funkcjonowania zarówno gospodarek, jak i pojedynczych spół-

łek łączy się ze wzrostem roli spółek giełdowych oraz rozwojem i internacjonalizacją rynku kapitałowego na świecie. Jednocześnie jest to zagadnienie, które stanowi obszar badań i praktycznej realizacji konkretnych działań z bardzo różnych perspektyw i dziedzin naukowych. Wiele opracowań odnosi się do kwestii czysto zarządczych lub prawnych, choć spotkać można również wiele prac z zakresu ekonomii, ekonometrii, analiz systemów finansowych czy też z zakresu ekonomii politycznej, socjologii czy psychologii. *Corporate governance* stanowi także wyjątkowy przypadek silnego łączenia opracowań teoretycznych i wyzwań praktycznych spotykanych na co dzień w rzeczywistości gospodarczej.

Nadzór korporacyjny definiowany jest jako zestaw mechanizmów i instytucji regulujących relacje między poszczególnymi grupami zaangażowanymi w funkcjonowanie przedsiębiorstwa w celu możliwie najefektywniejszego działania [Baker, Anderson 2010]. Ten zestaw mechanizmów i instytucji jest zależny od struktury własności spółek w danym kraju, dominujących sposobów ich finansowania oraz stopnia rozwoju systemu finansowego [Oplustil 2010, s. 181-185]. Przez dłuższy czas problematyka nadzoru korporacyjnego była zdominowana przez badaczy anglosaskich, którzy przyjmują perspektywę teorii pryncypała i agenta i analizują funkcjonowanie spółek z perspektywy konfliktów występujących między akcjonariuszem a zarządzającym. To dlatego w badaniach podnoszono pogląd o wyłącznej odpowiedzialności spółek wobec akcjonariuszy, a ład korporacyjny był rozumiany jako „metody, które zapewniają dostawcom kapitału uzyskanie zwrotu z inwestycji” [Shleifer, Vishny 1997, s. 737-783]. Badania z zakresu *corporate governance* były podporządkowane paradygmatowi *shareholder value* i poszukiwaniu takiej struktury nadzorczej, która zapewni inwestorom najwyższe zwroty z inwestycji. Współcześnie jednak jest dostępnych coraz więcej opracowań z innych części świata, które wskazują, iż charakterystyczne dla gospodarek anglosaskich rozproszenie własności oraz problemy typu pryncypał-agent są raczej wyjątkiem niż regułą. Powszechność skoncentrowanej struktury własności i tak zwanego wewnętrznego akcjonariatu w Europie kontynentalnej, Azji czy Ameryce Łacińskiej każą zwracać uwagę na konflikty między akcjonariuszami dominującymi a mniejszościowymi. Ponadto odnotowuje się nie tylko rosnącą świadomość złożoności procesów społeczno-gospodarczych oraz znaczenia interesariuszy, lecz także kolejne skandale korporacyjne czy kryzysy finansowe, które uświadamiają słabość podejścia budowania wartości dla akcjonariusza (*shareholder value*). Perspektywa dominacji interesów akcjonariuszy jest krytykowana ze względu na tak zwane ufinansowanie zarządzania przedsiębiorstwem, które sprowadza wszystkie podejmowane w firmie działania do efektów finansowych [Kemper, Martin 2011, s. 229-239]. Jednocześnie takie podejście do zarządzania i nadzoru korporacyjnego nie przyniosło spodziewanych rezultatów w postaci większego bogactwa i większej efektywności działania, w wielu bowiem przypadkach sprzyjało defraudacji i nadużyciom z niekorzyścią dla akcjonariuszy [Mayer 2012]. Słabości koncepcji *shareholder value* oraz wyzwania stojące przed spółkami związane ze zrównoważonym rozwojem – wobec dewastacji środowiska naturalnego, kurczenia się zasobów oraz

poważnych problemów społecznych w skali globalnej – przyczyniają się do zmiany postrzegania roli przedsiębiorstwa [Jamali, Safieddine, Rabbath 2008, s. 443-459; Gill 2008, s. 452-478; Strandberg 2005]. Tak zwane oświecenie (*enlightenment*) w problematyce *corporate governance* każe uwzględniać postulaty interesariuszy także na poziomie nadzoru nad spółką czy pracy rady nadzorczej lub rady dyrektorów [Marcus 1996, s. 55; Clarke 2007, s. 219-251]. Nadzór korporacyjny zatem jest obecnie często definiowany jako miejsce osiągania różnych celów i oczekiwań grup interesariuszy, jak akcjonariusze, pracownicy, klienci, dostawcy czy społeczności lokalne [*Principles of governance ...* 2004]. W efekcie takiego podejścia pojawiają się głosy o konieczności uwzględniania przez spółki, poza wskaźnikami finansowymi (*financial performance*), które tradycyjnie leżą w centrum zainteresowania inwestorów, także oczekiwań interesariuszy i brania pod uwagę wskaźników społecznych (*social performance*) [Martin 2002, s. 68-75; Porter, Kramer 2002, s. 56-68]. Zmiana postrzegania roli biznesu wpisuje się w tak zwane podejście pluralistyczne [Postuła 2013, s. 37] i wywiera znaczący wpływ na praktykę i zasady *corporate governance*, odnosząc się np. do kryteriów oceny zarządzających, strukturyzowania płacy najwyższej kadry menedżerskiej czy obszarów przejrzystości.

Corporate governance poprzez wykorzystywanie mechanizmów i instytucji o charakterze zarówno kontrolnym, jak i motywacyjnym ma na celu zwiększanie efektywności spółki przy zapewnianiu ochrony interesów akcjonariuszy i ograniczeniu ryzyka funkcjonowania przedsiębiorstwa. Osiąganie tych celów jest wspierane przez wdrażanie regulacji i dobrych praktyk, które określają prawa i obowiązki stron, jak również formułują standardy i rekomendacje odnośnie do poszczególnych obszarów relacji między akcjonariuszami, zarządem a radą nadzorczą oraz uczestnikami rynku kapitałowego [Baker, Anderson 2010]. Należy jednak zauważyć, iż współcześnie niektórzy badacze, a przede wszystkim praktycy, sprowadzają *corporate governance* wyłącznie do raportowania i stosowania określonych rekomendacji (*compliance*). Znaczna formalizacja zaleceń formułowanych przez *corporate governance* [Tricker 2012; Steinberg 2011, s. 23], choć pomocna z punktu nauki o organizacji i zarządzaniu, znacznie to zagadnienie upraszcza. W efekcie brak szerszej perspektywy i zakorzenienia *corporate governance* w określonych wartościach czy zasadach może prowadzić albo do niezrozumienia poszczególnych rekomendacji, albo do ich nauzywania w celu realizacji interesów jednej ze stron. W szerszym ujęciu natomiast nadzór korporacyjny stanowi nie tylko platformę współpracy różnych grup interesu, lecz także system będący pochodną ładu instytucjonalnego, polityki państwa, systemu prawnego, funkcjonowania rynku pracy i kultury narodowej [Roe 1994]. Wykorzystywanie różnego zestawu mechanizmów wraz z uwzględnieniem specyfik narodowych (kultura, ład instytucjonalny, system prawny, system polityczny) doprowadziło do wykształcenia się systemów narodowych, które w zróżnicowany sposób sprzyjają osiąganiu określonych celów [Mallin 2004]. Systemy te nie są jednak statyczne, ewoluują wraz z dynamicznymi zmianami na rynku kapitałowym, w poszczególnych sektorach,

zarówno na poziomie regulacji krajowych i międzynarodowych, jak i w reakcji na spowolnienie gospodarcze [Larcker, Tayan 2011, s. 23-59].

Mimo różnic wynikających z definicji i perspektyw badawczych autorzy są zgodni co do kształtu struktury *corporate governance*, która obejmuje takie mechanizmy nadzorcze, jak monitoring i mechanizmy kontrolne, oraz mechanizmy motywacyjne i wiążące. Do mechanizmów kontrolnych i monitoringu zalicza się mechanizmy wewnętrzne i instytucje (struktura własności [McConnell, McKenon, Xu 2012, s. 303-322; Shleifer, Vishny 1997, s. 256-269; Adamska 2013, s. 145-154], powiązania kapitałowe, rada [Kołodkiewicz 2012, s. 235-260; Bainbridge 2012, s. 141-145], kredytodawca, pracownicy i monitoring wewnętrzny) oraz mechanizmy zewnętrzne (rynek kapitałowy, rynek kontroli korporacji [Allen, Gale 2000; Kowalewski 2011, s. 221-261], rynek produktu, rynek długu, rynek talentów menedżerskich, regulacyjna rola państwa, praktyka gospodarcza). Mechanizmy motywacyjne [Sheehan 2011, s. 120-126] obejmują natomiast wynagrodzenie menedżerskie wraz z programami motywacyjnymi (opcje na akcje, akcje z ograniczonym prawem sprzedaży, długookresowe programy motywacyjne – LTIP (*long term incentive programming*), płatności odroczone). Jednocześnie doświadczenia spowolnienia gospodarczego oraz odnotowywany kryzys wartości zwiększają świadomość odpowiedzialności i etycznego postępowania. Istotną rolę w systemie nadzoru korporacyjnego mogą także odgrywać inne mechanizmy, takie jak praktyka biznesowa czy normy kulturowe, choć efektywność tych mechanizmów nie jest do końca rozpoznana w literaturze przedmiotu. Coraz więcej jednak mówi się o znaczeniu wartości i postawy etycznej reprezentowanej przez inwestorów i członków rad. Choć trudno tu o znaczną formalizację, doświadczenia kryzysu 2008-2009 uświadamiają kluczową rolę kwestii etycznych i odpowiedzialności dla efektywnego *corporate governance* [Steinberg 2011, s. 6-12].

3. Słabości *corporate governance*

Kryzys finansowy 2008-2009 ujawnił wiele nieprawidłowości w systemach *corporate governance*, które zdaniem niektórych specjalistów wręcz przyczyniły się do jego wybuchu. Najwięcej krytycznych uwag wystosowano pod adresem praktyki wynagrodzenia menedżerskiego, jakości nadzoru sprawowanego przez rady, procedur zarządzania ryzykiem, aktywności akcjonariuszy, w tym inwestorów instytucjonalnych, i standardów przejrzystości. Warto jednocześnie zaznaczyć, iż wiele z tych problemów było sygnalizowane wcześniej [MacAvoy, Millstein 2003, s. 40-45] oraz wynikało z poprzednich problemów nadzorczych i skandali korporacyjnych. Jednak dobra koniunktura gospodarcza i ciągły wzrost kursów akcji nie sprzyjały weryfikacji przyjętych rozwiązań. Dopiero wraz z wybuchem kryzysu, upadkiem banków inwestycyjnych czy bankructwem wielkich korporacji regulatorzy i praktycy zdecydowali się na rewizję niektórych rozwiązań z zakresu nadzoru korporacyjnego. W tabeli 1 przedstawiono główne słabości *corporate governance* identyfikowane w czasie i po kryzysie finansowym.

Jak przedstawiono w tab. 1, lista słabości nadzoru korporacyjnego obejmuje większość jego obszarów. Wiele przytoczonych zarzutów i problemów dotyczy fundamentalnych kwestii związanych ze strukturą własności, rolą niezależnych członków rady nadzorczej oraz strukturą wynagrodzenia menedżerskiego. Przede wszystkim należy podkreślić niską aktywność akcjonariuszy, w tym inwestorów instytucjonalnych, którzy nie angażują się w działania nadzorcze. Inwestorzy często pozostają pasywni, nie uczestniczą w walnych zgromadzeniach, nie zgłaszają swoich propozycji uchwał. Co więcej, część inwestorów jest nastawiona na krótką obecność w spółce

Tabela 1. Główne problemy nadzoru korporacyjnego

Mechanizm <i>corporate governance</i>	Zidentyfikowane słabości i problemy
Zaangażowanie inwestorów, szczególnie instytucjonalnych	Akcjonariusze, w tym inwestorzy instytucjonalni, słabo angażują się w nadzór, nie uczestniczą w walnych zebraniach; inwestorzy mają (zbyt) krótki czas obecności w spółce, często nastawiają się na szybkie zyski w krótkim okresie
Efektywność pracy rady, w tym: <ul style="list-style-type: none"> – członkowie niezależni – specjalistyczne komitety – odpowiedzialność i etyka – raportowanie – zarządzanie ryzykiem 	<ul style="list-style-type: none"> – słaba znajomość branży, brakuje specjalistycznej wiedzy i doświadczenia; członkowie niezależni zasiadają w radzie przez wiele lat, co ogranicza ich niezależność, obiektywizm i jakość monitoringu – efektywność komitetów jest mocno ograniczona, brakuje w nich specjalistów z zakresu finansów czy instrumentów pochodnych – niska odpowiedzialność ze strony członków rady za wyniki spółki, wątpliwe standardy etyczne, homogeniczność rady (jednostronne myślenie) – niewystarczające informacje w raporcie samooceny, brak procedur, brak systemu, nieprzygotowanie członków rady
Wynagrodzenie menedżerskie	<ul style="list-style-type: none"> – nadmierne wynagrodzenie menedżerskie (wysokość), które jest wypłacane nawet w sytuacji pogarszających się wyników spółki (sztywność kontraktów, przepisy chroniące menedżerów) – trudności w oszacowaniu efektywności pracy (wielość stosowanych wskaźników) – trudność powiązania płacy z oczekiwaniami interesariuszy (brak wskaźników społecznych i środowiskowych) – motywowanie do nadmiernego ryzyka (zbyt duży udział komponentu ruchomego) – krótkoterminowa orientacja (zbyt duży udział premii wypłacanej w gotówce)
Przejrzystość	<ul style="list-style-type: none"> – niewystarczająca przejrzystość, wiele informacji podawanych w mało przystępny sposób (złożoność transakcji, specjalistyczne terminy) – istniejące instytucje mają problem z weryfikacją informacji ujawnianych przez spółki

Źródło: opracowanie własne.

i dąży do uzyskania zysku w krótkim okresie. Nie są oni zainteresowani obecnością w akcjonariacie w dalszym horyzoncie czasu. Bardzo wiele krytycznych uwag jest

także kierowanych pod adresem rad (nadzorczych, dyrektorów) ze względu na niską efektywność ich pracy. Przede wszystkim członkowie niezależni, którzy mieli zapewniać obiektywny monitoring, często nie znają wystarczająco dobrze branży spółki, w radzie której zasiadają, czy też nie mają odpowiedniego doświadczenia. W skład komitetów wchodzi natomiast osoby nie posiadające specjalistycznej wiedzy [Murray 2007]. Ponadto kryzys ujawnił, iż w niektórych spółkach członkowie niezależni czy członkowie spoza firmy zasiadają w radzie przez wiele lat, co ogranicza ich niezależność, obiektywizm i jakość monitoringu. Skład rad jest dość homogeniczny, z dominacją mężczyzn rasy białej o podobnym wykształceniu i stylu życia, co może przekładać się na dość jednostronną ocenę rzeczywistości czy jednostronne postrzeganie napotykanego problemów. Doświadczenia kryzysu z lat 2008-2009 pokazały także, iż rada całkowicie zawiodła w odniesieniu do zarządzania ryzykiem, jednocześnie obnażając słabości całego systemu. Problemem okazuje się także brak rzetelnej oceny działalności rady i efektywności jej pracy z uwzględnieniem porażek czy nietrafionych decyzji [Kirkpatrick 2009].

Jak przedstawiono w tab. 1, lista słabości nadzoru korporacyjnego obejmuje większość jego obszarów. Wiele przytoczonych zarzutów i problemów dotyczy fundamentalnych kwestii związanych ze strukturą własności, rolą niezależnych członków rady nadzorczej oraz strukturą wynagrodzenia menedżerskiego. Przede wszystkim należy podkreślić niską aktywność akcjonariuszy, w tym inwestorów instytucjonalnych, którzy nie angażują się w działania nadzorcze. Inwestorzy często pozostają pasywni, nie uczestniczą w walnych zgromadzeniach, nie zgłaszają swoich propozycji uchwał. Co więcej, część inwestorów jest nastawiona na krótką obecność w spółce i dąży do uzyskania zysku w krótkim okresie. Nie są oni zainteresowani obecnością w akcjonariacie w dalszym horyzoncie czasu. Bardzo wiele krytycznych uwag jest także kierowanych pod adresem rad (nadzorczych, dyrektorów) ze względu na niską efektywność ich pracy. Przede wszystkim członkowie niezależni, którzy mieli zapewniać obiektywny monitoring, często nie znają wystarczająco dobrze branży spółki, w radzie której zasiadają, czy też nie mają odpowiedniego doświadczenia. W skład komitetów wchodzi natomiast osoby nie posiadające specjalistycznej wiedzy [Murray 2007]. Ponadto kryzys ujawnił, iż w niektórych spółkach członkowie niezależni czy członkowie spoza firmy zasiadają w radzie przez wiele lat, co ogranicza ich niezależność, obiektywizm i jakość monitoringu. Skład rad jest dość homogeniczny, z dominacją mężczyzn rasy białej o podobnym wykształceniu i stylu życia, co może przekładać się na dość jednostronną ocenę rzeczywistości czy jednostronne postrzeganie napotykanego problemów. Doświadczenia kryzysu z lat 2008-2009 pokazały także, iż rada całkowicie zawiodła w odniesieniu do zarządzania ryzykiem, jednocześnie obnażając słabości całego systemu. Problemem okazuje się także brak rzetelnej oceny działalności rady i efektywności jej pracy z uwzględnieniem porażek czy nietrafionych decyzji [Kirkpatrick 2009].

Najdłuższa lista słabości *corporate governance* dotyczy wypaczenia praktyki płacy menedżerskiej [Johnson, Ryan, Tian 2010; Bebchuk, Spamman 2010], w tym braku

wystarczająco rzetelnych wskaźników, które oszacowywałyby efektywności pracy zarządu [Bebchuk, Fred 2004] oraz umożliwiały powiązanie płacy z oczekiwaniami interesariuszy, w tym w odniesieniu do wymiaru społecznego i środowiskowego. Ponadto nawet liberalni ekonomiści zwracają uwagę na nadmierną wysokość wynagrodzenia menedżerskiego, które ze względu na sztywność zawieranych umów jest wypłacane nawet w razie pogarszania się wyników spółki [Posner 2010]. Praktyka wynagrodzeń najwyższej kadry menedżerskiej wskazywała także na stosowanie rozwiązań motywujących do podejmowania nadmiernego ryzyka (poprzez zbyt duży udział komponentu ruchomego) [Kirkpatrick 2009] oraz do motywowania do krótkoterminowej orientacji (zbyt duży udział premii wypłacanej w gotówce). Jednocześnie bardzo szczegółowa konstrukcja kontraktów menedżerskich negatywnie wpływa na motywację zarządzających, ograniczając ją do podejmowania działań zapisanych w umowie [Rost, Osterloch 2009, s. 119-149].

Ostatnim obszarem nadzoru korporacyjnego, który wykazuje wiele słabości, są kwestie przejrzystości spółek. Szczególne znaczenie ma rzetelność informacji ujawnianych na rynku oraz wiarygodność instytucji, które powinny nadzorować spółki [Testimony of ... 2007]. Tymczasem praktyka gospodarcza oraz obserwacje funkcjonowania pośredników (analitycy i agencje ratingowe) oraz strony popytowej (fundusze inwestycyjne) wskazują na wiele słabości i nadużyć [Kansan 2009]. Ponadto wiele informacji czy raportów formułuje się w mało przystępny sposób (złożoność transakcji, specjalistyczne terminy) i adresaci mają problemy z ich zrozumieniem [Aluchna 2011, s. 735-748].

Podsumowując, należy zauważyć, iż na przełomie ostatnich dziesięciu lat w literaturze przedmiotu dominuje pogląd o kryzysie struktur nadzorczych i poważnych słabościach stosowanych rozwiązań. Opinia taka jest niewątpliwie związana z kolejnymi kryzysami i skandalami korporacyjnymi [Fox 2003; McLean, Elkind 2003; Jackson 2008; Madsen, Vance 2009, s. 216-227], które, wstrząsając rynkami kapitałowymi, negatywnie odbijają się na zyskach inwestorów [Cheffins 2009, s. 1-66; Dujuan 2009, s. 139-152]. Kryzys nadzoru korporacyjnego ujawnia fundamentalne słabości związane z niedopasowaniem rozwiązań do współczesnych wyzwań, zagrożeń i procesów globalizacyjnych oraz z fragmentarycznym prawem [Kirkpatrick 2009; Coffee 2008]. Co więcej, prowadzone analizy często kwestionują efektywność wielu rozwiązań (np. obecność członków niezależnych w radzie, wpływ inwestorów instytucjonalnych), wskazując na problemy związane z fundamentalnymi założeniami *corporate governance* (np. budowanie wartości dla akcjonariusza, powiązanie płacy menedżerskiej z wynikami spółki). Ponadto, szczególnie w środowisku prawników [Coffee 2002; 2008], panuje pogląd o pewnym wyczerpaniu się istniejących struktur i nienadążaniu regulacji za postępującymi procesami globalizacyjnymi i presją rynków wschodzących.

4. Reformy *corporate governance*

W reakcji na zidentyfikowane poważne słabości nadzoru korporacyjnego zarówno badacze, jak też praktycy i regulatorzy sformułowali wiele nowych zasad i rekomendacji. Przegląd najnowszej literatury przedmiotu oraz regulacji i dokumentów dobrych praktyk wskazuje, iż zarówno na poziomie regulacji narodowych czy regionalnych, jak kodów środowiskowych czy reform podejmowanych przez spółki widoczne są zmiany w podstawowych obszarach *corporate governance*, czyli aktywności inwestorów, funkcjonowania i składu rady, strukturyzowania płacy najwyższej kadry menedżerskiej oraz polityce informacyjnej. Choć historycznie słabości *corporate governance* ujawniane w kolejnych falach kryzysów lub skandali korporacyjnych prowadziły do znacznych reform [Bainbridge 2007] i rozwoju ruchu dobrych praktyk, to jednak można odnieść wrażenie, iż podejmowane działania nie przyczyniły się do znaczącej poprawy jakości nadzoru korporacyjnego i nie były w stanie zapobiec kryzysowi z lat 2007-2009 [Izaksen 2009]. Zakres problemów i świadomość słabości *corporate governance* przyczyniły się do podjęcia reform i sformułowania nowych rekomendacji. Główne kierunki tych zmian przedstawiono w tab. 2.

Jak wynika z tab. 2, lista nowych rekomendacji oraz przepisów sformułowanych i w większości wdrożonych po kryzysie finansowym jest dość długa. W tych propozycjach decydenci upatrują możliwości rozwiązania problemów z nieefektywnym nadzorem, brakiem odpowiedzialności osób zaangażowanych w nadzór nad zarządzaniem spółkami czy niewystarczającą przejrzystością [Bruner 2011, s. 309-341]. Warto jednocześnie zauważyć, iż część reform jest stymulowana zmianami regulacyjnymi w sektorze finansowym [Takehara 2013, s. 531-553], który najmocniej jest obecnie krytykowany za błędy i nadużycia *corporate governance*. Nowe zalecenia i rekomendacje zostały sformułowane w oficjalnych dokumentach prawnych, jak np. przyjęta w 2010 roku w USA nowa ustawa Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Dodd-Frank Act) czy dyrektywy UE, pojawiły się także w rekomendacjach i raportach krajowych (Walker Report, UK Stewardship Code), regionalnych (EU Action Plan) lub międzynarodowych sformułowanych przez OECD czy FEE. Do najważniejszych kierunków zmian proponowanych na przykład przez UK Stewardship Code [Implementation of the ... 2010], Komisję Europejską [Summary of the ... 2013] czy Dodd-Frank Act zaliczono wzmocnienie prawa akcjonariuszy do przekazywania głosów poprzez rozpowszechnianie wykorzystywania technik komunikacji elektronicznej do głosowania na walnych zgromadzenia czy głosowania akcjonariuszy nad przyjęciem lub odrzuceniem polityki wynagrodzenia kadry zarządzającej (tak zwane *say on pay*). Wiele nowych propozycji jest także zgłaszanych w odniesieniu do praktyki i składu rad [Action plan ... 2012; Bruner 2011; Corporate governance ... 2009; OECD Strategic Response ... 2009] (nadzorczych, dyrektorów). Podkreśla się przede wszystkim konieczność większej dbałości o dobór członków rady o odpowiednim wykształceniu i doświadczeniu przy jednoczesnym zapewnieniu różnorodności składu [Action plan ... 2009]. Takie działania przekładają się na promowanie udziału

Tabela 2. Reformy i rekomendacje *corporate governance* w reakcji na zidentyfikowane słabości

Zidentyfikowane słabości i problemy	Nowe przepisy i rekomendacje
Niska aktywność akcjonariuszy, w tym inwestorów	Przepisy i rekomendacje zwiększające wykonywanie praw z posiadanych akcji np. poprzez możliwości głosowania przez przedstawicieli czy za pomocą narzędzi komunikacji elektronicznej (<i>e-voting</i>), głosowanie nad polityką wynagrodzenia kadry zarządzającej (<i>say on pay</i>)
Słabe przygotowanie członków niezależnych Wątpliwy obiektywizm członków niezależnych z długi stażem w radzie Niska efektywność komitetów Niska odpowiedzialność ze strony członków rady za wyniki spółki, wątpliwe standardy etyczne Homogeniczność rady (jednostronne myślenie) Brak systemu zarządzania ryzykiem	Dbalność o dobór członków rady o odpowiednim wykształceniu i doświadczeniu Precyzyjne definiowanie standardów niezależności Rekomendacje preferujące członków komitetów posiadających specjalistyczną wiedzę (audyt, zarządzanie ryzykiem) Podnoszenie kwestii standardów etycznych Promocja udziału kobiet we władzach spółek (większa przejrzystość nominacji lub wprowadzenie parytetów) Stworzenie systemów zarządzania ryzykiem, procedury raportowania i kontroli wewnętrznej
Nadmierna wysokość płacy menedżerskiej Trudności w oszacowaniu efektywności pracy. Trudność powiązania płacy z oczekiwaniami interesariuszy Zbyt duży udział komponentu ruchomego Zbyt duży udział premii wypłacanej w gotówce	Głosowanie akcjonariuszy nad polityką wynagrodzenia kadry zarządzającej (<i>say on pay</i>) Wprowadzenie wielu różnych wskaźników w odniesieniu do różnych okresów Wprowadzenie wskaźników społecznych i środowiskowych Wskazówki odnośnie do kalkulowania płacy (oparte na wskaźnikach krótko-, średnio- i długoterminowe), wprowadzenie kont bonusowych, możliwość obniżenia płacy (<i>clawback</i>) oraz premii (określona proporcja w odniesieniu do płacy stałej oraz w gotówce, odroczenie płatności)
Niewystarczająca przejrzystość Istniejące instytucje mają problem z weryfikacją informacji ujawnianych przez spółki	Wyższe standardy polityki informacyjnej, informacja odpowiadająca na potrzeby inwestorów (wskaźniki, raporty rady) oraz interesariuszy

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Banking crisis... 2009; Wall Street Reform ... 2010; Risk management ... 2010; Implementation of the UK ... 2010; A review of corporate governance ... 2009; 'CRD III' - Directive 2010/76/EU ... 2010; New initiatives in response ... 2009; Corporate governance ... 2009; OECD strategic response ... 2009; Statement of the European Corporate Governance ... 2009; Discussion paper for auditor's ... 2009; Davis 2011; Thematic review ... 2010; Zalecenie Komisji ... 2009; Summary of the informal discussions ... 2013; Action Plan ... 2012].

kobiet we władzach spółek poprzez oczekiwanie od spółek większej przejrzystości procesu nominacji lub wprowadzenia parytetów [Wniosek Dyrektywa ... 2012]. Ponadto propozycje dotyczą precyzyjnego zdefiniowania standardów niezależności

[*Corporate governance ... 2009*] oraz większej świadomości standardów etycznych wśród osób odpowiedzialnych za zarządzanie i nadzór nad spółką. Rekomendacje odnoszą się także do konieczności tworzenia specjalistycznych komitetów w ramach rady i do delegowania tam członków posiadających specjalistyczną wiedzę (audyt, zarządzanie ryzykiem). Dużo miejsca poświęca się także zaleceniom stworzenia systemów zarządzania ryzykiem, określenia procedury raportowania i kontroli wewnętrznej. Kolejnym obszarem *corporate governance*, w którym pojawia się wiele nowych rozwiązań i regulacji prawnych, jest wynagrodzenie menedżerskie. Ze względu na ostrą krytykę przedkryzysowej praktyki płacy najwyższej kadry menedżerskiej, proponowane zmiany dotyczą wielu aspektów pakietów wynagrodzeń. Wiele rozwiązań jest inicjowanych przez reformy sektora finansowego [*'CRD III' – Directive ... 2010; New initiatives ... 2009; Thematic review ... 2010*]. Do głównych zmian należy zaliczyć [*Banking crisis ... 2009; Thematic review ... 2010; Statement of the European ... 2009; Zalecenie Komisji ... 2009*]:

- mechanizmy ograniczające wzrost płacy menedżerskiej.
- wskazówki co do kalkulowania płacy przy wykorzystywaniu zrównoważonego zestawu wskaźników krótko-, średnio- i długoterminowych,
- wprowadzenie kont bonusowych,
- wprowadzenie możliwości obniżenia płacy (*clawback*),
- rekomendacje dotyczące strukturyzowania i wypłaty premii – premia jest określona w odpowiedniej proporcji do płacy stałej, nie jest w całości wypłacana w gotówce, uważnie dobierane są wskaźniki, na których opiera się wypłata premii, premia powinna być kształtowana w dłuższym okresie.

Dodatkowo zaleca się wprowadzenie możliwości głosowania akcjonariuszy nad polityką wynagrodzenia kadry zarządzającej (*say on pay*), co zmusza spółki do przygotowania i publikowania polityki wynagrodzenia najwyższej kadry menedżerskiej, wprowadzenia wielu różnych wskaźników w odniesieniu do różnych okresów czasu (perspektywa krótko-, średnio- i długoterminowa) oraz wskaźników społecznych i środowiskowych jako kryteriów oceny pracy zarządzających, od których uzależniona jest wysokość płacy. Zapisy Dodd-Frank Act czy „Action Plan: European company law and corporate governance – a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies” wskazują także na konieczność poprawienia standardów polityki informacyjnej: informacja ma odpowiadać na potrzeby inwestorów (wskaźniki, raporty rady) oraz interesariuszy. Wskazuje się na konieczność zwiększenia informatywności raportów *corporate governance*, poprawy identyfikacji inwestorów, zwiększenia zakresu raportowania środowiskowego i społecznego.

Choć wdrażane zapisy i proponowane rekomendacje odnoszą się do faktycznych słabości *corporate governance* i odpowiadają na najważniejsze problemy funkcjonowania rady, płacy menedżerskiej, polityki informacyjnej czy zaangażowania akcjonariuszy, trudno jest jednak przesądzać o ich skuteczności w ograniczaniu ryzyka kolejnej fali kryzysu czy poważnych problemów nadzoru nad spółkami. Warto jednocześnie zauważyć, iż mimo początkowych ambitnych planów, wiele zaleceń nie

jest realizowane czy przenoszone do praktyki gospodarczej za pomocą rozporządzeń. Z jednej strony wskazuje się na opór samych spółek, które uznają wdrażane regulacje i rekomendacje za zwiększanie obciążeń funkcjonowania i krytykują decydentów za nadmierną formalizację i wymagania co do raportowania. Z drugiej jednak strony podaje się w wątpliwość kierunek prowadzonych reform – bez bowiem zmiany na poziomie wartości zarówno spółek, jak i akcjonariuszy sugerowane rozwiązania nie są w stanie wyeliminować wielu słabości *corporate governance*. Tak długo jak akcjonariusze będą zainteresowani szybkim zyskiem, a nie długoterminowymi inwestycjami, spółki będą dążyły do działania na rzecz zwiększania wartości i raportowania dobrych wyników finansowych w krótkim okresie, często poświęcając plany długoterminowego rozwoju. Co więcej, wśród spółek, szczególnie amerykańskich i przede wszystkim w sektorze finansowym, obserwuje się poważny opór przed wdrażaniem reform *corporate governance*. Regulacje Unii Europejskiej są natomiast wdrażane wolniej [Takehara 2013], jednak akceptacja dla tych przepisów jest większa, gdyż ich ostateczny kształt jest wynikiem długofalowych konsultacji. Kluczowa staje się także współpraca międzynarodowa i koordynacja działań i wspólne wprowadzanie standardów ze względu na procesy globalizacyjne i integracyjne na rynkach kapitałowych [Cox 2007; Paredes 2010; Cumming 2010].

5. Zakończenie

Kryzys finansowy i spowolnienie gospodarcze stały się istotnym impulsem do rewizji mechanizmów i praktyk *corporate governance*. Poważne problemy, które zidentyfikowano w zasadzie we wszystkich obszarach nadzoru nad spółkami, przyczyniły się do przygotowania pakietu reform i sformułowania zaleceń i dobrych praktyk rekomendujących większą aktywność inwestorów, poprawienie jakości pracy rady nadzorczej czy rady dyrektorów. Znaczące zmiany odnoszą się do praktyki spółek w zakresie funkcjonowania rady, kształtowania wynagrodzenia najwyższej kadry menedżerskiej, polityki informacyjnej i zaangażowania się akcjonariuszy w nadzór. Choć omawiane w tekście reformy starają się reagować na najpoważniejsze problemy *corporate governance*, na obecnym etapie jednak trudno przesądzać o ich skuteczności.

Literatura

- A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities: Final recommendations* (Walker Review), UK Treasury, 2009, <http://www.hm-treasury.gov.uk>.
- Action Plan: European company law and corporate governance – a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies*, European Commission, 2012, COM (2012) 740, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0740:FIN:EN:PDF>.

- Adamska A., *Własność i kontrola. Perspektywa akcjonariuszy spółek publicznych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013.
- Allen F., Gale D., *Comparing financial systems*, The MIT Press, Cambridge (Mass.) 2000.
- Aluchna M., *Nadzór korporacyjny w świetle nowych wyzwań gospodarczych*, [w:] R. Bartkowiak, J. Ostaszewski (red.), *Ekonomia, nauki o zarządzaniu, finanse i nauki prawne wobec światowych przemian kulturowych, społecznych, gospodarczych i politycznych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2011, s. 735-748.
- Risk management and corporate governance*, Anderson R. & Associates, OECD, Paris 2010.
- Bainbridge S., *Corporate governance after the financial crisis*, Oxford University Press, Oxford 2012, s. 141-145.
- Bainbridge S., *The complete guide to Sarbanes-Oxley. Understanding how Sarbanes-Oxley affects your business*, Adams Business, Avon (Mass.) 2007.
- Baker K., Anderson R., *Corporate governance. A synthesis of theory, research and practice*, John Wiley & Sons, New York 2010.
- Banking crisis: Reforming corporate governance and pay in the City*, House of Commons, London 2009, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0740:FIN:EN:PDF>.
- Bebchuk L., Spamann H., *Regulating bankers' pay*, Harvard John M. Olin Center for Law, Economics and Business, Discussion Paper no. 641, 2010, www.ssrn.com/abstract=1410072.
- Bebchuk L., Fred J., *Pay without performance: unfulfilled promise of executive compensation*, Harvard University Press, Cambridge (Mass.) 2004.
- Bruner Ch., *Corporate governance reform in a time of crisis*, "The Journal of Corporation Law" 2011, vol. 36, no. 2, s. 309-341.
- Cheffins B., *Did corporate governance 'fail' during the 2008 stock market meltdown? The case of the S&P 500*, "The Business Lawyer" 2009, vol. 65, s. 1-66.
- Clarke T., *The materiality of sustainability*, [w:] S. Benn, D. Dunphy (red.), *Corporate governance and sustainability: Challenges for theory and practice*, Routledge, London 2007, s. 219-251.
- Coffee J., *Redesigning the SEC. Does the treasury have a better idea?*, The Center for Law and Economic Studies, Columbia University School of Law, Working Paper 348, New York 2008, www.ssrn.com/abstract=1309776.
- Coffee J., *Understanding Enron: It's about gatekeepers, stupid*, 2002, www.ssrn.com/abstract_id=325240.
- Corporate governance and the financial crisis: Key findings and main messages*, OECD, 2009, <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/43056196.pdf>.
- Cox C., *Keynote address to the 2007 US-EU corporate governance conference*, wystąpienie przewodniczącego Securities and Exchange Commission, 2007;
- Cumming Ch., *On early intervention and resolution*, wystąpienie First Vice President, Federal Reserve Bank of New York, 2010, <http://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2010/cum101025.html>.
- Davis K., *Regulatory reform post the global financial crisis: An overview*, Report for the Melbourne APEC Finance Centre, 2011, http://www.apec.org.au/docs/11_CON_GFC/Regulatory%20Reform%20Post%20GFC-%20Overview%20Paper.pdf.
- Dujuan Y., *Inefficient American corporate governance under the financial crisis and China's reflections*, "International Journal of Law and Management" 2009, vol. 51, s. 139-152.
- Federation of European Accountants, *Discussion Paper for Auditor's Role Regarding Providing Assurance on Corporate Governance Statements*, 2009.
- 'CRD III' – Directive 2010/76/EU amending the Capital Requirements Directives; European Commission, *New initiatives in response to the financial crisis – recommendations*, European Commission, 29 April 2009, http://ec.europa.eu/internal_market/company/directors-remun/index_en.htm.
- Fox L., *Enron. The rise and fall*, John Wiley & Sons, New York 2003.

- Gill A., *Corporate governance as social responsibility: A research agenda*, "Berkley Journal of International Law" 2008, vol. 26, no. 2, s. 452-478.
- Implementation of the UK stewardship code*, FRC, London, 2010.
- Isaksson M., *Corporate governance and the financial crisis: Questions and answers*, OECD, 2009, http://www.oecd.org/document/49/0,3343,en_2649_34813_43063537_1_1_1_1,00.html.
- Jackson C., *Bajki w świecie biznesu. Mroczna prawda o fałszowaniu sprawozdań finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Jamali D., Safieddine A., Rabbath M., *Corporate governance and corporate social responsibility synergies and interrelationship*, "Corporate Governance: An International Review" 2008, vol. 16, s. 443-459.
- Jeżak J., *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Johnson S., Ryan H., Tian Y., *Managerial incentives and corporate fraud: The sources of incentives matter*, 2010, www.ssrn.com/abstract=395960.
- Kansas D., *Guide of the end of Wall Street as we know it*, Collins Business, New York 2009.
- Kemper A., Martin R., *After the fall: The global financial crisis as a test of corporate social responsibility theories*, "European Management Review" 2011, vol. 7, s. 229-239.
- Kirkpatrick G., *The corporate governance lessons from the financial crisis*, OCED, Paris 2009 <http://www.oecd.org/dataoecd/32/1/42229620.pdf>.
- Kołodkiewicz I., *Niezależny członek rady nadzorczej w Polsce. Podsumowanie pierwszej dekady doświadczeń*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 235-260.
- Kowalewski O., *Rynek kontroli przedsiębiorstwa. Wrogie przejęcie jako mechanizm dyscyplinujący menedżerów*, [w:] D. Dobija, I. Kołodkiewicz (red.), *Ład korporacyjny*, Oficyna Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 221-261.
- Larcker D., Tayan B., *Corporate governance matters*, Pearson Education, Upper Saddle River 2011.
- MacAvoy P., Millstein O., *The recurrent crisis in corporate governance*, Palgrave Macmillan, New York 2003.
- Madsen S., Vance C., *Unlearned lessons from the past: an insider's view of Enron's downfall*, "Corporate Governance" 2009, vol. 9, no. 2, s. 216-227.
- Mallin C., *Corporate governance*, Oxford University Press, Oxford 2004.
- Marcus A., *Business and society. Strategy, ethics and the global economy*, Irwin, Chicago 1996.
- Martin R., *The virtue matrix: Calculating the return on corporate responsibility*, "Harvard Business Review" 2002, vol. 80, no. 3, s. 68-75.
- Mayer C., *Firm commitment: Why the corporation is failing us and how to restore trust in it*, Oxford University Press, Oxford 2012.
- McConnell J., McKeon S., Xu W., *Corporate governance and ownership structure*, [w:] H. Baker, A. Anderson (red.), *Corporate governance. A synthesis of theory, research and practice*, John Wiley and Sons, Hoboken (NJ) 2012, s. 303-322.
- McLean B., Elkind P., *The smartest guy in the room*, Penguin Books, New York 2003.
- Mesjasz Cz., *Ład (nadzór) korporacyjny. Geneza, definicje i podstawowe problemy*, [w:] D. Dobija, I. Kołodkiewicz (red.), *Ład korporacyjny. Podręcznik akademicki*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 15-52.
- Murray A., *Revolt in the boardroom. The new rules of power in corporate America*, Collins, New York 2007.
- New initiatives in response to the financial crisis*, European Commission, Recommendations, 29 April 2009. http://ec.europa.eu/internal_market/company/directors-remun/index_en.htm.
- OECD Strategic response to the financial and economic crisis*, 2009, <http://www.oecd.org/economy/42061463.pdf>.

- Principles of corporate governance*, OECD, 2004, <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>.
- Oplustil K., *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, CH Beck, Warszawa 2010.
- Paredes T., *Corporate governance and the new financial regulation: Complements or substitutes?*, wystąpienie komisarza SEC, 2010, www.sec.gov/news/speech/2010/spch102510tap.htm.
- Porter M., Kramer R., *The competitive advantage of corporate philanthropy*, "Harvard Business Review" 2002, vol. 80, no. 12, s. 56-68.
- Posner R., *The crisis of capitalist democracy*, Harvard University Press, London 2010.
- Postuła I., *Nadzór korporacyjny w spółkach Skarbu Państwa*, Wolters Kluwer, Warszawa 2013.
- Roe M., *Strong managers, weak owners – the political roots of American corporate finance*, Princeton University Press, Princeton 1994.
- Rost K., Osterloh M., *Management fashion pay-for-performance for CEOs*, "Schmalenbach Business Review" 2009, vol. 61, s. 119-149.
- Sheehan K., *Great expectations: Institutional investors, executive remuneration and 'say on pay'*, [w:] J. Hawley, S. Kamath, A. Williams (red.), *Corporate governance failures. The role of institutional investors in the global financial crisis*, University of Pennsylvania Press, Philadelphia 2011, s. 120-126.
- Shleifer A., Vishny R., *A survey of corporate governance*, "Journal of Finance" 1997, vol. 52, s. 737-783.
- Statement of the European Corporate Governance Forum on director remuneration*, ECGF, 2009, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf-remuneration_en.pdf.
- Steinberg R., *Governance, risk management and compliance*, John Wiley and Sons, Hoboken (NJ) 2011.
- Strandberg C., *The convergence of corporate governance and corporate social responsibility, Thought-leaders study*, Standberg Consulting, Burnaby 2005.
- Summary of the informal discussions concerning the initiative on shareholders engagement*, European Commission, 2013, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/120417_summary-initiative-shareholders-engagement_en.pdf.
- Takehara D., *Financial reform in the European Union: Establishing the common technical rulebook*, "Global Business & Development Law Journal" 2013, vol. 26, s. 531-553.
- Testimony of Professor J. C. Coffee before the Senate Banking Committee*, 2007, http://banking.senate.gov/public/_files/OpgStmtCoffeeSenateTestimonyTurmoilintheUSCreditMarkets.pdf.
- Thematic review on compensation peer review report*, Financial Stability Board, Basel 2010.
- Tricker B., *Corporate governance. Principles, policies and practices*, Oxford University Press, Oxford 2012.
- Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, SEC, New York 2010.
- Wniosek Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie poprawy równowagi płci wśród dyrektorów niewykonawczych spółek, których akcje są notowane na giełdzie i odnośnych środków, Komisja Europejska, COM 614, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0614:FIN:pl:PDF>.
- Zalecenie Komisji uzupełniające zalecenia 2004/913/WE i 2005/162/WE w sprawie systemu wynagrodzeń dyrektorów spółek notowanych na rynku regulowanym (2009/385/WE), Komisja Europejska, 2009.

CORPORATE GOVERNANCE REFORMS AFTER FINANCIAL CRISIS

Summary: The experience of the financial crisis and the economic slowdown are the drivers for the search of new solutions and undertaken actions in the area of company management targeted at the recovery of the economy and the societies' development. Corporate governance is viewed as one of such directions for the competitiveness increase at the national as well as the company level. Corporate governance is defined as the set of control and incentives mechanisms aimed at the long term creation of the firm value. The article identifies the main corporate governance failures observed during the crisis and confronts them with the implemented reforms and formulated recommendations in order to eliminate these inefficiencies.

Keywords: corporate governance, corporate governance failures, post crisis reforms in corporate governance.