

Piotr Jan Mackiewicz*

Corporate governance w polskich spółkach publicznych

Słowa kluczowe: *corporate governance*, rynek kapitałowy, rada nadzorcza, akcje
Keywords: *corporate governance*, capital market, board of directors, shares

Wprowadzenie

Zarówno kryzys finansowy zapoczątkowany w 2007 roku, jak i napięta sytuacja polityczna na Ukrainie nie sprzyjają rynkowi papierów wartościowych i wycenie walorów na nim notowanych. Podczas wspomnianych perturbacji makroekonomicznych gwałtownie zwiększała się podaż akcji, co z kolei nieuchronnie prowadziło do dewaluacji większości papierów wartościowych. Mając świadomość braku wpływu na sytuację makroekonomiczną, inwestorzy instytucjonalni oraz indywidualni zmuszeni są do głębszej niż zwykle refleksji dotyczącej tego, które narzędzia analityczne pozwolą na wyeliminowanie lub minimalizację strat w przypadku gwałtownego załamania popytu na dany papier wartościowy. Inwestorzy muszą dbać także o to, aby w czasach *prosperity* zyski z inwestycji były na tyle wysokie, aby w razie kryzysu nie były w całości utracone. W takich okolicznościach obok analizy technicznej i fundamentalnej warta poświęcenia uwagi staje się analiza *corporate governance*.

Celem opracowania jest ukazanie *corporate governance* zarówno w ujęciu teoretycznym, jak i praktycznym. Skupiono się także na przedstawieniu ewolucji kształtu *corporate governance* na polskim rynku papierów wartościowych i jego porównaniu z „dojrzałymi” rynkami kapitałowymi.

* Magister Piotr Mackiewicz jest asystentem na Wydziale Zarządzania i Ekonomiki Usług (Katedra Bankowości i Finansów Porównawczych) Uniwersytetu Szczecińskiego. E-mail: piotr.mackiewicz@onet.pl.

Corporate governance – podstawy teoretyczne

Corporate governance (ład korporacyjny) jest terminem nowym (zwłaszcza na polskim rynku papierów wartościowych), którego definicja nie jest jeszcze jednoznacznie określona. W polskim środowisku naukowym nie wypracowano dotychczas porozumienia co do tego, jak tłumaczyć na język polski *corporate governance*. W niniejszym opracowaniu zamiennie z *corporate governance* używane będą polskie odpowiedniki, czyli ład korporacyjny, władanie korporacyjne, nadzór korporacyjny, władztwo korporacyjne. A. Schleifer pisze, że nadzór korporacyjny składa się z metod działania, za pomocą których kapitałodawcy próbują wymóc na zarządzających przedsiębiorstwem na tyle efektywne działanie, aby możliwy był zwrot zainwestowanego kapitału. Działanie takie jest wskazane, ponieważ prawdopodobna jest sytuacja, gdzie interesy menedżerów i właścicieli kapitału są sprzeczne¹. L. Zingales poszerzył tę definicję i określił *corporate governance* jako zbiór połączonych ze sobą ograniczeń wpływających na sposób działania przedsiębiorstwa. Ograniczenia te są także czynnikiem kształtującym reguły podziału zysku między stronami zaangażowanymi w działanie przedsiębiorstwa². W polskiej literaturze przedmiotu można się natomiast spotkać z definicją mówiącą, że *corporate governance* jest nadzorem sprawowanym nad zarządzającymi spółką przez właścicieli. Jego celem jest ochrona interesów akcjonariuszy przedsiębiorstwa, jak również maksymalizacja jego wartości³.

W toku badania *corporate governance* poszukuje się odpowiedzi na pytania, kto powinien mieć kluczowy wpływ na to, jakie decyzje zapadają w ramach spółki, oraz jak kontrolować menedżerów i sprawić, aby ich działania były zbieżne z celami akcjonariuszy⁴.

Teoria agencji a ład korporacyjny

Sama problematyka *corporate governance* może być postrzegana wielowymiarowo. Aby tę wielowymiarowość nieco zawęzić, warto już w tej części artykułu nadać rozprawie pewne ramy teoretyczne, na których będzie się ona opierała i je rozwijała. Fundamentem teoretycznym niniejszego opracowania będzie teoria agencji poniekąd stanowiąca rozwinięcie założeń teorii kontraktów. Skupia się ona na relacji agencji, która to relacja charakteryzuje się występowaniem dwóch stron kontraktu – pryncy-

¹ A. Shleifer, R. Vishny, *Survey on Corporate Governance*, „Journal of Finance” 1997, vol. 52, s. 10–12.

² L. Zingales, *Corporate Governance*, Macmillan, London 1998, s. 499.

³ *Ład korporacyjny*, red. D. Dobija, I. Koładkiewicz, Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 17.

⁴ A. Samborski, *Governance w przedsiębiorstwie w kontekście społecznej odpowiedzialności*, „Przegląd Organizacji” 2012, nr 1, s. 15.

pała i agenta. Ten pierwszy występuje jako usługobiorca agenta, który oferuje swoje świadczenia w zamian za określone wynagrodzenie. Zleceniobiorca (agent) w ramach swoich obowiązków przejmując uprawnienia decyzyjne, natomiast uprawnienia nadzorcze (kontrolne) pozostają w gestii pryncypała. Przy takiej konstrukcji kontraktu głównym problemem stają się rozbieżne cele obydwu stron, które dążą do maksymalizacji własnej użyteczności wynikającej z zajmowanych pozycji⁵. Dlatego też ważnym aspektem funkcjonowania spółek akcyjnych stało się minimalizowanie tego, co w teorii agencji określa się mianem kosztów agencji, a w praktyce jest dążeniem dwóch stron zaangażowanych w funkcjonowanie przedsiębiorstwa do własnego optimum użyteczności. Taką sytuację można zaobserwować między innymi w spółkach kapitałowych notowanych na polskiej giełdzie papierów wartościowych, gdzie rolę pryncypała przybierają kapitałodawcy, natomiast w rolę agentów wciela się zarząd.

Celowość analizy ładu korporacyjnego

Częstkowe problemy, którymi zajmuje się nadzór korporacyjny, można rozumieć bardzo szeroko i nie jest możliwe zbadanie wszystkich ich aspektów. Powiązania między interesariuszami spółek są bardzo liczne, zaś metody badań wzajemnych oddziaływań są nieograniczone. Jeżeli brać pod uwagę koszty agencji, sprzeczność interesów mocodawców i zarządzających przedsiębiorstwem oraz konflikty w warunkach asymetrii informacji, to zdaje się, że *corporate governance* powinien być jednym z głównych obszarów analizy spółki publicznej przed podjęciem decyzji o zakupie akcji⁶. Autor jest w stanie zaryzykować stwierdzenie, że problem nadzoru korporacyjnego staje się tym bardziej aktualny, im bardziej dynamiczna i napięta jest sytuacja makroekonomiczna, gdyż dobrze ukształtowane relacje między wszystkimi podmiotami zaangażowanymi w działanie przedsiębiorstwa są czynnikiem pozytywnie wpływającym na efektywność przedsiębiorstwa, co z kolei implikuje bardziej korzystną wycenę rynkową. Rynek papierów wartościowych jest obiektem zainteresowań wielu podmiotów działających w ramach gospodarki wolnorynkowej. Właściciele (pośrednio poprzez decyzje zarządów) przedsiębiorstw prywatnych, jak i spółek Skarbu Państwa poszukują na rynku kapitału, który mógłby pomóc zrestrukturyzować ich działalność, poczynić inwestycje, ale także po prostu kontynuować bieżące funkcjonowanie. Państwo jako jeden z podmiotów gospodarujących inwestuje część swoich środków na rynku papierów wartościowych. Fundusze inwestycyjne prowadzą na tymże rynku swoją statutową działalność, dokonując trans-

⁵ M. Jensen, W. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure*, „Journal of the Financial Economics” 1976, no. 3.

⁶ B. Wawrzyniak, *Nadzór korporacyjny: perspektywy badań*, „Organizacja i Kierowanie” 2000, nr 2.

akcji kupna, sprzedaży i emitując wiele różnych rodzajów instrumentów finansowych. Inwestorzy, zarówno instytucjonalni, jak i indywidualni, również przejawiają zainteresowanie rynkiem papierów wartościowych z zamiarem pomnażania swojego kapitału inwestycyjnego. Wszystkie te podmioty w świetle teorii agencji stoją po jednej ze stron, wcielając się w rolę pryncypała lub agenta, a więc są stronami generującymi poniekąd koszty agencji. Umiejętne wyklarowanie czynników wpływających na sytuację spółki oraz określenie siły ich oddziaływania na jej sytuację finansową może pomóc w budowaniu długoterminowych strategii inwestycyjnych dla wszystkich wyżej wymienionych podmiotów, dając tym samym przewagę konkurencyjną.

Rada nadzorcza jako szczególny organ w spółce publicznej

Rada nadzorcza jest organem, który sprawuje kontrolę nad działalnością spółki. Rada nadzorcza według ustawodawcy sprawuje stały nadzór nad działalnością spółki we wszystkich dziedzinach jej działalności. Funkcje rady w dwupoziomowym systemie nadzorczym skupiają się na doradztwie, monitoringu i kontroli, istnieje jednak zasada mówiąca o tym, że rada nie może angażować się w zarządzanie przedsiębiorstwem ani wchodzić w kompetencje zarządu⁷. Reprezentuje ona akcjonariuszy we wszelkich sporach z zarządem, bada dokumenty, a także może żądać sprawozdań i wyjaśnień od zarządu⁸. Rada nadzorcza jest arcyważnym organem z punktu widzenia ładu korporacyjnego i samej ochrony praw akcjonariuszy. Można orzec, że zadaniami rady są⁹:

- ochrona interesów akcjonariuszy,
- ustalanie wynagrodzeń dla menedżerów,
- kształtowanie polityki dywidendowej,
- aktualizacja kontroli wewnętrznej,
- nadzór nad sprawozdaniami finansowymi i strategią przedsiębiorstwa.

W świetle powyższych zadań rady można śmiało uznać, że jest to organ, który jest organem szczególnym, jeżeli chodzi o *corporate governance*. Rada posiada szerokie kompetencje w zakresie ochrony praw akcjonariuszy, oceny sprawozdań z działalności zarządu i kontroli wewnętrznej spółki, dlatego też analiza potencjalnych inwestorów powinna skupić się na radzie nadzorczej, stopniu jej niezależności, kompetencji członków.

⁷ M. Aluchna, *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*, Wydawnictwo Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2007, s. 102.

⁸ Artykuł 219 ustawy z 15 września 2000 roku – Kodeks spółek handlowych (DzU z 2013 roku, poz. 1030).

⁹ M. Aluchna, dz. cyt., s. 103.

Model *corporate governance* w Polsce

Model *corporate governance* praktykowany w danej gospodarce jest bezpośrednio motywowany modelem systemu finansowego w nim panującego. Tak samo jak system finansowy model nadzoru korporacyjnego musi być dopasowany do prawa panującego na terytorium kraju, w którym jest zaimplementowany. Musi on również odpowiadać doktrynie ekonomicznej i politycznej kraju macierzystego. Innymi słowy – inaczej będzie ukształtowany system w Niemczech, a inaczej w Stanach Zjednoczonych. Poszczególne modele charakteryzują się unikatowymi cechami, które są wypadkową wielu czynników¹⁰. Zarówno poszczególne modele, jak i wybrane cechy szczególne zostały zestawione w tabeli 1.

Tabela 1. Modele ładu korporacyjnego

Model nadzoru	Anglosaski	Niemiecki
Kraj	Wielka Brytania, Irlandia, Stany Zjednoczone, Kanada	Niemcy, Holandia, Szwajcaria, Austria
Koncentracja własności	niska	wysoka
Silne grupy interesów	akcjonariusze instytucjonalni i indywidualni	banki, grupy kapitałowe, pracownicy
Korelacja wynagrodzeń i wyników	silna	słaba
Znaczenie rynku kapitałowego	duże	średnie

Źródło: opracowanie własne na podstawie: J. Weimer, J.C. Pape, *The Taxonomy of Systems of Corporate Governance*, „Corporate Governance. An International Review”, vol. 7, no. 2, s. 154.

Tabela 1 przedstawia, jak bardzo rozwiązania zastosowane w różnych krajach mogą odbiegać od siebie nawzajem. System anglosaski *corporate governance* implementowany w krajach o anglosaskim modelu systemu finansowego charakteryzuje się niską koncentracją własności, gdzie udziały w spółkach kapitałowych są bardzo rozproszone. Wynika to ze znaczenia i wysokiego poziomu rozwoju oraz liczby partycypantów rynku kapitałowego w tych gospodarkach. Z racji struktury akcjonariatu najsilniejszymi grupami mogącymi wywierać presję na spółce są akcjonariusze indywidualni i instytucjonalni. W spółkach, w których panuje ten model ładu korporacyjnego, ważną rolę odgrywa również premie wynagrodzenie rady dyrektorów, którego wysokość jest zależna od wyników spółki. Ma to na celu zachęcenie rady do pracy na rzecz celu akcjonariuszy, którym jest maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa. Dzięki realizacji tego zadania członkowie rady otrzymują premię motywacyjną. Ważną cechą występującą w tym modelu jest także to, że funkcjonuje w nim jednopoziomowy organ zarządzający

¹⁰ J. Jeżak, *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 164.

cy, który jednocześnie jest organem kontrolnym – rada dyrektorów. Łączy ona w sobie cechy dwóch podmiotów, które występują osobno w systemie dwupoziomym, gdzie zarząd odpowiedzialny jest za zarządzanie spółką w imieniu właścicieli, a rada nadzorcza zajmuje się kontrolą poczynań zarządu¹¹.

Model niemiecki *corporate governance* najczęściej spotykany jest w krajach Europy kontynentalnej, gdzie system finansowy niemiecko-japoński nie ustąpił pola systemowi anglosaskiemu. W tym rozwiązaniu zauważyć można przede wszystkim wysoki stopień koncentracji udziałów w spółkach publicznych w rękach jednego inwestora (inwestor większościowy). Należy w tym miejscu zaznaczyć, że może to prowadzić do konfliktu między akcjonariuszem dominującym a mniejszościowym. Z jednej strony duża koncentracja udziałów jest korzystna ze względu na to, że zapewnia większą kontrolę nad działaniami zarządu, a ewentualne działania walnego zgromadzenia akcjonariuszy są bardziej zdecydowane, gdyż łatwiej przegłosować w takich okolicznościach wybraną uchwałę. Jednak z perspektywy akcjonariusza mniejszościowego zbyt duża dominacja jednego ze współwłaścicieli udziałów nie jest korzystna. Istnieje wtedy znaczne ryzyko działania na szkodę akcjonariuszy mniejszościowych w celu zaspokojenia potrzeb akcjonariusza dominującego (na przykład emisja akcji uprzywilejowanych, emisje przewidziane dla podmiotów posiadających pewną minimalną liczbę akcji)¹². Znaczącymi akcjonariuszami są przeważnie banki i grupy kapitałowe, ale także pracownicy. Bolączką tego systemu jest jednak mniejszy wpływ działań zarządu na wysokość jego wynagrodzeń. Z punktu widzenia efektywności jest to absolutnie nieuzasadnione, gdyż właściciele tracą cenne narzędzie mogące determinować zaangażowanie zarządu w partyticipowaniu celu akcjonariuszy, czyli wypracowaniu zysku, co w efekcie ma zwiększyć wartość spółki. Ma to również swoje dobre strony, które objawiają się w stabilności rynku papierów wartościowych w krajach, gdzie takie rozwiązanie zastosowano. Pamiętać należy bowiem, że chęć rady dyrektorów dotycząca zwiększenia swoich zysków i zysków instytucji finansowych, dla których pracowali, była jednym z czynników, które wywołały kryzys z 2007 roku. Wysokie ryzyko związane z transakcjami zostało całkowicie zmarginalizowane, co w efekcie zaszkodziło akcjonariuszom nie tylko tych spółek, ale też wielu innych na całym świecie.

Polski model ładu korporacyjnego ma swoje korzenie w rozwiązaniu niemieckim. Koncentracja własności utrzymuje się na wysokim poziomie, co grozi naruszeniem praw akcjonariuszy mniejszościowych, ale zwiększa siłę przetargową akcjonariatu w ogóle względem menedżerów. W zakresie organu zarządzająco-kontrolnego w Polsce przyjęto rozwiązanie zakładające dwupoziomą strukturę składającą się z zarządu oraz rady nadzorczej. Wciąż zauważalna jest niska zależność wynagrodzenia menedżerów średnie-

¹¹ P. Urbanek, *Wynagrodzenia zarządu w spółkach kapitałowych*, PWE, Warszawa 2006, s. 16–18.

¹² *Ład korporacyjny...*, s. 60–61.

go i wysokiego szczebla w stosunku do wyników zarządzanej przez nich spółki¹³. Taki stan rzeczy ukształtował się przez lata i jest usankcjonowany przez obowiązujące prawo. Oczywiście, na początku istnienia rynku papierów wartościowych aspekty związane z nadzorem korporacyjnym były mniej przejrzyste i uporządkowane.

Do roku 2001 ochrona akcjonariuszy w Polsce była obszarem niemalże zapomnianym, a same spółki nie zdawały sobie sprawy z tego, jak istotni są akcjonariusze i ich zaufanie. Rynek papierów wartościowych nie był zresztą odosobnionym obszarem, gdzie kultura biznesu znajdowała się na bardzo niskim poziomie. W latach dziewięćdziesiątych XX wieku media nadzwyczaj często informowały o nieuczciwym sposobie prowadzenia przedsiębiorstw, kreatywnej księgowości, niewywiązywaniu się z podpisanych umów *et cetera*. Podobne standardy panowały w poszanowaniu praw inwestorów w spółkach publicznych. Dopiero pod koniec lat dziewięćdziesiątych zaczęto dostrzegać, że spółki przestrzegające podstawowe zasady *corporate governance* mogą liczyć na wycenę z premią, bardziej stabilny przebieg wyceny walorów czy też większe możliwości, jeżeli chodzi o dostęp do finansowania zewnętrznego. Nieco światła na tę problematykę rzuciły kodeksy opracowane przez kraje o dojrzałym rynku kapitałowym i rekomendacje takich organizacji, jak OECD, Bank Światowy i Unia Europejska.

Pierwsze kodeksy ładu korporacyjnego powstawały w:

- a) Wielkiej Brytanii w 1998 roku (*The Combined Code: Principles of Good Governance and Code of Best Practice*);
- b) Francji w 1999 roku (*Recommendation of the Committee on Corporate Governance Chaired by Mr Mark Venot*);
- c) Niemczech w 2000 roku (*Corporate Governance Rules for Quoted German Companies*).

Wszystkie powyższe kodeksy stały się inspiracją dla polskich autorytetów *corporate governance*, które były jednak bardzo skrupulatnie przygotowywane przy świadomości, że każdy rynek papierów wartościowych jest tworem specyficznym. Twórcy kodeksów mieli świadomość cech polskiego rynku, między innymi:

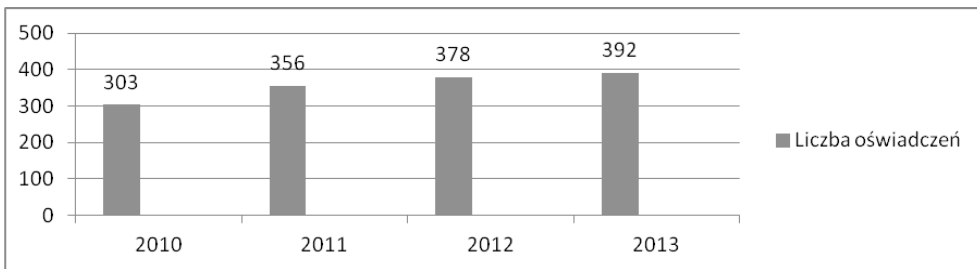
- a) dużej koncentracji udziałów;
- b) trwających procesów restrukturyzacyjnych i prywatyzacyjnych;
- c) nowej ustawy regulującej działalność spółek handlowych (Kodeks spółek handlowych z 2001 roku);
- d) licznych przypadków naruszenia praw akcjonariuszy mniejszościowych.

Powołane w 1998 roku Forum Corporate Governance (FCG) w 2001 roku zorganizowało konferencję, na której powołano Komitet Dobrych Praktyk Forum Corporate Governance w składzie: prof. G. Domański, H. Bochniarz, K.A. Lis, W. Rozłucki, J. Socha,

¹³ J. Jeżak, dz. cyt., s. 189.

prof. S. Sołtysiński. Komitet miał za zadanie opracować kodeks dobrych praktyk biznesowych spółek publicznych. Skład Komitetu miał zapewnić, że sam kodeks tworzony w gronie teoretyków oraz praktyków polskiego rynku kapitałowego będzie dokumentem zmieniającym obraz polskiego rynku kapitałowego. Projekt był gotowy w kwietniu 2002 roku, a po krótkich konsultacjach z przedstawicielami spółek akcyjnych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie został oficjalnie przekazany Giełdzie. We wrześniu 2002 roku Giełda przyjęła ten kodeks jako rekomendowany w obszarze przestrzegania zasad *corporate governance*. Począwszy od 1 września 2003 roku, spółki notowane na GPW w Warszawie mogły albo w całości zaimplementować zasady umieszczone w kodeksie, albo musiały złożyć oświadczenie, które tłumaczyłoby interesariuszom, dlaczego tego nie zrobiły¹⁴. Sam dokument (okresowo aktualizowany) jest zbiorem wskazówek, czego rynek oczekuje od spółki. Tym samym nie są one dyrektywami bezwzględnie obowiązującymi, które muszą być przez spółkę spełnione pod rygorem jakichkolwiek konsekwencji. Jeżeli zasady te nie będą spełnione, tylko kapitał może wymierzyć karę spółce. Kapitał oznacza tu wycenę walorów spółki i łatwość w pozyskiwaniu kapitału zewnętrznego, który jest naturalnie łatwiej dostępny dla spółek z lepszą reputacją¹⁵. Rysunek 1 pokazuje dane dotyczące liczby spółek na GPW w Warszawie, które zgłaszały naruszenie lub niepodporządkowanie się wybranym zasadom.

Rysunek 1. Liczba spółek oświadczających o naruszeniu wybranych kodeksu dobrych praktyk GPW w Warszawie w latach 2010–2013



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych udostępnionych przez GPW w Warszawie.

Z rysunku 1 można wysnuć wniosek, że coraz więcej spółek zgłasza naruszenie niektórych praktyk. W roku 2010 była to liczba 303 spółek, w 2011, 2012 i 2013 roku odpowiednio: 356, 378 i 392 spółki. Płyne z tego jeden optymistyczny wniosek – coraz więcej spółek zapoznaje się z dobrymi praktykami i próbuje je implementować w ramach swojej organizacji.

¹⁴ J.L. Colley, J.L. Doyle, G.W. Logan, W. Stettinius, *Ład korporacyjny*, Liber, Warszawa 2005, s. 256–277.

¹⁵ A. Nartowski, *Przegląd Corporate Governance. Podręcznik*, SIM, Warszawa 2008.

Podsumowanie

Choć polski rynek kapitałowy wciąż jest rynkiem niedojrzałym, to kierunek, w którym podążają władze GPW w Warszawie, jest jak najbardziej słuszny. Pod względem regulacji dotyczących ładu korporacyjnego polska giełda zaczyna przypominać rynki Europy Zachodniej. Swoją rolę w tym procesie mają również emitenci, które zaczynają zauważać, jak ważne jest zaufanie inwestorów. W czasach, gdy inwestorzy wciąż mają w pamięci *credit crunch* i kilkanaście minut, w których ich oszczędności stopniały o 20–30%, zaufanie jest bardzo ważnym czynnikiem decydującym o zakupie lub rezygnacji z zakupu danego papieru wartościowego. Dlatego zasady ładu korporacyjnego powinny być jednym z priorytetów spółek chcących obniżyć koszty pozyskania kapitału.

W opinii autora *corporate governance* w czasach niestabilności zasługuje na szczególną uwagę inwestorów oraz samych emitentów papierów wartościowych. Dynamiczny rozwój instytucji ładu korporacyjnego, który obserwujemy w Polsce od 2001 roku, powinien stać się przyczynkiem do tego, aby stale zwiększać kapitalizację i płynność polskiego rynku papierów wartościowych. Na podstawie zebranych danych można wnioskować, że same spółki publiczne, widząc płynące z tego korzyści, chcą być partycypantem tego procesu, co powinno zaowocować jego dalszym rozwojem.

Literatura

- Aluchna M., *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*, Wydawnictwo Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2007.
- Colley J.L., Doyle J.L., Logan G.W., Stettinius W., *Ład korporacyjny*, Liber, Warszawa 2005.
- Jensen M., Meckling W., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure*, „Journal of the Financial Economics” 1976, no. 3.
- Jeżak J., *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Ład korporacyjny*, red. D. Dobija, I. Koładkiewicz, Wolters Kluwer, Warszawa 2011.
- Nartowski A., *Przegląd Corporate Governance. Podręcznik*, SIM, Warszawa 2008.
- Samborski A., *Governance w przedsiębiorstwie w kontekście społecznej odpowiedzialności*, „Przegląd Organizacji” 2012, nr 1.
- Shleifer A., Vishny R., *Survey on Corporate Governance*, „Journal of finance” 1997, vol. 52.
- Urbanek P., *Wynagrodzenia zarządu w spółkach kapitałowych*, PWE, Warszawa 2006.
- Ustawa z 15 września 2000 roku – Kodeks spółek handlowych (DzU z 2013 r., poz. 1030).
- Wawrzyniak B., *Nadzór korporacyjny: perspektywy badań*, „Organizacja i Kierowanie” 2000.
- Zingales L., *Corporate governance*, Macmillan, London 1998.

Streszczenie

Świat finansów wraz z jego uczestnikami jest nieustannie wystawiany na próby. Rok 2008 był rokiem, kiedy w Europie objawił się kryzys zapoczątkowany w Stanach Zjednoczonych, a wkrótce miał objąć swoim zasięgiem globalną gospodarkę. Niespełna 5 lat potem początek miał konflikt na Ukrainie, który także wprowadził niepokój na rynku kapitałowym. W obliczu przyszłych wstrząsów makroekonomicznych, które są więcej niż prawdopodobne, inwestorzy, członkowie zarządów i rad nadzorczych powinni mieć na uwadze to, jak ukształtowane są wzajemne relacje między interesariuszami spółek, z którymi są związani. Badania wykazały, że jakość ładu korporacyjnego może w istotny sposób wpłynąć na efektywności całego przedsiębiorstwa. Dlatego też w czasach, kiedy makroekonomiczne czynniki zewnętrzne działają na rzecz osłabienia ogólnej sytuacji finansowej spółki, powinno się przykładać wzmoczoną wagę do *corporate governance*. Polska, idąc za przykładem krajów o dojrzałym rynku kapitałowym, w roku 2003 wprowadziła kodeks dobrych praktyk dla spółek publicznych regulujący aspekty związane z ładem korporacyjnym.

Corporate governance in polish public companies

The world of finance, along with its participants, is constantly exposed to high deviations. The year 2008 was a year when the crisis in Europe was revealed. The crisis started in the United States, and soon after started to affect global economy. Less than five years later the conflict in Ukraine began, which caused disruption in the capital market. In the face of future macroeconomic shocks, which are more than likely, investors, board members, supervisory board should have in mind how relationships are formed between the stakeholders of companies of which they are associated with. Studies have shown that the quality of corporate governance can have a significant impact on the efficiency of the entire enterprise. Therefore, at a time when macroeconomic external factors act to weaken the overall financial situation of the company, greater attention should be paid to corporate governance. Poland followed the example of countries with more mature capital markets by introducing, in 2003, a code of best practice for public companies regulating aspects of corporate governance.

Translated by Piotr Jan Mackiewicz