



Mariusz Andrzejewski

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie
Wydział Finansów
Katedra Rachunkowości Finansowej
andrzejm@uek.krakow.pl

Konrad Grabiński

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie
Wydział Finansów
Katedra Rachunkowości Finansowej
kg@uek.krakow.pl

**WPLYW JAKOŚCI SYSTEMU NADZORU
WŁAŚCICIELSKIEGO NA SYTUACJĘ FINANSOWĄ
SPÓŁEK GIEŁDOWYCH W CZASACH KRYZYSU
FINANSOWEGO – PRZEGLĄD BADAŃ
EMPIRYCZNYCH**

Streszczenie: Celem artykułu jest przedstawienie roli systemu nadzoru właścicielskiego w czasach kryzysu finansowego w świetle badań empirycznych różnych autorów. W pierwszej części zostało zdefiniowane pojęcie nadzoru właścicielskiego, a w następnej – pojęcie jego jakości oraz jej wyznaczników. W ostatniej części przedstawiono wyniki badań empirycznych, analizujących wpływ jakości nadzoru właścicielskiego na efektywność finansową. Pojęcie jakości nadzoru właścicielskiego zaprezentowano z perspektywy: uwarunkowań instytucjonalno-prawnych danego kraju oraz cech jakościowych jednostki sprawozdawczej.

Słowa kluczowe: nadzór korporacyjny, jakość nadzoru korporacyjnego, kryzys ekonomiczny, globalny kryzys finansowy.

Wprowadzenie

Zjawisko kryzysu finansowego w opinii P. Sikki [2015, s. 1] dotyczy nie tylko sektora bankowego czy szerzej – finansowego, ale również otoczenia instytucjonalnego, systemu nadzoru właścicielskiego, w tym jakości badania sprawozdań finansowych. Upadki przedsiębiorstw i kryzysy finansowe są, według J. O’Connora [1987, s. 12], immanentną cechą kapitalistycznych systemów gospodarczych. W czasach kryzysu gospodarczego, w porównaniu do innych faz cyklu koniunkturalnego, występuje znacznie większa liczba bankructw, a war-

tość rynkowa większości spółek giełdowych spada. W rezultacie inwestorzy tracą swoje oszczędności ulokowane na rynkach kapitałowych. Opinia publiczna poszukuje winnych kryzysu oraz jego przyczyn, co czasami dotyczy również obszaru rachunkowości i rewizji finansowej, czy też szerzej systemu nadzoru właścicielskiego. Przykładowo w raporcie OECD autorstwa G. Kirkpatricka [2009, s. 2] stawiana jest teza, że źródłem kryzysu finansowego są słabości systemu nadzoru właścicielskiego, a w szczególności brak zabezpieczenia jednostek przed braniem na siebie zbyt dużego ryzyka, co dotyczy głównie spółek z sektora finansowego. Zielona Księga [*Green Paper...*, 2011], opublikowana przez Komisję Europejską w 2010 r., porusza istotne kwestie niezależności biegłego rewidenta w czasach kryzysu, jak również akcentuje potrzebę większego współdziałania pomiędzy wewnętrznym i zewnętrznym systemem audytu finansowego w ramach danej jednostki [Andrzejewski, 2012].

Często w momencie upadku przedsiębiorstwa inwestorzy tracący swoje oszczędności zastanawiają się, jak to możliwe, że do tego doszło, mimo działania systemu nadzoru właścicielskiego, w tym systemu kontroli wewnętrznej, czy też badania sprawozdań finansowych przez niezależnych biegłych rewidentów. Powstaje zasadnicze pytanie, czy wysoka jakość nadzoru właścicielskiego może uchronić przed skutkami kryzysu gospodarczego, a w szczególnych przypadkach – uchronić przed bankructwem. Kwestia ta jest o tyle istotna, że zazwyczaj wyższa jakość nadzoru właścicielskiego wymaga większych kosztów i nakładów. Kolejnym aspektem zagadnienia jest analiza relacji pomiędzy jakością nadzoru właścicielskiego a efektywnością ekonomiczną badanej jednostki w czasach dekonjunktury.

Celem artykułu jest przedstawienie wyników badań empirycznych różnych autorów w zakresie relacji pomiędzy jakością systemu nadzoru właścicielskiego a jego zdolnością do ochrony jednostki sprawozdawczej przed skutkami kryzysu finansowego. W pierwszej części przedstawione zostanie pojęcie nadzoru właścicielskiego. Następnie zostanie omówiona kwestia jakości nadzoru właścicielskiego oraz jej wyznaczników. W ostatniej części zostaną zestawione wyniki badań empirycznych w celu odpowiedzi na pytanie, czy koszty związane z podwyższaniem jakości nadzoru właścicielskiego przekładają się na większą ochronę jednostki oraz jej interesariuszy przed skutkami kryzysu.

1. Pojęcie nadzoru właścicielskiego

W swoim wystąpieniu z dnia 7 października 1999 r. przewodniczący amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (*Security and Exchange*

Commission – SEC) sir Arthur Levitt [1999] zdefiniował nadzór właścicielski jako podstawowe zasady określające wzajemną odpowiedzialność pomiędzy korporacjami a inwestorami. Wskazał on, że sprawny system nadzoru właścicielskiego ułatwia bardziej efektywną i bezpieczną alokację kapitału w gospodarce. Z kolei Komisja Europejska w opublikowanej w 2010 r. Zielonej Księdze [*Green Paper...*, 2011] zwraca uwagę na znaczenie nadzoru właścicielskiego dla budowy zaufania do jednego europejskiego rynku oraz podkreśla jego znaczenie w tworzeniu zasad konkurencyjnej gospodarki, prawidłowego zarządzania jednostkami gospodarczymi z korzyścią nie tylko dla akcjonariuszy i inwestorów, ale również dla społeczeństwa jako całości.

W literaturze przedmiotu funkcjonuje wiele definicji *corporate governance*. Pojęcie nadzoru właścicielskiego można rozpatrywać na poziomie rozwiązań prawnych i instytucjonalnych, przyjętych na poziomie danego kraju, lub też na poziomie zasad oraz procedur przyjętych na poziomie jednostki sprawozdawczej. Najczęściej pojęcie nadzoru właścicielskiego określa się na poziomie jednostki gospodarczej, w ramach czego można spotkać dwa podejścia definicyjne: węższe i szersze. Zgodnie z węższym ujęciem, jak wskazuje J. Solomon [2007, s. 12], nadzór właścicielski można ograniczyć do relacji jednostki z jej akcjonariuszami. W tym przypadku nadzór właścicielski można postrzegać jako efektywność mechanizmów służących minimalizacji kosztów agencji na linii zarząd jednostki a dostawcy kapitału [Johnson i in., 2000, s. 142]. W szczególności dotyczy to prawnych narzędzi ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych, którzy są szczególnie narażeni na wykorzystanie ze strony menedżerów i akcjonariuszy większościowych [Mitton, 2002, s. 216].

W szerszym znaczeniu pojęcie *corporate governance* jest odnoszone do relacji jednostki z jej akcjonariuszami i innymi stronami zainteresowanymi, takimi jak: dostawcy kapitału zewnętrznego, zarząd, klienci, pracownicy, organy administracji państwowej oraz lokalna społeczność. W tym kontekście nadzór właścicielski jest określany przez J.J. du Plessisa i in. [2015, s. 13] jako system regulowania oraz nadzoru działalności jednostki gospodarczej, a także wyważania i godzenia interesów stron zainteresowanych jednostki (dostawców kapitału, zarządu jednostki, pracowników) oraz innych stron, które mogą potencjalnie być przedmiotem oddziaływania jednostki. System nadzoru właścicielskiego powinien być ukierunkowany na zapewnienie odpowiedzialnego zachowania jednostki i jej zrównoważonego rozwoju w długim horyzoncie czasowym.

Rzadziej pojęcie *corporate governance* jest określane na poziomie kraju. W tym kontekście pojęcie nadzoru właścicielskiego jest odnoszone do cech ustrojowych kraju czy cech kulturowych społeczeństwa. W szczególności doty-

czy to uwarunkowań prawnych, otoczenia instytucjonalnego, skuteczności egzekwowania prawa, poziomu korupcji i innych cech, które wytyczają wzorce działania nadzoru właścicielskiego na poziomie jednostki.

2. Jakość nadzoru właścicielskiego oraz jej wyznaczniki

Pojęcie jakości nadzoru właścicielskiego jest pojęciem wieloaspektowym, a przez to trudno mierzalnym. Zdaniem Z. Mousavi i H. Moridipour [2013, s. 3094] wysoka jakość powinna przejawiać się w wyższej efektywności finansowej jednostki oraz jej zdolności do zrównoważonego rozwoju. W szczególności wysokiej jakości system *corporate governance* powinien umożliwiać maksymalizację wartości spółki dla akcjonariuszy, zapewniać skuteczną ochronę akcjonariuszy mniejszościowych i tym samym ograniczać prawa akcjonariuszy większościowych. W rezultacie nadzór wysokiej jakości na poziomie jednostki powinien pozytywnie przekładać się na sytuację makroekonomiczną całego kraju i wzrost gospodarczy.

W literaturze przedmiotu można znaleźć różne wyznaczniki i mierniki jakości systemu nadzoru właścicielskiego. Ogólnie można spotkać dwa podejścia metodologiczne dotyczące pomiaru jakości nadzoru właścicielskiego. Pierwsze odnosi się do jakości nadzoru właścicielskiego na poziomie kraju. W takim przypadku za wyznacznik jakości są przyjmowane zagregowane wskaźniki obejmujące różne cechy systemu prawnego i instytucjonalnego danego kraju, jak ds.: poziom korupcji, efektywność egzekwowania prawa (*enforcement law*), rządy prawa (*rule of law*), stosowane regulacje sprawozdawczości oraz rewizji finansowej, poziom ochrony prawnej inwestorów mniejszościowych, niezależność organów nadzoru publicznego.

W drugim podejściu wyróżnione są cechy na poziomie jednostki sprawozdawczej, które pośrednio wskazują na jakość nadzoru właścicielskiego. Przykładowo J.R. Cohen i D.M. Hanno [2000, s. 134] do najważniejszych wyznaczników jakości zaliczają niezależność biegłego rewidenta, skład i kompetencje członków rady nadzorczej oraz ich niezależność, cechy charakterystyczne komitetów ds. audytu działających w ramach rad nadzorczych. Szczególną uwagę zwracają oni również na sposób powiązania narzędzi nadzoru właścicielskiego z systemem sprawozdawczości finansowej. Z kolei J.V. Carcello i in. [2002, s. 365] dostarczają empirycznych dowodów wskazujących, że poziom wynagrodzenia za usługę obligatoryjnego badania sprawozdań finansowych przekłada się również na jakość i skuteczność nadzoru właścicielskiego. Ponadto stwierdzają

oni, że bardziej niezależne oraz lepiej wykwalifikowane rady nadzorcze skłonne są płacić więcej za usługi rewizji finansowej.

Często stosowanym wyznacznikiem jakości rewizji finansowej w badaniach empirycznych [Gabrusewicz, 2007; Pfaff, 2007] jest badanie sprawozdań finansowych przez firmy audytorskie z wielkiej czwórki (lub wcześniej wielkiej szóstki). Badania z zastosowaniem tej miary są prowadzone w różnych konstrukcjach badawczych, a wyniki nie dostarczają jednoznacznych wniosków co do wpływu na jakość rewizji finansowej czy szerzej – jakość nadzoru właścicielskiego [Kam-Wah, 2013; Hsin-Yi i Tzu-Ching, 2014].

W metodologii większości badań empirycznych za miarę jakości systemu nadzoru właścicielskiego obierany jest jeden lub rzadziej kilka wyznaczników. Innym podejściem jest budowanie bardziej kompleksowych wskaźników, zawierających szerszy zakres informacji. Przykładowo K. Gupta, Ch. Krishnamurti i A. Tourani-Rad [2013, s. 88] za miarę jakości *corporate gvernance* przyjmują wskaźnik obejmujący różne cechy rady nadzorczej, procesu audytu wewnętrznego i zewnętrznego, klauzule prawne zabezpieczające przed przejęciem, warunki wynagrodzenia zarządu oraz strukturę akcjonariatu, a w szczególności obecność inwestorów instytucjonalnych. W przypadku tych badań wspomniany wskaźnik łącznie obejmuje 41 różnych kategorii informacji.

Innym wyznacznikiem jakości nadzoru właścicielskiego, w przypadku krajów rozwijających się, jest fakt emisji amerykańskich kwitów depozytowych, tzw. ADR (*American Depositary Receipt*), na amerykańskim rynku kapitałowym. Operacje takie zazwyczaj są organizowane przez amerykańskie banki, które wymagają od swoich klientów bardziej szczegółowych informacji. W rezultacie przyjmuje się, że poziom ujawnień i jakość informacji sprawozdawczej spółek emitujących ADR-y jest wyższa w porównaniu do innych spółek z lokalnego rynku kraju rozwijającego się.

3. Przegląd badań empirycznych dotyczących jakości nadzoru właścicielskiego w czasach kryzysu finansowego

Ostatni kryzys finansowy jest porównywany do wielkiego kryzysu z lat 30. XX w. Jednym z najbardziej widocznych skutków kryzysu było zmniejszenie się kapitalizacji ważniejszych giełd papierów wartościowych blisko o połowę ich wartości. Każdy kryzys finansowy i ekonomiczny posiada swoją własną specyfikę oraz swoje własne przyczyny, które są trudne do przewidzenia. Z tego względu przy analizie wyników badań empirycznych należy zwrócić uwagę, którego kryzysu dotyczą badania.

Jeżeli założymy, że jakość nadzoru właścicielskiego jest istotna w czasach kryzysu, to powinniśmy zaobserwować statystyczne różnice w efektywności finansowej pomiędzy spółkami cechującymi się niską i wysoką jakością nadzoru właścicielskiego. Analiza ta może być przeprowadzona na poziomie różnic pomiędzy krajami i wtedy przedmiotem badania będzie szeroko pojęty system nadzoru instytucjonalno-prawnego danego kraju. W tym przypadku mogą to być regulacje prawne, jakość otoczenia instytucjonalnego, określana m.in. przez wskaźniki *governance* Banku Światowego, czy też efektywność egzekwowania prawa według klasyfikacji zaproponowanej przez R. La Portę i in. [1998]. Analiza może również być przeprowadzona na poziomie jednostki sprawozdawczej i wtedy przedmiotem analizy będzie jakość systemu *corporate governance* danej jednostki.

Do jednych z najbardziej kompleksowych badań w tym temacie należy praca K. Gupty i in. [Gupta, Krishnamurti i Tourani-Rad, 2013]. Opracowanie to sprowadza zastosowanie szerokiego indeksu kategoryzującego badane spółki do dwóch grup spółek: wysokiej i niskiej jakości nadzoru właścicielskiego. Indeks zawiera w sobie szeroki zestaw wyznaczników jakości *corporate governance*. Próba badawcza składa się z 4046 spółek spoza sektora finansowego, z 23 krajów. Na podstawie przeprowadzonych badań K. Gupta i in. stwierdzili, że spółki cechujące się wysoką jakością nadzoru właścicielskiego nie wykazują lepszej efektywności w czasie ostatniego globalnego kryzysu z lat 2008-2009. Prowadzi to do wniosku, że wyższa jakość nadzoru właścicielskiego nie przekłada się na lepszą ochronę danej spółki przed skutkami kryzysu. Ponadto ustalili oni, że poziom rozwoju instytucjonalnego i ochrony prawnej inwestorów nie ma wpływu na relację jakości nadzoru właścicielskiego na efektywność finansową jednostki. Wyniki badań są tłumaczone w ten sposób, że kryzys finansowy ogranicza efektywność informacyjną rynków kapitałowych, a w szczególności w procesie ujmowania w cenę akcji informacji specyficznych dla danej firmy. W momencie pojawienia się kryzysu inwestorzy dokonują szybkiej realokacji kapitału z akcji spółek w bardziej bezpieczne pozagiełdowe aktywa, bez względu na jakość nadzoru właścicielskiego. W rezultacie, w czasie ostatniego kryzysu nie wystąpiły znaczące korzyści dla spółek dbających o wysoką jakość nadzoru właścicielskiego.

Kolejne badanie S. Johnsona i in. [2000, s. 184-185] dotyczyło azjatyckiego kryzysu gospodarczego z lat 1997-1998, a próba badawcza składała się z 25 krajów rozwijających się, w tym 10 krajów azjatyckich, 6 z Ameryki Łacińskiej, 4 z Europy Środkowo-Wschodniej oraz Grecji, Portugalii, Turcji i Izraela. W tym przypadku jakość nadzoru właścicielskiego była badana na poziomie

kraju, a nie jednostki sprawozdawczej. Wyniki badań wskazują, że w krajach, gdzie istnieje słaba ochrona prawna inwestorów mniejszościowych oraz efektywność egzekucji prawa jest niska, kryzys gospodarczy znacznie mocniej uderza w sytuację spółek oraz całej gospodarki. Co więcej, w badaniu stwierdzono, że stopień dewaluacji waluty krajowej oraz odpływ kapitału za granicę statystycznie jest bardziej uzależniony od jakości nadzoru właścicielskiego w danym kraju, niż od czynników makroekonomicznych. Istotnym wnioskiem z tych badań jest stwierdzenie, że sytuacja i cechy specyficzne gospodarki kraju, takie jak otoczenie instytucjonalne, efektywność działania prawa i inne, mają istotne znaczenie dla przebiegu kryzysu oraz mają wpływ na relację pomiędzy jakością nadzoru właścicielskiego a zdolnością jednostek gospodarczych do ochrony przed skutkami kryzysu.

W odniesieniu do azjatyckiego kryzysu z lat 1997-1998 zostały również przeprowadzone badania przez T. Mittona [2002, s. 215-241]. Tym razem jakość nadzoru właścicielskiego została ustalona na poziomie jednostki sprawozdawczej. Próba badawcza składała się z prawie 400 spółek pochodzących z 5 azjatyckich gospodarek: Indonezji, Korei, Malezji, Filipin i Tajlandii. Za poziom jakości nadzoru właścicielskiego przyjęto tutaj fakt emitowania przez spółkę ADR-ów, badania sprawozdania finansowego przez jedną z firm audytorskich, zaliczanej do wielkiej szóstki, oraz poziomu koncentracji akcjonariatu. Wyniki badań wskazują, że spółki wykazujące wyższą jakość nadzoru właścicielskiego, w tym m.in. wyższy poziom ujawnień, przejrzystość, korzystniejszą strukturę akcjonariatu, wykazywały wyższą efektywność finansową i tym samym lepiej ochroniły interesy akcjonariuszy mniejszościowych w czasach kryzysu.

Badania F. Dobrego [2015, s. 283] są przykładem badań analizujących wpływ jakości rewizji finansowej na efektywność spółek w czasach kryzysu gospodarczego. Zostały one przeprowadzone na próbie 41 rumuńskich spółek giełdowych. Wyniki badań wskazują, że w czasach kryzysu gospodarczego spółki badane przez firmy audytorskie z wielkiej czwórki wykazują większą efektywność od innych. Nie znaleziono natomiast zależności pomiędzy wysokością kosztu badania a jakością systemu nadzoru właścicielskiego.

W przedstawionych wyżej badaniach empirycznych stosowane są różne miary jakości nadzoru właścicielskiego, które następnie są wykorzystywane jako zmienne niezależne w modelu (por. tab. 1). Jest on weryfikowany empirycznie najczęściej za pomocą analizy regresji. W tej konstrukcji badawczej jakość *corporate governance* jest czynnikiem wpływającym na różne aspekty szeroko pojętej efektywności finansowej w czasie kryzysu gospodarczego. Jest ona wyrażana w różny sposób, m.in. księgowo – jako rentowność spółki (np. ROA) lub

też rynkowo – jako stopa zwrotu z inwestycji dla akcjonariusza. W większości przypadków badania są prowadzone w przekroju różnych krajów, co pozwala badać wpływ specyficznych cech danego kraju oraz jakości nadzoru właścicielskiego na efektywność finansową jednostki.

Tabela 1. Przegląd badań empirycznych nad jakością nadzoru właścicielskiego oraz stosowanych metod badawczych

Badania	Próba badawcza	Miara jakości nadzoru właścicielskiego	Metoda badawcza
Johnson, Boone, Breach, Friedman (2000)	25 krajów rozwijających się (cechy na poziomie krajów) – obserwacje z lat 1997-1998	Poziom ochrony interesów kredytodawców i mniejszościowych akcjonariuszy, określony przez La Porta i in. (1998)	Analiza regresji przekrojowej, w której w kolejnych modelach zmiennymi zależnymi są: kurs wymiany walut oraz kapitalizacja giełdy danego kraju, a zmienną niezależną – jakość nadzoru właścicielskiego
Mitton (2002)	398 spółek z Indonezji, Korei, Malezji, Filipin oraz Tajlandii (obserwacje z lat 1997-1998)	Poziom ujawnień, struktura akcjonariatu oraz dywersyfikacja działalności	Analiza regresji modelu, w którym zmienną zależną jest stopa zwrotu z akcji danej spółki, a zmiennymi niezależnymi są zmienne określające jakość nadzoru właścicielskiego i dodatkowo jako zmienne kontrolne – wielkość spółki, poziom zadłużenia, kraje i sektory
Gupta, Krishnamurti, Tourani-Rad (2013)	4046 spółek giełdowych ze Stanów Zjednoczonych i 22 rozwiniętych krajów (spółki z sektora finansowego zostały wykluczone) w okresie obejmującym lata 2007-2010	Indeks zawierający 41 składowych określających różne atrybuty nadzoru właścicielskiego danej jednostki	Analiza regresji modelu, w którym zmienną zależną jest stopa zwrotu z inwestycji w daną spółkę giełdową, a zmienną niezależną – jakość nadzoru właścicielskiego oraz zmienne kontrolne: wielkość spółki, ryzyko specyficzne spółki, możliwości wzrostu, płynność akcji
Dobre (2015)	41 rumuńskich spółek giełdowych (obserwacje z lat 2011-2013)	Koszt badania sprawozdań finansowych oraz badanie sprawozdania przez jedną z firm zaliczanych do wielkiej czwórki	Analiza regresji, w której zmienną zależną jest rentowność spółki (ROA), a zmiennymi niezależnymi – miary jakości nadzoru właścicielskiego oraz inne zmienne kontrolne

Źródło: Na podstawie analizy prezentowanych badań empirycznych.

Wyniki badań empirycznych nie dostarczają jednoznacznych odpowiedzi na pytanie, jaka jest rola nadzoru właścicielskiego lub bardziej szczegółowo – rewizji finansowej w czasie kryzysu finansowego. Zjawisko kryzysu finansowego jest złożone, zazwyczaj nadchodzi w sposób niespodziewany oraz w formie

innej niż wszyscy oczekują. Sprawozdania finansowe są przygotowywane przy założeniu względnej stałości mierników sytuacji makroekonomicznej. Przed wybuchem kryzysu biegły rewident również zakłada względną stałość sytuacji gospodarczej i przy tym założeniu ocenia zasadę kontynuacji działania. Tak samo działają inne elementy szeroko pojętego systemu nadzoru właścicielskiego. Trudno zatem zaprojektować system *corporate governance* na ryzyka i zagrożenia, które nie są znane. W Polsce badania w tym obszarze prowadzą m.in.: M. Jerzemowska i A. Golec [2007], D. Dobija [2011], a także M. Śliwińska-Grzegorzczak [2015].

Podsumowanie

Odpowiedź na pytanie, czy wysoka jakość nadzoru właścicielskiego jest w stanie ochronić jednostkę przed skutkami kryzysu, nie jest jednoznaczna. Wynika to z faktu, że pojęcie nadzoru właścicielskiego jest bardzo szerokie i może odnosić się do jakości rozwiązań instytucjonalno-prawnych danego kraju, jak również do zasad i procedur przyjętych na poziomie jednostki sprawozdawczej. Jeżeli rozpatrujemy jakość na poziomie danego kraju, to wyniki części badań empirycznych wskazują, że jakość ma wpływ na ochronę jednostek przed skutkami kryzysu gospodarczego. Natomiast jeżeli odnosimy się do jakości nadzoru właścicielskiego na poziomie jednostki sprawozdawczej, to wyniki badań nie dostarczają jednoznacznych wniosków.

Należy zwrócić uwagę, że poszczególne badania stosują różne mierniki jakości i odnoszą się do różnych kryzysów oraz krajów, co również utrudnia interpretację otrzymanych wyników.

Literatura

- Andrzejewski M. (2012), *Korygująca funkcja rewizji finansowej w systemie rachunkowości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Kraków.
- Carcello J.V., Hermanson D.R., Neal T.L., Riley R.A. (2002), *Board Characteristics and Audit Fees*, "Contemporary Accounting Research", Vol. 19, No. 3.
- Cohen J.R., Hanno D.M. (2000), *Auditors' Consideration of Corporate Governance and Management Control Philosophy in Preplanning and Planning Judgments*, "Auditing: A Journal of Practice & Theory", Vol. 19 (2).
- Dobija D. (2011), *Auditing jako element ładu korporacyjnego*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, Tom 64 (120).

- Dobre F. (2015), *Are Financial Audit Elements and Corporate Governance Policies Solutions for the Economic Crisis?*, "Theoretical and Applied Economics", No. 2 (603).
- Gabrusewicz W. (2007), *Metody rewizji finansowej a wiarygodność danych sprawozdań finansowych* [w:] B. Micherda (red.), *Sprawozdawczość i rewizja finansowa w kształtowaniu wiarygodności informacji ekonomicznej*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków.
- Green Paper. The EU Corporate Governance Framework* (2011), European Commission.
- Gupta K., Krishnamurti Ch., Tourani-Rad A. (2013), *Is Corporate Governance Relevant During the Financial Crisis?*, "Journal of International Financial Markets, Institutions & Money", Vol. 23.
- Hsin-Yi Ch., Tzu-Ching W. (2014), *Managerial Legal Liability and Big 4 Auditor Choice*, "Journal of Business Research", Vol. 67.
- Jerzemowska M., Golec A. (2007). *Przestrzeganie zasad ładu korporacyjnego a konkurencyjność spółek notowanych na GPW* [w:] B. Micherda (red.), *Sprawozdawczość i rewizja finansowa w kształtowaniu wiarygodności informacji ekonomicznej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Kraków.
- Johnson S., Boone P., Breach A., Friedman E. (2000), *Corporate Governance in the Asian Financial Crisis*, "Journal of Financial Economics", Vol. 58.
- Kam-Wah L. (2013), *Audit Reporting of Big 4 Versus Non-Big 4 Auditors: The Case of Ex-Andersen Clients*, "The International Journal of Accounting", Vol. 48.
- Kirkpatrick G. (2009), *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*, OECD.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. (1998), *Law and Finance*, "Journal of Political Economy", Vol. 106, No. 6.
- Levitt A. (1999), *Corporate Governance in a Global Arena*, <https://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1999/spch302.htm> (dostęp: 10.10.2015).
- Mitton T. (2002), *A Cross-firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis*, "Journal of Financial Economics", Vol. 64.
- Mousavi Z., Moridipour H. (2013), *Corporate Governance Quality: A Literature Review*, "International Research Journal of Applied and Basic Science", Vol. 4 (10).
- O'Connor J. (1987), *The Meaning of Crisis: A Theoretical Introduction*, Basil Blackwell, New York.
- Pfaff J. (2007), *Wpływ rewizji finansowej na wiarygodność sprawozdania finansowego*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice.
- Plessis J.J. du, Hargovan A., Bagaric M., Harris J. (2015), *Principles of Contemporary Corporate Governance*, Cambridge University Press, Sydney.
- Sikka P. (2015), *The Corrosive Effects of Neoliberalism on the UK Financial Crises and Auditing Practices: A Dead-End Reforms*, "Accounting Forum", Vol. 39.
- Solomon J. (2007), *Corporate Governance and Accountability*, John Wiley & Sons, Weinheim.

Śliwińska-Grzegorzczak M. (2015), *Uwagi o metodzie regulacji rachunkowości i rewizji finansowej na przykładzie funkcjonowania komitetu ds. audytu w jednostkach zainteresowania publicznego* [w:] B. Micherda (red.), *Specyfika regulacji w zakresie rachunkowości jednostek zainteresowania i pożytku publicznego*, Difin, Warszawa.

IMPACT OF CORPORATE GOVERNANCE QUALITY ON FINANCIAL EFFICIENCY OF LISTED COMPANIES IN TIMES OF FINANCIAL CRISIS IN THE LIGHT OF EMPIRICAL STUDIES

Summary: The aim of the article is to present the role of corporate governance in times of financial crisis in the light of empirical research. Analysis of empirical studies' results provides a picture of how corporate governance quality protects company's financial efficiency in times of financial crisis. Generally, results suggest that in emerging countries legal and institutional environment plays more important role in protecting against the effects of the crisis than macroeconomic situation. However, on the company level high quality of corporate governance is a factor without statistical significance.

Keywords: corporate governance, corporate governance quality, economic crisis, Global Financial Crisis.