

Maria Aluchna, Agnieszka Słomka

Geneza rozwoju koncepcji nadzoru korporacyjnego (I)

Teoria agencji

Niniejszy artykuł poświęcony jest zdobywającej coraz większą popularność koncepcji nadzoru korporacyjnego. Tematyka ta nabiera szczególnego znaczenia w warunkach przechodzenia do gospodarki rynkowej, rozwoju spółek kapitałowych oraz napływu kapitału. Artykuł niniejszy składa się z dwóch części: pierwsza zostanie poświęcona kwestiom teoretycznym, w drugiej zaś zostaną poruszone zagadnienia mechanizmów nadzoru oraz aspekty definicji pojęcia nadzoru korporacyjnego.

Wśród teoretycznych podstaw nadzoru korporacyjnego największe znaczenie dla rozwoju koncepcji ma tzw. teoria agencji¹⁾, natomiast tzw. problemy agencji nie są obce żadnemu dużemu współcześnie przedsiębiorstwu.

Jak pokazują m.in. badania przeprowadzone przez „Businessman Magazine”²⁾ (BM, 2000) kadra zarządzająca może wykorzystać swoją pozycję w firmie do realizacji własnych interesów. I tak, istnieje wiele sposobów na wprowadzenie w błąd akcjonariuszy przez kadre menedżerską odnośnie do kondycji spółki. Cel, jaki zwykle przyświeca zarządowi, to wykazanie się wyższym niż w rzeczywistości uzyskiwany, wynikiem finansowym, od którego uzależnione jest często jego wynagrodzenie. Po pierwsze, podwyższanie zysku finansowego odbywa się poprzez zawiązywanie lub zaniechanie tworzenia rezerw w bilansie. Dzieje się tak, gdy nie zawiązywane są konieczne rezerwy na ryzykowne przedsięwzięcia lub gdy wpływy z zaliczek wykazywane są jako dochody. Problemy ujawniają się dopiero wraz z niemożnością ściągnięcia należności. Po drugie, możliwe jest także nadmierne tworzenie rezerw w pierwszym roku działalności kadry menedżerskiej i uwalnianie ich w następnym, tak by przedstawić swoją działalność w korzystnym świetle w porównaniu do poprzedniego zarządu. Po trzecie, spore możliwości daje menedżerom leasing balonowy, który polega na płaceniu początkowo skromnych opłat i pozostawieniu relatywnie wysokiej kwoty na koniec. Manewr ten stosuje się, aby wykazywać przez jakiś czas wysokie zyski, które wynikają z niskich opłat leasingowych i otrzymywanych jednocześnie dochodów z eksploatowanej nieruchomości. Jak zatem widać, istnieje wiele podobnych sposobów manipulowania danymi finansowymi przez zarząd. Los spółki może być zagrożony przez podejmowanie decyzji przez kadre menedżerską tak, by przysparzać korzyści tylko jej samej, a nie akcjonariuszom i innym udziałowcom.

Oddzielenie własności od zarządzania

Powyższe doświadczenia sygnalizują istnienie tzw. problemów agencji, a coraz większe zainteresowanie tą problematyką na świecie świadczy o wzroście jej znaczenia dla współczesnego przedsiębiorstwa. Geneza tego zjawiska łączy się nierozdzielnie z pojawieniem się spółek akcyjnych. Wprowadziło to radykalną zmianę w tradycyjnie pojmowanej koncepcji własności. Rozwój spółek akcyjnych, a co za tym idzie, rozproszenie akcji w wyniku publicznego pozyskania kapitału, doprowadziło do oddzielenia własności od zarządzania, czyli kontroli nad kapitałem od zarządzania nim.

To natomiast implikuje:

- dysponowanie przez menedżera cudzą własnością, co związane jest z możliwością jej marnotrawstwa,
- powstanie rozbieżności między interesami menedżerów i właścicieli,
- konieczność kontroli menedżerów przez właścicieli, a dokładniej przez wyspecjalizowane instytucje.

Jak widać, oddzielenie własności i zarządzania nie miałyby większego znaczenia, gdyby interesy akcjonariuszy i kadry zarządzającej były zbieżne. Kadra zarządzająca jest znacznie bardziej związana ze spółką niż akcjonariusze i może wykorzystywać dostęp do informacji wewnętrznych przedsiębiorstwa we własnym interesie. Chociaż akcjonariusze posiadają formalną kontrolę nad spółką, nie sprawują jej w rzeczywistości bezpośrednio. Właściciele kapitału spółek akcyjnych powierzają menedżerom zarządzanie swoim kapitałem, oczekując od nich takiej polityki, która zapewni im maksymalizację korzyści z niego. Maksymalizacja korzyści występuje tu w rozumieniu zdyskontowanej bieżącej wartości netto dywidend plus cena akcji. Z drugiej strony menedżerowie wykazują naturalne tendencje do angażowania się w takie działania, które zapewniają realizację ich własnych celów. Ze względu na kluczowe znaczenie akcjonariuszy, którzy swoją rolą kapitałodawców przesądzi o powstaniu spółki, przywiązuje się ogromną uwagę do relacji pomiędzy nimi a kadrami zarządzającą, przedstawianych przez teorię agencji.

Teoria agencji³⁾ prezentuje związki agencji, które leżą u podstawy działania spółki akcyjnej. Wynikają one z tego, że mocodawcy spółki (akcjonariusze) angażują inną osobę, agenta (kadre zarządzającą), który wykonuje pewne działania w ich imieniu oraz otrzymuje od nich uprawnienia decyzyjne. Podstawą teorii

agencji jest założenie, że interesy mocodawcy i agenta są rozbieżne, tak jak rozbieżne są interesy akcjonariuszy i kadry zarządzającej. Oznacza to, że optimum dla menedżera i optimum dla udziałowca to dwie odrębne sytuacje. W roli mocodawcy mogą również występować inne grupy interesu, stanowiący bliższe otoczenie firmy: dostawcy, odbiorcy, klienci, pracownicy i władze lokalne bądź państwowe.

Zachowania oportunistyczne kadry zarządzającej

Możliwość realizacji własnych interesów przez kadrę zarządzającą mobilizuje akcjonariuszy do sprawowania nadzoru nad spółką. Podstawowym celem nadzoru jest uniknięcie zachowania kadry zarządzającej niezgodnego z interesami spółki, które mogą przybierać następujące formy:

- nieuczciwe przywłaszczenie sobie majątku,
- niewłaściwe gospodarowanie środkami spółki określone jako działania uznaniowe kadry zarządzającej,
- uchylanie się od swoich obowiązków,
- niechęć do podejmowania ryzyka,
- tendencja do krótkowzroczności w zarządzaniu spółką,
- dążenie do pozostania na stanowisku pomimo braku kompetencji,
- dążenie do wzrostu spółki wynikające z chęci zaspokojenia własnych ambicji.

W wyniku rozproszenia akcji pomiędzy dużą liczbę drobnych akcjonariuszy następuje znaczne utrudnienie komunikacji między nimi, a także utrata indywidualnego wpływu na losy spółki. Przy wysokim stopniu rozproszenia akcjonariuszy jedynie menedżerowie posiadają wyspecjalizowaną wiedzę i informacje niezbędne do zarządzania spółką. Jednakże kadra zarządzająca koncentruje się na działaniach, które minimalizują ryzyko bankructwa, dlatego finansuje działalność spółki z wypracowanego zysku, a nie z zaciągniętych kredytów. To z kolei sprawia, że spółka osiąga przeciętnie gorsze wyniki niż uzyskiwałby sam właściciel. W przypadku dużych spółek ich wysoka zyskowość umożliwia finansowanie inwestycji z własnych zysków nie podzielonych, uwalniając je od wcześniejszego uzależnienia od zewnętrznych źródeł kapitału. Fakt ten powoduje obniżenie rentowności kapitałów własnych akcjonariuszy, przez co w jeszcze większym stopniu przyczynia się do zaniechania interesów tych udziałowców. Jeżeli menedżerowie nie są w żaden sposób ograniczeni przez akcjonariuszy i kredytodawców, mogą realizować własne interesy. Działania wykorzystywane przez menedżerów do maksymalizacji własnej funkcji użyteczności obejmują: maksymalizację sprzedaży, ekspansję firmy, realizację inwestycji zakrojonych na szeroką skalę, zwiększanie zatrudnienia itp.

Kadrze zarządzającej zależy na powiększaniu rozmiarów spółki, ponieważ od tego uzależnia się wielkość dochodu menedżera i podnosi jego prestiż, na czym nie zależy akcjonariuszom. Czynniki te zachęcają menedżerów do budowania korporacyjnego imperium drogą fuzji i przejęć, co nie zawsze przynosi korzyści w postaci zwiększenia kursu akcji lub wypłaty dywidendy, na co z kolei liczą akcjonariusze. Dzieje

się tak dlatego, że wypracowany zysk przeznaczany jest na inwestycje kosztem wypłacanej dla akcjonariuszy dywidendy, którą mogliby zainwestować korzystniej gdzie indziej. Podobnie można interpretować wzrost sprzedaży produktów czy usług spółki do poziomu maksymalnego. Maksymalizowanie wielkości sprzedaży nie musi oznaczać maksymalizacji zysku, który leży w obszarze zainteresowań akcjonariuszy.

Działania menedżerów podejmowane na szkodę akcjonariuszy mogą przybierać rozmaite formy. Jedną z nich jest uchylanie się, to znaczy zaniechanie działań przez agentów. Stoją oni na stanowisku, że jeśli nie mogą wejść w posiadanie dostatecznej części dochodów, jakich przysparzają, to nie warto się angażować w działalność spółki. Kolejna forma polega na bezprawnym zawłaszczeniu przez menedżerów części dochodów na drodze ustanawiania dla siebie rozmaitych przywilejów, czy korzyści, takich jak kosztowne budynki biurowe, luksusowe podróże na koszt spółki, czy zwykła kradzież. Dodatkowo mocodawca i agent mają odmienne poglądy na temat podejmowania ryzyka. Niechęć do podejmowania rozsądnego ryzyka przez kadrę zarządzającą, które związane jest z dochodowymi dla akcjonariuszy przedsięwzięciami opiera się na niemożności dywersyfikowania swojego zatrudnienia przez menedżerów, w przeciwieństwie do akcjonariuszy, którzy dywersyfikują swoje inwestycje. Akcjonariusze zwykle inwestują w akcje tylko część swojego majątku i mają tendencję do rozkładania swoich inwestycji na wiele firm. Kadra zarządzająca koncentruje zazwyczaj swój „majątek” w firmie, w której pracuje. Ryzykowne przedsięwzięcia mogą przynieść duże dochody spółce, ale duża strata może oznaczać dla menedżera koniec kariery.

Należy ponadto wziąć pod uwagę tendencję menedżerów do krótkowzroczności, która jest związana z ograniczonym terminem ich zatrudnienia i brakiem możliwości korzystania z odległych rezultatów swoich działań. Wynika to z różnicy postrzegania horyzontu czasowego między menedżerem i udziałowcem. Ten ostatni jest zainteresowany podwyższeniem rentowności w długim okresie, natomiast menedżer nie może sprzedać swojej posady, więc nie jest bezpośrednio zainteresowany rentownością firmy po swoim odejściu.

Bezsprzeczny jest fakt istnienia rozbieżności interesów między akcjonariuszami a kadrą zarządzającą. Znajduje to swoje uzasadnienie także w zróżnicowaniu gratyfikacji finansowych dla akcjonariuszy i dla kadry zarządzającej. Menedżerowie mają zagwarantowane wynagrodzenie płatne w formie pensji, podczas gdy akcjonariusze uzyskują dochody tzw. resztkowe, a więc z zasobów firmy pozostałych po spłacie wszelkich jej zobowiązań. To powoduje, że dochody akcjonariuszy są silnie uzależnione od wyników ekonomicznych osiągniętych przez spółkę, natomiast menedżerowie mają zapewnione wynagrodzenie – bez względu na kondycję firmy. Dlatego też dążeniem akcjonariuszy jest maksymalizacja wartości spółki, czyli najwyższa cena akcji, zaś kadry zarządzającej – zdobycie prestiżu i wysokich apanaży.

Z tego widać, że w efekcie oddzielenia własności od zarządzania brak jest możliwości pełnej kontroli czy nadzoru nad działaniami kadry zarządzającej.

Dzieje się tak dlatego, że wymienione powyżej konflikty agencji rozwiązywane są w warunkach asymetrii informacji. Oznacza to, że wnikliwsza kontrola kadry zarządzającej przez akcjonariuszy wymaga posiadania właściwej informacji, o którą nie tak łatwo, gdyż jest ona w posiadaniu menedżerów.

Asymetria informacji pomiędzy mocodawcą a agentem może występować w następujących sytuacjach: ukrytego działania agenta oraz ukrytej informacji, czy też ukrytej wiedzy posiadanej przez agenta. W pierwszym przypadku przedstawiciel podejmuje działania, którego przebieg albo wynik nie mogą być zaobserwowane przez mocodawcę. W drugim przypadku agent jest w posiadaniu informacji dotyczących spółki i niedostępnych dla mocodawcy.

W myśl tej teorii mocodawca może ograniczyć tę rozbieżność poprzez określenie odpowiednich bodźców, np. określić skuteczne zasady wynagrodzenia agenta, czy wprowadzić kontrolę kosztów, aby zapobiec niepożądanym wydatkom agenta. Regulacje dotyczące zachowania kadry menedżerskiej zawarte są w kontraktach.

Kontrakty

W celu ochrony interesów akcjonariuszy, czyli dostawców kapitału, wypracowano system kontraktów. Kontrakty są zawierane między mocodawcami a agentami. Na ich podstawie agenci zobowiązują się do wykonywania pewnych działań na rzecz i w imieniu mocodawców. Najpowszechniejszym przykładem kontraktu jest umowa między akcjonariuszami a kadrami zarządzającą. Kontrakt ma za zadanie, najpełniej jak to możliwe, określać obowiązki agenta oraz sposób jego działania w określonych warunkach. Celem budowania kontraktów jest zabezpieczenie interesów mocodawcy. Dostawca kapitału dąży w ten sposób do minimalizacji ryzyka związanego z celowym nieuczciwym lub nie zamierzonym, lecz nieudolnym postępowaniem agenta. Powyżej wspomniane najbardziej wyszukane metody oszukiwania inwestorów przez agentów są najlepszym uzasadnieniem prawa do konstruowania takich kontraktów.

Według teorii agencji spisanie kontraktu mocodawcy z agentem jest związane z powstaniem pewnych kosztów, które należy utrzymywać na jak najniższym poziomie, ponieważ całkowite ich wyeliminowanie jest niemożliwe. Koszty te pośrednio wynikają z różnych warunków otoczenia, w jakich znajdują się menedżerowie i akcjonariusze przed danym przedsięwzięciem i po nim.

Sedno problemu tkwi w niemożności określenia warunków i wyników przedsięwzięcia *ex ante*, co powoduje dylematy i spór odnośnie podziału zysku *ex post*. Problem ten w ogóle by nie istniał, gdyby wszystkie dane były znane *ex ante*. Taką wizję przedstawia podejście neoklasyczne, według którego projektuje się mechanizm oparty na dostępnych danych, zapewniających osiągnięcie celów firmy. Agent spisuje kontrakt na podstawie istniejącego stanu. W wyniku tego wszystkie decyzje są podejmowane *ex ante* i podział całego zysku jest dokonywany *ex ante* (Zingales, 1997). Ponieważ stan przyszły jest niemożliwy do zidentyfikowania, nie może stać się częścią kontraktu i – co za

tym idzie – spisanie kontraktu nie pociąga za sobą żadnych kosztów. Tak długo, jak agent nie ponosi kosztów konstrukcji kontraktów, nie można mówić o kontroli kosztów. Nie ma zatem miejsca na nadzór korporacyjny. Podejście takie eliminuje również problem, w którym interesie działają menedżerowie oraz kwestie renegotjacji ustaleń zawartych w kontrakcie początkowym.

Zatem tylko w sytuacji, gdy spisanie kontraktów zależnych od przyszłych warunków działania pociąga za sobą koszty lub jest niewykonalne, można mówić o nadzorze korporacyjnym. Tylko wówczas, gdy podział zysku jest dokonywany *ex post* i, co za tym idzie, gdy spisane kontrakty są niekompletne, mamy do czynienia z nadzorem korporacyjnym (Zingales, 1997).

W procesie budowy kontraktów pojawia się wiele trudnych aspektów. Omówione poniżej problemy związane są przede wszystkim z określeniem sposobu postępowania agentów w konkretnych warunkach, z kosztami konstrukcji kontraktów oraz z wypracowaniem systemu zachęcającego agentów do działania w interesie mocodawców.

Nie jest fizycznie wykonalne przewidzenie wszystkim możliwych warunków, w jakich znajdzie się menedżer i przedsiębiorstwo. Niepewność i złożoność otoczenia z góry zakłada niemożność określenia warunków jutrzejszych. Nie można zatem zdefiniować pożądanego sposobu działania agentów. Powoduje to, iż wszystkie spisane kontrakty są niepełne. Powstała luka oznacza stratę dla mocodawców i zwana jest w teorii agencji stratą rezydualną. Obejmuje ona wartość wynikającą z rozbieżności interesów mocodawcy i asymetrii informacji. Strata rezydualna pojawia się, mimo że mocodawca określa zasady kompensowania przez agenta skutków działań, które przynoszą mu szkodę oraz kontroluje koszty (Sapiejaska, 1996).

W procesie konstruowania kontraktów problemem staje się zatem odpowiedź, komu przysługuje prawo kontroli rezydualnej, czyli prawo podejmowania decyzji w okolicznościach nieprzewidzianych kontraktem (Shleifer i Vishny, 1996). Rozwiązanie polegające na tym, by w przypadku wystąpienia nieprzewidzianych okoliczności menedżerowie konsultowali się z inwestorami czy też pozostawiali decyzje działania w ich gestii, nie zdaje egzaminu, gdyż inwestorzy nie uczestniczą w życiu codziennym firmy, nie znają warunków jej działania, nie wiedzą, jak zdobywać potrzebne informacje. W wyniku tego przyjmuje się, że prawa kontroli rezydualnej pozostają w gestii menedżerów. Prawa agentów do kontroli przedsiębiorstwa są zatem bardzo duże. Stąd też pojawia się zwiększona obawa, czy zarządzający przedsiębiorstwem będą rzetelnie wykonywali pracę i czy nie dopuszczą się malwersacji kapitałów inwestorów.

Widać zatem, iż sednem teorii agencji jest tworzenie takiego systemu, który w najpełniejszy sposób zapewniłby ochronę interesów akcjonariuszy. System taki składać się będzie z dwóch zasadniczych komponentów – omówionej konstrukcji kontraktów ograniczających działanie agentów do realizacji własnych interesów oraz stworzenia takiej sytuacji, gdzie działanie dla dobra inwestorów agentom się po prostu opłaca. Drugi komponent będzie wówczas obejmował szeroko rozumiany system dystrybucji osiągniętych

przez firmę korzyści. Zasady tej dystrybucji wpływają jednocześnie na wysokość osiągniętej nadwyżki finansowej, gdyż określają poziom opłacalności generowania zysku przez agentów. Nie jest to jednokierunkowa zależność przyczynowo-skutkowa – oba czynniki wpływają na siebie na zasadzie sprzężenia zwrotnego. System dystrybucji korzyści obejmuje system zachęt i bodźców *ex ante* dla kadry zarządzającej, przekładający działanie w interesie mocodawcy na wymierne efekty, zasady negocjacji podziału nadwyżki *ex post* oraz poziom awersji do ryzyka.

Na system zachęt składają się długoterminowe kontrakty zakładające wypłatę premii za realizację sformułowanych celów lub osiągnięcie wyników. Stosuje się także udział menedżerów w zyskach, który daje odczuć agentowi, iż działanie w interesie mocodawcy leży również i w jego własnym. Często też spotyka się wiązanie zarządzającego z właścicielem i losem przedsiębiorstwa poprzez przyznawanie mu transzy akcji czy udziałów. Taki system bodźców tłumaczy – jak się wydaje – niewyobrażalnie wysoki poziom zarobków najwyższego szczebla menedżerów. Zarobki te nie tylko odzwierciedlają umiejętności, kompetencje, czy kontakty posiadane przez *top management*, ale starają się kupić kierunek ich działania do realizacji interesów mocodawców. Z drugiej jednak strony, wyniki badań nad wysokością zarobków kadry zarządzającej w odniesieniu do zysków przedsiębiorstwa nie wykazują wysokiego poziomu bodźcowego. Pensja menedżerów bowiem rośnie o 3 dolary na każde 1000 dolarów wzrostu bogactwa udziałowców, co nie stanowi wydajnego systemu motywacyjnego (Shleifer i Vishy, 1996 za: Jensen i Murphy). Istnienie systemu zachęt finansowych stwarza też podłoże do realizacji własnych interesów przez menedżerów także i na tym polu. Kadra może prowadzić negocjacje z mocodawcami co do wysokości swoich zarobków, zwłaszcza w sy-

tuacjach wzrostu kursu akcji; może także manipulować danymi finansowymi w celu wywierania presji na inwestorów.

W ujęciu Zingalesa odpowiedni system nadzoru korporacyjnego powinien maksymalizować bodźce zachęcające do inwestycji przy jednoczesnej minimalizacji działań nieefektywnych. Odnośnie do dwóch pozostałych komponentów składających się na zasady dystrybucji bogactwa system nadzoru korporacyjnego powinien minimalizować nieefektywne zasady negocjacji podziału zysku *ex post* oraz minimalizować poziom ryzyka i dążyć do alokacji ryzyka rezydualnego po stronie o najniższej awersji do ryzyka (Zingales, 1997).

Koszty konstrukcji poszczególnych kontraktów regulujących zakres uprawnień i odpowiedzialności głównych aktorów przedsiębiorstwa oraz strata rezydualna tworzą koszty agencji (Fama i Jensen, 1983). W interesie dostawców kapitału leży zatem stworzenie takiego systemu regulacji w przedsiębiorstwie, który pozwoli kontrolować koszty agencji i utrzymywać je na możliwie niskim poziomie, co zapewni efektywność działania firmy.

Jak widać, wykorzystanie teorii agencji pozwala na budowę pewnego systemu nadzorującego działania kadry menedżerskiej.

Maria Aluchna, Agnieszka Słomka

PRZYPISY

- ¹⁾ Także teoria firmy i teoria własności przyczyniły się do rozwoju koncepcji.
- ²⁾ E. STANKUNOWICZ, *10 sposobów oszukiwania właściciela*, „Businessman Magazine” 2000, nr 2.
- ³⁾ E.F. FAMA, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, „Journal of Political Economy”, 1980, No. 88.

Autorki są doktorantkami w Katedrze Teorii Zarządzania Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie.

Stefan Forlicz

Niedoskonała wiedza podmiotów rynkowych

Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001

Podmioty gospodarcze muszą podejmować różne decyzje w warunkach niepewności. Choć taka sytuacja występuje powszechnie w praktyce gospodarczej, to większość podręczników z makro- i mikroekonomii traktuje tę problematykę w sposób marginesowy. Wykłady często kończą się tam, gdzie zaczyna się skomplikowana rzeczywistość. Stosunkowo dużo uwagi poświęca się jedynie ryzyku w odniesieniu do funkcjonowania rynków finansowych. Dlatego w niniejszej publikacji Autor stara się pokazać przede wszystkim

skutki niedoskonałej wiedzy podmiotów w sferze dóbr materialnych, jej wpływ zarówno na zachowanie podmiotów gospodarczych, jak i funkcjonowanie rynków.

Prof. dr hab. Stefan Forlicz jest kierownikiem Katedry Ekonomii Matematycznej w Instytucie Ekonomii na Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu oraz rektorem w Wyższej Szkole Bankowej w Poznaniu. Jest autorem wielu publikacji z zakresu makro- i mikroekonomii oraz metod ilościowych.