

D E B I U T Y S T U D E N C K I E

2023

EKONOMIA

pod redakcją

Bożeny Borkowskiej



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2023

Recenzja

Wawrzyniec Michalczyk

Redakcja wydawnicza

Agata Wójcicka-Kołodziej

Korekta

Barbara Łopusiewicz

Skład i łamanie

Małgorzata Myszkowska

Projekt okładki

Beata Dębska

Na okładce wykorzystano zdjęcie z zasobów 123rf

Praca opublikowana na licencji Creative Commons Uznanie autorstwa

Na tych samych warunkach 4.0 Międzynarodowe (CC BY-SA 4.0).

Skrócona treść licencji na <https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/deed.pl>



ISBN 978-83-67899-04-8 (wersja papierowa)

ISBN 978-83-67899-05-5 (wersja elektroniczna)

DOI: 10.15611/2023.05.5

Druk i oprawa: TOTEM

Paweł Schaefer

e-mail: 186681@student.ue.wroc.pl

ORCID: 0009-0009-1884-562X

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Wykorzystanie asymetrii informacji w relacji pryncypał – agent oraz jej konsekwencje na rynkach kapitałowych

DOI: 10.15611/2023.05.5.06

JEL Classification: D820

Streszczenie: Celem niniejszego artykułu jest prezentacja przyczyn i konsekwencji konfliktu pomiędzy właścicielami przedsiębiorstwa a menedżerami w spółkach, w których występuje oddzielenie własności od zarządzania oraz identyfikacja negatywnych zjawisk, jakie temu towarzyszą. Przedstawiono w nim przykłady upadków spółek giełdowych, których podłożem była zbyt duża swoboda menedżerów, a także konsekwencje, jakie rodzi to dla gospodarki. Dokonano również porównania wyników osiąganych przez podmioty w zależności od stopnia wpływu właścicieli na zarządzanie firmą oraz wskazano obszary badań, które zdaniem autora pomogą lepiej zrozumieć genezę konfliktu.

Słowa kluczowe: problem agencji, asymetria informacji, oportunizm, pokusa nadużycia, przedsiębiorstwa rodzinne

1. Wstęp

Problem agencji został szeroko opisany w literaturze ekonomicznej, a jego geneza wywodzi się z anglosaskiego prawa handlowego. Dotyczy on relacji pomiędzy pryncypałem, zwanym niekiedy mocodawcą, a agentem. Pryncypałem nazywamy osobę prawną bądź fizyczną upoważniającą agenta do działania w swoim imieniu, z kolei agentem osobę upoważnioną do działania w imieniu zlecniodawcy. Relacje tego typu są integralną, niemożliwą do uniknięcia częścią rzeczywistości gospodarczej, jednakże w określonych sytuacjach mogą generować negatywne konsekwencje. Umowy zawierane pomiędzy pryncypałem a agentem w większości przypadków nie są kompletne, w wyniku czego u obu stron kontraktu pojawia się pokusa działań oportunistycznych. Pokusa ta u agenta rośnie wraz ze wzrostem swobody działania oraz stopniem komplikacji zleconych zadań, a co za tym idzie utrudnieniami w jego kontrolowaniu. Typowymi przykładami relacji pryncypał – agent są kontrakty zawierane pomiędzy właścicielami przedsiębiorstw reprezentowanymi przez radę nadzorczą a członkami zarządu spółek akcyjnych (Borkowska i in., 2019). Ocena działania zarządu jest niezwykle trudna, a jest to jeden z istotnych czynników wpływających na kondycję firmy.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie trudności w kontrolowaniu członków kierownictwa dużych spółek giełdowych oraz opisanie negatywnych zjawisk, jakie mogą wystąpić w przedsiębiorstwie w wyniku zbyt dużej swobody me-

nedżerów. Ponadto dokonano porównania pewnych aspektów funkcjonowania przedsiębiorstw rodzinnych z przedsiębiorstwami zarządzanymi przez profesjonalnych menedżerów w warunkach polskiej i światowej rzeczywistości gospodarczej. W artykule przeanalizowano przypadki bankructw firm, które odbiły się szerokim echem na rynkach finansowych, wykorzystano również dostępne dane statystyczne i literaturę.

W związku z tym, że pozapłaćcowe metody wynagradzania są obecnie jednym z głównych sposobów bodźcowania działań zarządu, w dalszej części pracy zostaną przedstawione przykłady ich negatywnego wpływu na kondycję firmy. W szczególności opisane zostaną sytuacje, w których decydujące okazały się:

- zbyt duża motywacja do osiągania krótkoterminowego zysku;
- manipulacja wynikami finansowymi, w szczególności przesuwanie wydatków w czasie, ukrywanie strat lub zawyżanie przychodów, w celu osiągnięcia korzyści przez członków zarządu;
- nadużywanie opcji menedżerskich poprzez ich wykorzystanie do uzyskania szybkiego zysku kosztem akcjonariuszy, a w konsekwencji działaniem na szkodę firmy.

W literaturze można znaleźć wiele opracowań omawiających menedżerskie koncepcje przedsiębiorstwa i relacje, jakie występują pomiędzy właścicielami a kadrą zarządzającą. Do najbardziej znanych należą modele zaproponowane przez W.J. Baumola, R. Marris a O.E. Williamsona. Modele te łączy teza, iż menedżerowie dążą przede wszystkim do maksymalizacji własnych korzyści. Baumol twierdził, że jest to realizowane przez maksymalizowanie przychodów przedsiębiorstwa, Marris, że przez maksymalizację zrównoważonej stopy wzrostu przedsiębiorstwa, a według Williamsona menedżerowie dążą do maksymalizacji swobodnych wydatków (Klimczak, 2015). Spektakularne upadki gigantów giełdowych i wielu mniejszych firm pozwalają jednak wysunąć przypuszczenie, iż w praktyce równoczesne spełnienie oczekiwań inwestorów i menedżerów jest niezwykle trudne, a dynamicznie zmieniająca się rzeczywistość gospodarcza stawia przed badaczami wiele nowych wyzwań.

2. Bankructwo Enronu

Enron Corporation była jedną z największych światowych firm energetycznych, usługowych i towarowych. Zajmowała się sprzedażą gazu ziemnego i energii elektrycznej, a także zapewniała zarządzanie ryzykiem i usługi finansowe klientom na całym świecie. W połowie 2000 roku Enron zatrudniał około 22 tys. osób, wykazywał przychody w wysokości 101 mld dolarów, a jego wartość była szacowana na 70 mld dolarów. Od 1996 do 2000 roku magazyn „Fortune” ogłaszał Enron najbardziej innowacyjną firmą Ameryki. Sukces firmy oparty był na wykorzystywaniu nowatorskich instrumentów finansowych przy transakcjach z hurtownikami, agresywnej polityce fuzji i przejęć oraz tworzeniu wielu nowych projektów biznesowych (Smoleń-Bojańczyk, 2018).

Pierwsze problemy wizerunkowe pojawiły się w wyniku pogłosek o przekupstwie i naciskach politycznych amerykańskiej administracji na rządy krajów w Ameryce Południowej, Środkowej, Azji oraz w Afryce, mających na celu zabezpieczenie kontraktów dla firmy. Enron został oskarżony o wykorzystywanie w tym celu swoich powiązań z administracją prezydentów B. Clintona i G.W. Busha.

Dynamiczny rozwój firmy spowodował wiele negatywnych implikacji. Szczególnie istotne dla późniejszego bankructwa były: niska kultura organizacyjna oraz atmosfera chciwości i korporacyjnej arogancji, jakie panowały na wszystkich szczeblach organizacji. Przykładowo, pomimo teoretycznie rozbudowanego i wieloaspektowego systemu oceny pracowników, menedżerowie średniego szczebla szybko zauważyli, iż jedynym kryterium ich oceny, a co za tym idzie wynagradzania, jest wypracowywany przez nich zysk. Innym negatywnym zjawiskiem była wysoka rotacja kadry zarządzającej, która w niektórych działach dochodziła do 15% w ciągu roku (Surdykowska, 2002).

W okresie, kiedy kondycja finansowa firmy zaczęła się pogarszać, zaczęto ukrywać prawdziwe koszty działalności. W tym celu tworzone spółki zależne, do których transferowano zobowiązania. Działania te pozwalały na wykazywanie lepszych wyników finansowych, a co za tym idzie uzyskiwanie wyższych premii przez kierownictwo firmy. Spółki zależne zakładano zgodnie z wymogami dotyczącymi zaangażowania kapitałowego Enronu w taki sposób, aby w świetle przepisów nie było obowiązku włączania ich do sprawozdań finansowych koncernu. Po pewnym czasie Enron stał się siecią powiązań i transakcji kapitałowych, których jedynym celem było ukrycie rosnącego zadłużenia oraz ułatwienie pozyskiwania kolejnych funduszy na dokonywanie agresywnych przejęć. W kolejnych etapach ukrywania kosztów firma dokonywała także działań nielegalnych, np. przejmowania przez pracowników jednostek specjalnego przeznaczenia, do których wcześniej przetransferowano zobowiązania firmy (Hulicka, 2008). Teoria agencji definiuje tego typu negatywne zjawiska jako maksymalizację funkcji użyteczności i minimalizację wysiłku przez agenta.

Po wybuchu skandalu związanego z upadkiem Enronu w 2001 roku, firma musiała obniżyć wartość kapitału akcyjnego o 1,2 mld dolarów, a następnie ująć w łącznym bilansie pozycje, które agencja audytorska pozwoliła początkowo księgować oddzielnie. W rezultacie zmodyfikowane dochody z lat 1997-2001 zostały obniżone o około 600 mln dolarów. Całkowita wielkość strat, jakie spowodował upadek Enronu nie jest dokładnie znana, ale niektórzy analitycy szacują ją na 80 mld dolarów. Przewodniczący rady dyrektorów K. Lay oraz J. Skilling zostali uznani winnymi oszustw i 25 maja 2006 roku skazani na karę 25 lat pozbawienia wolności. Odpowiedzialny za transakcje dyrektor finansowy A. Fastow został skazany na karę dziesięciu lat pozbawienia wolności.

Audyt Enronu przez długi czas prowadziła firma Arthur Andersen i jak wykazały późniejsze kontrole, zawierał on wiele nieprawidłowości. Długoletnia współpraca z jedną firmą audytorską pozornie zmniejsza koszty kontroli agentów (menedżerów), jednak może doprowadzić do utraty przez pryncypała (akcjonariuszy) kontroli nad przedsiębiorstwem, zyskami i zaangażowanym kapitałem. Agent zarządzający

przedsiębiorstwem niezgodnie z wolą właścicieli jest wynagradzany za pracę, której faktycznie nie wykonał (Aluchna, 2008).

M. Smoleń-Bojańczyk oceniała sytuację Enronu następująco: „Enron miał wszystko, czego trzeba, aby wywołać skandal: gigantyczne wynagrodzenia zarządu, pakiety menedżerskie, kwartalną wycenę składników majątku, aby umożliwić wypłatę sowitych wynagrodzeń – często wspartą manipulacjami finansowymi, Radę Dyrektorów, CFO wzbogacającego się przez transakcje ze spółkami powiązаныmi i cichymi współnikami; «zaprzyjaźnionego» i dobrze opłacanego audytora Arthura Andersena, firmę prawniczą Vinson and Elkins LLP i analityków finansowych, którzy zawsze rekomendowali Enron jako «zdecydowanie kupuj», niezależnie od rzeczywistości ekonomicznej oraz systemu politycznego, który można było wykorzystać dla dobra Enronu. Wydaje się to być kompletnym brakiem etyki wszystkich zaangażowanych stron” (Smoleń-Bojańczyk, 2018).

Powyższy cytat trafnie opisuje, jak może wyglądać w praktyce maksymalizacja oczekiwanej użyteczności przez menedżera, gdy właściciele kapitału mają ograniczone możliwości kontrolowania przedsiębiorstwa. Sytuacja taka może wystąpić przede wszystkim w spółkach akcyjnych, gdy akcjonariat jest rozproszony i niezdolny do skutecznej kontroli zarządu.

Co ważne dyrektorzy Enronu, gdy tylko zrozumieli, że katastrofa jest nieuchronna, podjęli szereg działań mających na celu uniknięcie odpowiedzialności. W sierpniu 2001 roku Jeffrey Skilling, dyrektor generalny Enronu, ustąpił ze stanowiska, jako przyczynę podając powody osobiste, wcześniej wyprzedawszy swoje akcje o wartości 17,5 mln dolarów. Akcje Enronu, których kurs wciąż był wysoki, zdążyło sprzedać także 600 czołowych menedżerów koncernu, zarabiając w ten sposób miliard dolarów. W tym samym czasie pracownicy zostali poinformowani, że firma zostanie poddana transformacji, która potrwa miesiąc i w czasie której sprzedaż ich akcji zgromadzonych w funduszu emerytalnym zostanie przejściowo zablokowana. Jeszcze 26 września Lay (prezes firmy), w internetowym liście skierowanym do pracowników zachęcał ich do zakupu dodatkowych akcji.

Po serii afer w USA w 2002 roku wprowadzono ustawę Sarbanes-Oxley Act, zwaną w skrócie SOX. Nakłada ona na prezesa (CEO) oraz dyrektora finansowego (CFO) obowiązek złożenia oświadczenia o prawidłowym przebiegu kontroli wewnętrznej w firmie. Muszą oni również zadeklarować, że prezentowane wyniki finansowe odzwierciedlają rzeczywistą sytuację ekonomiczną firmy. Konsekwencją wynikającą z niedopełnienia powyższych obowiązków jest kara do 25 lat więzienia i do 5 mln dolarów grzywny.

Istotna w kontekście teorii agencji wydaje się być także reakcja korporacji na wprowadzenie ustawy SOX. Ich przedstawiciele argumentowali, że wypełnienie zobowiązań dotyczących nadzoru korporacyjnego i kontroli wewnętrznej wiąże się ze zbyt wysokimi kosztami organizacyjnymi (np. związanymi z budową systemu audytu wewnętrznego). Zarządy korporacji próbowały również, poprzez lobbing, nie dopuścić do głosowania nad tą ustawą, pragnąc zablokować w ten sposób jej uchwalenie.

3. Przypadek WorldCom

Na początku XX wieku roku WorldCom był jednym z największych operatorów telekomunikacyjnych w Stanach Zjednoczonych i na świecie. Firma oferowała różnego rodzaju usługi telekomunikacyjne, w tym szerokopasmowy dostęp do Internetu, usługi telefoniczne, usługi transmisji danych i usługi dla klientów biznesowych. WorldCom był uważany za jedną z wiodących firm w branży telekomunikacyjnej. Osiągał roczny przychód w wysokości 30 mld dolarów, a jego wartość rynkowa szacowana była na 180 mld dolarów.

W 2002 roku C. Cooper, ówczesna wiceprezes i dyrektor ds. księgowości w WorldCom, wraz ze swoim zespołem podczas rutynowej kontroli księgowej odkryła nieprawidłowości w rachunkach telefonicznych i zgłosiła problem przełożonym. Zarząd firmy pomimo braku zainteresowania ujawnieniem uchybień, nie był w stanie zablokować kontynuowania dochodzenia, które ujawniło szersze oszustwa finansowe w firmie, w konsekwencji doprowadzając do skandalu.

Cooper zawiadomiła Komisję Papierów Wartościowych i Giełd (SEC) o wykrytych nieprawidłowościach, inicjując w ten sposób rozpoczęcie przez SEC dochodzenia w WorldCom. Śledztwo ujawniło, że oszustwa finansowe w firmie były prowadzone przez lata i polegały na sztucznym zawyżaniu wyników finansowych poprzez przesuwanie kosztów operacyjnych na przyszłe okresy rozliczeniowe oraz ukrywanie prawdziwych kosztów działalności firmy. Władze firmy wykorzystywały również innowacyjne sposoby oszustwa, takie jak sztuczne generowanie przychodów, w celu zwiększenia wartości akcji WorldCom na giełdzie. Działania te teoria agencji opisuje jako ukrywanie informacji (przedstawianie fałszywych raportów) oraz pokusę nadużyć, której w tym wypadku uległ zarząd firmy. W wyniku skandalu WorldCom złożył wniosek o upadłość, co doprowadziło do utraty pracy przez około 30 tys. pracowników i ogromnych strat finansowych inwestorów. Ostatecznie kilku wysoko postawionych pracowników spółki, w tym główny księgowy Scott Sullivan, zostało skazanych na długoletnie wyroki więzienia (Smoleń-Bojańczyk, 2018).

Przedstawione powyżej nieprawidłowości mogłyby nie zaistnieć, gdyby audyt firmy był prowadzony w sposób rzetelny. Firma Arthur Andersen, która od lat 80. XX wieku świadczyła dla WorldCom usługi audytorskie, do 2001 roku zatwierdzała przedstawiane przez zarząd wyniki oraz potwierdzała, że jej księgi rachunkowe są prowadzone zgodnie z obowiązującymi przepisami. W wyniku ujawnienia w 2002 roku oszustw finansowych w WorldCom doszło do wybuchu skandalu, a firma Arthur Andersen zaczęła być krytykowana za niewłaściwy nadzór nad klientem. W maju 2002 roku, kilka miesięcy po przeprowadzeniu ostatniej kontroli dokumentacji WorldCom, Arthur Andersen przyznała się do niewłaściwego postępowania. W sierpniu 2002 roku SEC ogłosiła, że Arthur Andersen nie spełniła swoich obowiązków jako audytor WorldCom i oskarżyła firmę o zniszczenie dokumentów związanych z audytem. W 2002 roku Arthur Andersen na skutek wykrytych nieprawidłowości i utraty reputacji zakończyła swoją działalność jako firma audytorska. Główną przyczyną

utrąty dobrego imienia, a w konsekwencji również licencji, były nieprawidłowości, jakich firma dopuściła się w trakcie kontrolowania dokumentacji Enronu i WorldComu. Korumpowanie agencji przeprowadzającej audyt przez zarząd WorldComu poprzez zlecenie jej lukratywnych zadań konsultingowych jednoznacznie wskazuje na próbę minimalizacji wysiłku menedżerów i chęć zwiększania dzięki temu osiągniętych korzyści. Pomimo że relacja pomiędzy WorldComem a Arthur Andersenem miała pozornie charakter relacji agencji, to jednak w związku z korupcją nie wystąpiła tu różnica celów pomiędzy pryncypałem a agentem. Obydwie strony osiągnęły konsensus i zawarły porozumienie, którego koszty ponieśli akcjonariusze WorldCom.

4. Upadek GetBack SA

Spektakularne bankructwa, których przyczyn można upatrywać w konflikcie interesów, nie są domeną jedynie amerykańską i występują także na polskim rynku kapitałowym. Za przykład może posłużyć GetBack SA powstały w 2012 roku. Przedmiotem działalności spółki było nabywanie pakietów wierzytelności oraz dochodzenie od dłużników ich spłaty na własny rachunek. Ponadto spółka zajmowała się zarządzaniem portfelami finansowymi zewnętrznych podmiotów, w tym funduszy inwestycyjnych. Wierzytelności nabywane były głównie za środki finansowe pozyskane z emisji obligacji i akcji, które były prowadzone na przemian w ofercie publicznej i niepublicznej. Spółka po otrzymaniu upoważnienia Krajowego Nadzoru Finansowego [KNF] zużywała te środki na zakup pakietów zobowiązań. W przypadku GetBack SA sprawozdania finansowe również były sprawdzone przez biegłego rewidenta, ale kontrole nie wykazywały nieprawidłowości.

Na początku 2018 roku prezes zarządu GetBack SA K. Kąkolewski ogłosił, że spółka potrzebuje 1 mld zł dokapitalizowania. Wiadomość ta spowodowała czterokrotny spadek wartości akcji. Zarząd spółki próbował ratować sytuację, podając fałszywe informacje dotyczące prowadzonych negocjacji z PKO BP i Polskim Funduszem Rozwoju o finansowaniu majątkowo-inwestycyjnym w wysokości do 250 mln zł. Informacje te zostały niemal natychmiast zdementowane. Powyższe wydarzenia przyczyniły się do ujawnienia wewnątrz spółki zorganizowanej grupy przestępczej, działającej na szkodę zarówno firmy, jak i większości rozproszonych akcjonariuszy. W kwietniu 2018 roku KNF złożyła do prokuratury zawiadomienie o podejrzeniu popełnienia następujących przestępstw: nabycia EGB Investments po cenie siedmiokrotnie wyższej niż wartość rynkowa, fałszowania sprawozdań finansowych oraz przekazywania nieprawdziwych informacji w raportach bieżących i okresowych (Adamczyk, 2020). Metody zarządzania spółką przez menedżerów (agentów) były wyraźnie sprzeczne z tym co zlecił im pryncypał, czyli akcjonariusze. Po ujawnieniu opisanych wyżej faktów Giełda Papierów Wartościowych zawiesiła obrót akcjami spółki. W 2019 roku nowa firma audytorska PKF Consult zakończyła audyt i wykazała w nim straty za lata 2017-2018, które wyniosły 2,9 mld złotych.

5. Dane statystyczne dotyczące nadużyć i przestępczości gospodarczej

Przedstawione przykłady bankructw, chociaż spektakularne i budzące powszechne zainteresowanie wartością sprzeniewierzonych środków finansowych i liczbą poszkodowanych w ich wyniku uczestników rynku, nie oddają rzeczywistej skali zjawiska. Według szacunków jedno na trzy amerykańskie gospodarstwa domowe zostało poszkodowane na skutek przestępstw urzędniczych i gospodarczych (*white collar-crimes*). Zgodnie z danymi publikowanymi przez National Fraud Center Stats koszt przestępstw o podłożu ekonomicznym w USA wynosił odpowiednio 5 mld dolarów w roku 1970, 20 mld w 1980 i 100 mld dolarów w 1990. Zjawisko to eskaluje więc o wiele szybciej, niż rozwijają się rynki finansowe (Smoleń-Bojańczyk, 2018).

Według raportów FBI w latach 2002-2011 średnia liczba spraw, w których przedmiotem było oszustwo korporacyjne, wynosiła 487 rocznie z tendencją wzrostową z 291 w 2002 roku do 726 w 2011 (FBI, b.d.). W świetle przedstawionych danych znamienym wydaje się fakt, iż po 2011 roku FBI zaprzestało publikowania statystyk dotyczących przestępczości korporacyjnej.

W Polsce nie publikuje się tego typu raportów, natomiast wzrost poziomu wykrytych przestępstw gospodarczych z 58 476 w 1999 roku do 168 267 w 2021 roku może pośrednio świadczyć o jego dynamice (Komenda Główna Policji, b.d.).

Przedstawione powyżej dane statystyczne wydają się sugerować, że problem agencji i skutki z nim związane z oszustwami występują coraz częściej we współczesnym świecie. Generują one rosnące koszty zarówno dla podmiotów, które można określić mianem pryncypałów (przede wszystkim drobnych akcjonariuszy i udziałowców funduszy), jak i organów powołanych do zmniejszania asymetrii informacji i regulacji rynków kapitałowych oraz finansowych.

6. Porównanie wyników osiąganych przez firmy rodzinne i nierodzinne w Polsce i na świecie

W świetle przytoczonych powyżej faktów i danych statystycznych bardzo ciekawie prezentują się informacje przedstawione przez W. Popczyka w książce *Przedsiębiorstwa rodzinne w otoczeniu globalnym: analiza porównawcza ekspansji międzynarodowej firm rodzinnych i nierodzinnych z rynku NewConnect*.

Popczyk przyjął definicję przedsiębiorstwa rodzinnego za P.A. Frishkoffem w następującym brzmieniu: „przedsiębiorstwo o dowolnej formie prawnej, którego kapitał w decydującej części znajduje się w posiadaniu rodziny, a przynajmniej jeden jej członek wywiera decydujący wpływ na kierownictwo lub sam sprawuje funkcję kierowniczą w firmie” (Popczyk, 2013). W przedsiębiorstwach takich, niejako z definicji, nie pojawia się problem agencji pomiędzy głównymi udziałowcami a zarządem, gdyż nie występuje generujące ten problem oddzielenie zarządzania od własności. W tego rodzaju firmach może pojawić się konflikt interesów pomiędzy głównymi

udziałowcami należącymi do rodziny a drobnymi udziałowcami kapitału rozwodnionego (*free float*). Zarzewiem tego konfliktu mogą być próby zwiększania korzyści głównych udziałowców kosztem drobnych inwestorów, nie mających wpływu na zarządzanie firmą.

Wyniki badań przeprowadzonych w latach 1992-1999 na firmach z indeksu S&P 500 (indeks giełdowy, w skład którego wchodzi 500 przedsiębiorstw o największej kapitalizacji notowanych na New York Stock Exchange i NASDAQ) potwierdziły, iż firmy rodzinne osiągają znacząco lepsze wyniki niż ich odpowiedniki niebędące firmami rodzinnymi. Podobne badania przeprowadzone na sześciu głównych indeksach giełdowych w Europie potwierdziły obserwacje amerykańskie. Wyniki obserwacji opublikowane w 2005 roku przez P. Jaskiewicza, przeprowadzone wśród notowanych na giełdzie 293 niemieckich i 419 firmach francuskich również wskazują, iż firmy rodzinne w tych krajach osiągają lepsze wyniki niż pozostałe przedsiębiorstwa. Podobne obserwacje poczyniono na rynku japońskim, gdzie badanie przeprowadzone w latach 1998 i 2003 dowiodło, że ponad 42% firm notowanych na giełdzie znajduje się pod kontrolą rodzin. Firmy te osiągały lepsze wyniki od pozostałych w 21 z 33 przebadanych sektorów gospodarki japońskiej. Wnioski z tych badań potwierdziły tezę, że w Japonii firmy rodzinne osiągają wyższą rentowność, mają silniejsze struktury finansowe i większą zdolność do powiększania wartości kapitału akcyjnego (Popczyk, 2013).

Badania przeprowadzone i opisane przez W. Popczyka dotyczą przede wszystkim funkcjonowania polskich przedsiębiorstw na rynku globalnym, jednak zawierają również informacje dotyczące ich rozwoju.

Polskie przedsiębiorstwa rodzinne notowane na rynku NewConnect w 62% osiągają wzrost, podczas gdy tę samą tendencję wykazuje tylko 30% firm nierodzinnych (Popczyk, 2013). Obserwacje te wskazują, iż wyniki osiągnięte przez polskie przedsiębiorstwa rodzinne nie odbiegają od światowego trendu, zgodnie z którym przedsiębiorstwa o rodzinnym charakterze, gdzie nie występuje problem agencji, osiągają lepsze wyniki od pozostałych.

7. Podsumowanie

Pomimo że w literaturze przedmiotu opisano wiele metod rozwiązywania konfliktu pomiędzy pryncypałem a agentem, to przedstawione powyżej przykłady i dane statystyczne sugerują, że problem jest niezwykle złożony, a osiągnięcie obopólnej satysfakcji niezmiernie trudne. Być może, zamiast podawać nowatorskie koncepcje rozwiązania problemu, należy w pierwszej kolejności ponownie odpowiedzieć na kilka pytań nierozzerwalnie z tym problemem związanych.

Podstawowe pytanie nasuwające się w tym temacie brzmi: dlaczego w większości światowych gospodarek przedsiębiorstwa rodzinne zarządzane przez właścicieli osiągają lepsze wyniki niż pozostałe?

Wydawać by się mogło, że profesjonalni menedżerowie powinni być lepiej przygotowani do zarządzania przedsiębiorstwem, a więc osiągać lepsze rezultaty niż osoby kierujące firmami rodzinnymi. Być może konflikty na linii pryncypał – agent mają w tym przypadku decydujące znaczenie. Dyskusyjne wydaje się być również silne uzależnianie wynagradzania menedżerów od bieżących wyników firmy. W wielu przypadkach ponad 70% dochodów menedżera to dochody pozapłacowe. Nasuwa się pytanie, czy jest to rzeczywiście optymalne rozwiązanie mające w założeniu powiązać cele akcjonariuszy i menedżerów. Potrzeba wykazywania zysku w krótkim okresie czyni często długookresowe projekty mniej atrakcyjnymi z punktu widzenia menedżerów, pomimo tego, iż są one bardziej perspektywiczne i mogą przyczynić się do rozwoju przedsiębiorstwa i osiągnięcia lepszych wyników w przyszłości. Racjonalność wiązania zarządzających z firmą poprzez oferowanie akcji w ramach opcji menedżerskiej również można podać w wątpliwość. Stanowią one najczęściej ułamek wartości przedsiębiorstwa i w wielu przypadkach są zbywane przez menedżerów, gdy tylko zaistnieje zagrożenie utraty ich wartości. Sytuacja taka często ma miejsce tuż przed ujawnieniem nieprawidłowości w zarządzanym przedsiębiorstwie, w chwili kiedy na rynek nie dotarły jeszcze informacje z tym związane. Powyższe działania są kolejnym przykładem wykorzystania asymetrii informacji do osiągnięcia własnych korzyści przez agentów. Możliwość kreowania przez menedżerów wartości firmy poprzez przekazywanie na rynek nieprawdziwych informacji wpływających na wycenę danej spółki stanowi silną pokusę i często jest wykorzystywane przez zarząd do osiągnięcia korzyści kosztem pozostałych grup interesu. Nie należy również zapominać o roli etyki i wpływu, jaki nieformalne reguły postępowania wywierają na funkcjonowanie gospodarki. W przeszłości niespisane normy społeczne były często egzekwowane skuteczniej niż obowiązujące prawo i niejednokrotnie decydowały o sukcesie lub porażce danego podmiotu gospodarczego.

Literatura

- Adamczyk, S. (2020). Skandal korporacyjny GetBack. Finansjalizacja przedsiębiorstwa a infrastruktura zaufania rynku kapitałowego w Polsce. W: A. Gemzik-Salwach, K. Opolski (red.), *Gospodarka i społeczeństwo w dobie finansjalizacji* (s. 239-269). CeDeWu.
- Aluchna, M. (2008). Oszustwa korporacyjne (część I). Geneza, skala i zagrożenia. *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów*, (86).
- Borkowska, B., Klimczak, M. i Klimczak, B. (2019). *Ekonomia Instytucjonalna*. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu.
- Enron. (b.d.). Pobrano 5 maja 2023 z <https://www.aferyfinansowe.pl/afery-finansowe-na-swiecie/enron/>
- FBI. (b.d.). *Financial Crimes Report to the Public Fiscal Years 2010-2011*. Pobrano 5 maja 2023 z <https://www.fbi.gov/stats-services/publications/financial-crimes-report-2010-2011>
- Hulicka, M. (2008). *Oszukańcza sprawozdawczość finansowa*. Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego.
- Klimczak B. (2015). *Mikroekonomia*. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu.

- Komenda Główna Policji. (b.d.). *Przestępstwa gospodarcze*. Pobrano 5 maja 2023 z <https://statystyka.policja.pl/st/przestepstwa-ogolem/przestepstwa-gospodarcz/122291,Przestepstwa-gospodarcze.html>
- Popczyk, W. (2013). *Przedsiębiorstwa rodzinne w otoczeniu globalnym: analiza porównawcza ekspansji międzynarodowej firm rodzinnych i nierodzinnych z rynku NewConnect*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.
- Smoleń-Bojańczyk, M. (2018). Delikty korporacyjne w świetle teorii agencji – na podstawie doświadczeń amerykańskich. *Kwartalnik Naukowy Uczelni Vistula*, 4(58).
- Surdykowska, S. T. (2002). Upadek Enrona. *Nasz Rynek Kapitałowy*, (3).

The Utilization of Information Asymmetry in the Principal–Agent Relationship and Its Consequences in Capital Markets

Abstract: The aim of the article is to present of the causes and consequences of conflicts between business owners and non-owner managers. The analysis is supported by examples of the collapse of public limited companies due to excessive managerial autonomy and their implications for the economy. The article also compares the performance of entities according to the degree of influence the owners have over the company's management and identifies areas that the author believes will help to better understand the genesis of these conflicts.

Keywords: principal–agent problem, information asymmetry, opportunism, moral hazard, family-owned businesses