

Jolanta Szapiel

RELACJE AGENCJI DOTYCZĄCE KAPITAŁU W SPÓLKACH GIEŁDOWYCH

1. Wstęp

Artykuł dotyczy kontraktowego modelu przedsiębiorstwa. Jak sugeruje sama nazwa, w ujęciu tym przedsiębiorstwo kontraktowe traktowane jest jako sieć powiązań między poszczególnymi uczestnikami, powiązania te tworzone są zaś za pomocą kontraktów. Poszczególni uczestnicy dokonują różnego rodzaju wymian i świadczą sobie określone dobra (usługi)¹. Zasadniczym elementem kontraktowego modelu przedsiębiorstwa jest teoria agencji.

2. Teoria agencji jako teoretyczna podstawa relacji agencji między akcjonariuszami i menedżerami

Teoria agencji stanowi strukturę teoretyczną służącą do analizy powiązań między uczestnikami danego przedsięwzięcia w formie tzw. związków (relacji) agencji. Przez pojęcie związków agencji rozumie się kontrakty, na mocy których mocodawca angażuje osobę trzecią (agenta) do wykonywania pewnych czynności w jego imieniu, co pociąga za sobą konieczność delegowania (przenoszenia) pewnych uprawnień do podejmowania określonych decyzji².

Klasycznym przykładem relacji agencji w przedsiębiorstwie są te zachodzące między akcjonariuszami i zarządem przedsiębiorstwa (*agency costs of equity*). Należy zauważyć jednak, iż związki agencji są obecne w przedsiębiorstwie nie tylko między tymi grupami uczestników, lecz dotyczą wszystkich uczestników tej orga-

¹ Tak rozumiane przedsiębiorstwo może stać się, według O.E. Williamsona (za R.H. Coase), alternatywną formą organizowania dla instytucji rynku i odwrotnie.

² Tłumaczenie nazw podmiotów występujących w relacji agencji nie zostało jeszcze ujednolicone w polskiej terminologii. Stosuje się określenia: relacje agencji (pośrednictwa, przedstawicielstwa). Podmioty określa się jako pryncypał i przedstawiciel, mocodawca i pełnomocnik, mocodawca i agent czy też pan i sługa.

nizacji, czyli kadry zarządzającej, akcjonariuszy, pracowników, dostawców, odbiorców i wierzycieli. Dodatkowo – na co wskazują w swoich pracach M.C. Jensen i W.H. Meckling – relacje agencji można dostrzec obecnie na każdym (nie tylko w firmie) poziomie organizacyjnym, w wypadku wszystkich przedsięwzięć wymagających współpracy (współdziałania) uczestników, takich jak: szkoły wyższe, instytucje administracji publicznej, związki zawodowe czy rynki finansowe.

Relacje agencji zachodzące między kierownictwem firmy a akcjonariuszami znalazły się w centrum zainteresowania teorii agencji ze względu na rosnącą popularność koncepcji nadzoru nad przedsiębiorstwem oraz na łatwość analizy. Problem przedstawicielstwa jako konsekwencja rozdzielenia własności i zarządzania został po raz pierwszy w sposób kompleksowy zaprezentowany w pochodzącej z 1976 r. publikacji Jensena i Mecklinga³. Stanowi ona podstawę tzw. kontraktowego podejścia w ramach teorii firmy zapoczątkowanego przez Coase'a (1937). Zgodnie z ujęciem Jensena i Mecklinga prywatna firma może być przedstawiana jako wiązka kontraktów, które charakteryzują się istnieniem podzielnych roszczeń rezydualnych (*divisible residual claims*)⁴ w odniesieniu do przepływów pieniężnych i aktywów przedsiębiorstwa. Prawa te mogą być przy tym sprzedawane przez strony kontraktów, bez konieczności uzyskiwania zezwolenia pozostałych partnerów w ramach wiązki kontraktów. Traktowanie – zadaniem Jensena i Mecklinga – firmy jako wiązki (zbiorowości) kontraktów nie pozwala na uznanie jej za monolit, dla którego często stosuje się podejście antropomorficzne, np. przez stawianie pytania: jaki jest cel firmy? Firma stanowi jedynie pewnego rodzaju twór prawny (*legal fiction*), w którego ramach równowagę pomiędzy sprzecznymi interesami jednostek osiąga się przez odpowiednie relacje kontraktowe (jawne i niejawne czy kompletne i niekompletne).

W badaniach teoretycznych dotyczących relacji agencji wyodrębnia się dwa podejścia⁵:

- formalne podejście do relacji mocodawca–agent;
- pozytywną teorię przedstawicielstwa.

W obydwu podejściach główną tezą jest to, że strony występujące w relacji przedstawicielstwa zawsze ponoszą jej koszty i w związku z tym dążą do zawarcia kontraktu pozwalającego na redukcję kosztów tej relacji, czyli optymalnego w sensie Pareto. W podejściu formalnym, często oderwanym od analizy empirycznej, przeważa modelowanie matematyczne dotyczące preferencji stron i podziału ry-

³ M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Capital Structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, vol. 3, s. 305-360.

⁴ Roszczenie rezydualne (*residual claims*) to roszczenie, które może być zrealizowane dopiero po spłacie innych zobowiązań firmy, np. podatków, odsetek czy długu. Podmioty uprawnione do takich roszczeń (np. posiadacze akcji zwykłych czy też menedżerowie – właściciele) określa się mianem pretendentów rezydualnych (*residual claimants*).

⁵ Napisali o nich w swoich publikacjach m.in.: P. Newman, O.E. Williamson, H. Varian, J. Tirale.

zyka, a jego zamierzeniem jest opracowanie mechanizmu funkcjonowania kontraktu (*mechanism design*)⁶. Pozytywnej teorii przedstawicielstwa nadano mniej sformalizowany charakter i główną uwagę skoncentrowano na zagadnieniach empirycznych: sposobie przygotowania kontraktu i monitorowania jego realizacji oraz specyfice zasobów ludzkich i kapitałowych będących jego przedmiotem⁷.

W artykule zostaną zaprezentowane dyskusja merytoryczna i badania empiryczne odnoszące się do pozytywnej teorii przedstawicielstwa.

3. Źródła konfliktów interesów akcjonariuszy i menedżerów

Problemy agencji są ściśle związane z rozdziałem zarządzania od finansowania. W konsekwencji, według Westona, występują jedynie wówczas, gdy menedżer posiada udziały przedsiębiorstwa albo nie ma takich udziałów. Tym samym, w sytuacji, gdy właściciel firmy jednocześnie nią zarządza, nie występują problemy agencji, a co za tym idzie taka forma organizacyjna nie pociąga za sobą kosztów agencji⁸.

Zgodnie z założeniami teorii agencji problemy przedstawicielstwa wynikają z dwóch zasadniczych aspektów: po pierwsze, z natury ludzkiej⁹; po drugie, z warunków działania w czasie. Oba te czynniki są ze sobą związane. W sytuacji, gdy zarówno agent, jak i mocodawca dążą do maksymalizacji swojej funkcji użyteczności, istnieją poważne podstawy do tego, aby sądzić, iż postępowanie agenta nie zawsze będzie zbieżne z interesem mocodawcy. Menedżer, nie mogąc uzyskać pełnego zwrotu swoich kosztów wynikających ze zwiększenia wysiłków na rzecz wzrostu zysku firmy, będzie domagał się rekompensaty albo ograniczy swój wysiłek podejmowany dla dobra firmy i jej akcjonariuszy¹⁰.

Na możliwość oportunistycznego zachowania menedżerów wobec akcjonariuszy, dużo wcześniej przed autorami teorii agencji, zwrócił uwagę Adam Smith w II tomie swojego dzieła pt. *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, gdy pisał: „Ponieważ jednakże dyrektorzy takich kompanii [akcyjnych] zawiadują raczej cudzymi pieniędzmi niż własnymi, przeto nie można spodziewać się, aby

⁶ Głównymi przedstawicielami tego podejścia są: S.A. Ross, Holmstrom, H. Varian, J. Tirole.

⁷ Za głównych przedstawicieli tego nurtu uznaje się: M.S. Jensena, W.H. Mecklinga, C. Smitha, J. Warnera, E. Nowaka, P. Newmana, A. Shleifera, W. Vishny'ego, R. Zingalesa, R. La Porta i K. Murphy'ego.

⁸ Por. F.W. Weston, J.A. Siu, A. Johnson, *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*, Upper Saddle River, Prentice Hall, New York, 2001, s. 23-27.

⁹ Por. M.C. Jensen, *Self-Interest, Altruism, Incentives and Agency Theory*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1994, vol. 7, s. 53-69.

¹⁰ Por. A.S. Shleifert, R. Vishny, *A Survey of Corporate Governance*, „Journal of Finance” 1997, vol. 52, s. 741-743.

dbali o te fundusze z taką samą starannością, z jaką troszczą się o własne fundusze wspólnicy w spółce prywatnej. Dlatego też sprawy takiej kampanii prowadzi się zawsze bardziej lub mniej niedbale i rozrzutnie”¹¹.

Drugim czynnikiem pociągającym za sobą koszty agencji jest niemożność przewidzenia wszystkich okoliczności, w jakich znajdzie się menedżer. W konsekwencji tego nie można spisać między mocodawcą a agentem kontraktu kompletnego, czyli takiego, który *ex ante* określałby, jakie działania musi podjąć menedżer, aby zabezpieczyć osiągnięcie celów akcjonariuszy. Dlatego prawo do podjęcia decyzji w warunkach nieprzewidzianych kontraktem oznacza prawo do kontroli rezydualnej i ze względu na asymetrię informacyjną między mocodawcami a agentami uznaje się, że leży ono w gestii tych ostatnich¹².

Ścisłe związki zachodzące między pryncypałem a agentem oraz warunki, w jakich są one realizowane, są najczęściej przyczyną powstających między nimi konfliktów. Powstające konflikty są – o czym była już mowa wcześniej – pochodną sprzeczności potrzeb i celów pryncypała i agenta oraz różnic w ich akceptowaniu ryzyka, a także w dostępie do informacji. Kadra kierownicza przedsiębiorstwa, dysponując dużymi możliwościami w dostępie do informacji, ale także, co ważniejsze, znacznym zakresem uprawnień decyzyjnych, może wykazywać skłonności do nadużywania władzy i wykorzystywania zasobów firmy do realizacji interesów własnych kosztem mocodawców¹³. Konflikty między kierownictwem firmy a akcjonariuszami wynikają zdaniem badaczy tego problemu stąd, że menedżerowie preferują następujące sytuacje:

- Duży poziom konsumpcji własnej i małą efektywność pracy, ponieważ te elementy nie wpływają niekorzystnie na obniżenie ich wynagrodzeń albo zmniejszenie wartości rynkowej ich prywatnych udziałów w kapitale akcyjnym spółki. Menedżerowie dążą zatem do osiągnięcia bardzo wysokich pozapłatowych korzyści ubocznych (*fringe benefits, perquisites*), np. przez nadmierne wydatki na reprezentację: budynki, wyposażenie, podróże służbowe, zbyt dużą liczbę personelu pomocniczego. Preferują też uchylanie się od swych obowiązków i działanie nie w pełni skuteczne.
- Przywłaszczanie sobie części majątku przedsiębiorstwa poprzez: tworzenie własnych firm z wykorzystaniem zasobów kierowanej przez siebie firmy, przekazywanie części majątku przedsiębiorstwa po zaniżonych cenach do innych firm, z którymi są związani.

¹¹ A. Smith, *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, t. I, PWN, Warszawa 1954, s. 457.

¹² E. Fama, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, „Journal of Political Economy” 1980, vol. 88, s. 288-307; M.C. Jensen, E. Fama, *Separation of Ownership and Control*, „Journal of Law and Economics” 1983, vol. 26, s. 310-326; A.S. Shleifer, R. Vishny, wyd. cyt., s. 747-783.

¹³ Por. R.W. Masulis, *The Debt/Equity Choice*, Ballinger Publishing Company, Cambridge 1988, s. 28.

- Przygotowywanie, mimo braku wiedzy i motywacji do skutecznej kontroli rady nadzorczej, kontraktów z bardzo atrakcyjnymi zachętami (wysokie pensje, premie oraz znaczne przydziały na akcje albo same akcje).
- Inwestycje mniej ryzykowne i z mniejszą dźwignią finansową w celu zmniejszenia prawdopodobieństwa bankructwa przedsiębiorstwa, które może wpłynąć negatywnie na ich prestiż i ekonomiczną wycenę możliwości zarządczych oraz spowodować znaczne obniżenie wartości mało zdywersyfikowanych portfeli ich akcji (taka sytuacja dotyczy przedstawicieli zarządów będących współwłaścicielami akcji spółki, w której są zatrudnieni).
- Inwestycje w przedsięwzięcia mające na celu powiększenie nie efektywności a rozmiarów przedsiębiorstwa, gdyż ich potęga i prestiż zawodowy powiązane są z wielkością przedsiębiorstwa.
- Inwestycje o krótkim horyzoncie czasowym zamiast bardziej zyskowych długookresowych przedsięwzięć inwestycyjnych ze względu na ograniczony termin zatrudnienia i brak możliwości korzystania z bardziej długofalowych skutków swych działań.
- Pozostawanie na swych stanowiskach mimo braku kompetencji i kwalifikacji.

4. Kontrakty bodźcowe jako kluczowa determinanta zbieżności interesów akcjonariuszy i menedżerów

Przedstawione wcześniej problemy agencji są powszechnie znane właścicielom kapitału spółek, czego najlepszym dowodem jest kalkulowanie ceny udziałów w firmie (M.C. Jensen, W.H. Meckling) oraz wypracowywanie przez nich różnorodnych metod (narzędzi) mających na celu ograniczenie zjawiska rozbieżności interesów menedżerów i akcjonariuszy (głównie R. Zingales, A. Sheifer, W. Vishny, A. Simpson, J. Charkham, S.A. Ross).

W ogólnym ujęciu najlepszym sposobem na eliminację problemu agencji między menedżerami i akcjonariuszami byłoby oczywiście podpisanie przez nich kontraktu kompletnego, określającego w szczegółach zasady i wytyczne działania menedżerów, charakter ich relacji z akcjonariuszami oraz zakres ich odpowiedzialności. Ponieważ przewidzenie przyszłości, a w konsekwencji zawarcie tego rodzaju kontraktu nie jest możliwe, strony zawierają kontrakty niekompletne, w których muszą zdecydować o podziale rezydualnych praw do kontroli (*residual rights of control*), czyli praw do podejmowania decyzji w okolicznościach niemożliwych do przewidzenia w kontrakcie. Właściciele nie mogą bezpośrednio zarządzać firmą, dlatego też menedżerowie mają większość rezydualnych praw do kontroli, co pozwala im na dużą swobodę działania i zagospodarowania zasobów firmy¹⁴.

Kontrakty niekompletne mogą prowadzić do zgodnego z interesami właścicieli działania menedżerów, jeżeli przyjmą formę kontraktów bodźcowych (*incentive contracts*). W teorii agencji bodźce uznaje się za kluczową determinantę pożą-

¹⁴ A.S. Shleifert, R. Vishny, wyd. cyt., s. 741.

danych rezultatów działalności menedżerów. Niemniej jednak podkreśla się także, że kontrakty takie mogą być kosztowne, wówczas gdy korzyści menedżerów będą wysokie oraz gdy zostanie określona ich dolna granica w przypadku zaistnienia negatywnych wyników finansowych przedsiębiorstwa.

Kontrakty bodźcowe mogą obejmować następujące motywacyjne elementy wynagrodzenia (formy zachęty dla menedżerów)¹⁵:

- premia,
- posiadanie części akcji przedsiębiorstwa,
- posiadanie opcji na zakup akcji przedsiębiorstwa,
- określenie warunków zwalniania menedżera, gdy przedsiębiorstwo osiąga niedostateczne wyniki finansowe.

Badania empiryczne prowadzone początkowo przez teorię agencji, dotyczące powiązania wysokości wynagrodzenia z efektywnością firmy mierzoną przede wszystkim wartością firmy, wskazywały ogólnie na niską korelację między obydwoma zjawiskami ekonomicznymi¹⁶. Znacznie silniejsze związki stwierdzono między poziomem wynagrodzenia a rozmiarami firmy.

Dopiero nowsze badania prowadzone głównie przez J.S. Anga, R. Zinglesa, F.W. Westona, J.A. Siu, B.A. Johnsona wykazały, że efektywność firmy wyliczana dla jej akcjonariuszy staje się kluczową determinantą poziomu wynagrodzenia menedżera. W sytuacji gdy w 2001 r. ceny akcji amerykańskich spółek giełdowych spadły, wynagrodzenie przeciętnego szefa zmniejszyło się o 43%, tj. do kwoty 27,5 mln USD. Ten zdecydowany spadek wielkości wynagrodzenia menedżerów amerykańskich spółek wynikał głównie z obniżenia wartości opcji na akcje pozostające w ich portfelach.

Podjęta przez autorkę próba weryfikacji zależności między poziomem wynagrodzenia kierownictwa spółek giełdowych a wielkością kursu ich akcji potwierdziła w dużym stopniu wnioski nowszych badań teorii agencji¹⁷. Na podstawie dostępnych danych udało się dostrzec, iż zarobki menedżerów spółek giełdowych funkcjonujących na rozwiniętych rynkach kapitałowych (spółki amerykańskie) pozostają w bezpośrednim i ścisłym związku z wynikami finansowymi. Gdy akcjonariusze tracą, prawie zawsze szef spółki traci znaczną część swojego wynagrodzenia¹⁸ (patrz tab. 1).

¹⁵ J.S. Ang, J. Wuh Lin, *Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Finance” 2000, vol. 55, No. 1, s. 83-95; M.C. Jensen, wyd. cyt.; M.C. Jensen, W.H. Meckling, wyd. cyt., s. 56-79.

¹⁶ Chodzi tu zwłaszcza o badania empiryczne prowadzone pod koniec lat osiemdziesiątych i na początku dwudziestych przez Jensena, Murphy’ego, Shleiferta i Vishny’ego. Przede wszystkim należałoby tutaj przywołać wyniki badań Jensena i Murphy’ego z pracy zatytułowanej *Performance Pay and Top-Management Incentives*.

¹⁷ W badaniach wykorzystałam dane pochodzące z raportu specjalnego przygotowanego przez Business Week w maju 2002 r. oraz dane uzyskane z Standard & Poor’s, EXECUCOMP, Bloomberg Financial Markets za lata 2000-2001.

¹⁸ Miernik zarobków szefów korporacji amerykańskich uwzględnia korzyści i straty z tytułu opcji na akcje (*pay related wealth*). Mierzy on zmianę w skali danego okresu (roku) wartości wszystkich opcji – wiążących, nie wiążących oraz zrealizowanych. Ponadto obejmuje pensję, premię oraz wartość wszystkich otrzymanych w danym roku akcji ograniczonych (*restricted stock*).

Tabela 1. Procentowa zmiana wynagrodzenia menedżerów i kursu akcji w 2001 r. w stosunku do 2000 r.

Lista menedżerów, których wynagrodzenie cechowała największa dynamika wzrostu („zwycięzcy”) i spadku („przegrani”)		Wzrost/spadek wynagrodzenia w 2001 r. w stosunku do 2000 r. w %	Wzrost/spadek kursu akcji w 2001 r. w stosunku do 2000 r. w %
„Zwycięzcy”			
1. Henry Silverman	Cendant	64	104
2. Louis Gerstner	IBM	49	53
3. Robert Fuld J.R.	Lehman Brothers	19	34
4. Jeffrey Barbakow	Tenet Healthcare	204	78
5. Henry Dugues	First Data	65	49
6. Steve Jobs	Apple Computer	975	-40
7. Howard Salomon	Forest Laboratories	19	40
8. Angelo Mozilo	Countrywide Credit	334	93
9. Robert Walter	Cardinal Health	87	40
10. Richard Brown	Electronic Data System	226	20
„Przegrani”			
1. Lawrence Ellison	Oracle	-58	-57
2. Jozef Straus	JDS Uniphase	-87	-90
3. John Chambers	Cisco Systems	-85	-72
4. Scott McNealy	Sun Microsystems	-70	-65
5. Micheal Eisner	Walt Disney	-100	-51
6. Dan Warmenhoven	Network Appliance	-71	-70
7. Irwin Jacobs	Qualcomm	-38	-33
8. Doug Berthiaume	Walters	-67	-54
9. William Roelandts	Xilinx	-65	-58
10. David Rickey	Applied Macro Circuits	-75	-78

Źródło: opracowanie własne na podstawie Standard&Poor's, EXECUCOMP, Bloomberg Financial Markets za rok 2001 i 2002.

W tabeli 1 można zauważyć jednak i to, że zdarzają się przypadki, w których wynagrodzenie ma niewiele wspólnego z efektami (korzyściami) dla akcjonariuszy spółki. Dodatkowo, aby przekonać się, jak silna jest korelacja między wynagrodzeniem szefa amerykańskiej spółki giełdowej a rentownością inwestycji w akcje dla inwestorów, zestawiono dane zawarte w tab. 2.

Gigantyczne rozmiary wynagrodzeń szefów amerykańskich spółek giełdowych wynikają głównie z faktu, że w latach dziewięćdziesiątych zarządy spółek otrzymywały olbrzymią liczbę opcji na akcje. Zwolennicy tej formy bodźcowego oddziaływania na menedżerów (koncepcji nadzoru korporacyjnego) widzieli w nich doskonały instrument przekształcania kierownictwa firmy we współwłaścicieli i tym samym ograniczania konfliktów w relacjach między właścicielami a mene-

dżerami. Opcja, oprócz jednoczenia interesów menedżerów z interesami akcjonariuszy, dawała także dodatkową korzyść, a mianowicie to, że umożliwiła pozyskiwanie z rynku pracy najlepszych menedżerów, po niskich kosztach, a w zasadzie po kosztach zerowych, gdyż zasady rachunkowości pozwalały takiej formy wynagrodzenia nie wykazywać jako kosztów zatrudnienia. Ponadto opcja nie pomniejszała zysku – jak to się dzieje w wypadku wynagrodzenia w gotówce.

Tabela 2. Zwrot z inwestycji w akcje danej spółki na tle zarobków jej szefa

Lista menedżerów, którzy dali akcjonariuszom największe i najmniejsze korzyści (zwrot) z inwestycji w akcje		Łączny zarobek* w mln USD	Zwrot z inwestycji w akcji w %**
Szefowie, którzy dali akcjonariuszom najwięcej w stosunku do własnych zarobków:			
1. B. Wayne Hughes	Public Storage	0,3	47
2. Mark Levin	Millenium	1,7	279
3. George Perlegos	Atmel	1,3	92
4. Dane Miller	Biomet	1,2	75
5. Irwin Jacobs	Qualcomm	5,8	680
Szefowie, którzy dali akcjonariuszom najmniej w stosunku do własnych zarobków:			
1. Lawrence Ellison	Oracle	795,1	92
2. John Chambers	Cisco Systems	279,3	-22
3. Peter Karmanos	J.R. Compuware	93,9	-70
4. Luis Gerstner	IBM	303,2	33
5. Dennis Kozlowski	Tyco Intl.	331,9	57

* pensja, premia i wynagrodzenie długoterminowe w latach podatkowych 1999, 2000 i 2001,

** kurs akcji z 31 grudnia 2001 r. zwiększony dywidendy reinwestowane w okresie trzylecia, podzielony przez kurs akcji z 31 grudnia 1998 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Standard & Poor's, EXECUCOMP, Bloomberg Financial Markets za lata 1998-2002.

Opcja menedżerska, co podkreślono w teorii agencji, jest skutecznym bodźcem dla menedżerów. Jest to bodziec wysoce selektywny, co oznacza, że można go stosować w odniesieniu do niewielkiej liczby menedżerów mających decydujący wpływ na wyniki finansowe firmy. Jest to również zachęta, która wiąże czołowych kierowników z firmą w sposób długofalowy, motywując ich do poprawy wyników osiąganych przez przedsiębiorstwo. Opcja jest też lepszym bodźcem dla menedżerów niż np. nieodpłatne akcje z ograniczoną sprzedażą. Badacze relacji agencji zwracają uwagę na to, że opcja czy inna zachęta dla menedżerów nie zapewni zbieżności interesu kadry kierowniczej z interesem akcjonariuszy, jeżeli nie będą spełnione pewne warunki. Podstawowym z nich jest to, po pierwsze, aby opcja była elementem pewnej całości, tj. przemyślanego i zwartego programu motywa-

cyjnego. Po drugie, aby taki program motywacyjny był konsekwentnie realizowany. Po trzecie zaś, aby istniał monitoring i kontrola realizacji przyjętego programu motywacyjnego. W swoich rozważaniach badacze problemów agencji najczęściej uwagi poświęcają kwestii konstrukcji programów motywacyjnych, a zwłaszcza miernikom wyznaczającym poziom wynagrodzenia kierownictwa firmy. Wynagrodzenie kierownictwa może być ustalone zależnie od wyników działania firmy albo mierników opierających się na wielkościach rynkowych czy bilansowych. M. Jarzemowska¹⁹ prezentuje rezultaty różnorodnych badań autorów analizujących teorię agencji, z których wynika, że:

- stałe wynagrodzenie kierownictwa ustalone na początku kontraktu nie przyczynia się do złagodzenia konfliktów występujących między akcjonariuszami a menedżerami, pozwala ono jednak na ograniczenie wpływu ryzyka na zachowanie kierownictwa przez zagwarantowanie minimalnego poziomu dochodu, niezależnego od sytuacji finansowej firmy;
- wynagrodzenie oparte na wielkościach rynkowych umożliwia kontrolowanie nadmiernej konsumpcji i horyzontu czasowego inwestycji, które mają wpływ na cenę akcji, stosowanie prawa głosu wiążącego się z posiadaniem akcji, sprzyja motywacji do ponoszenia ryzyka w zarządzaniu, gdyż wartość akcji jest dodatnio powiązana z ryzykiem firmy i wykorzystywaną przez nią dźwignią finansową;
- kierownictwo firmy wykazuje tendencje do zmniejszania swojej odpowiedzialności w miarę obniżania udziału w kapitałach własnych firmy, staje się ono bardziej ostrożne i nie podejmuje ryzykownych inwestycji, korzystnych dla akcjonariuszy, gdyż mogą one zagrozić jego interesom.

Obecnie opcja w amerykańskich spółkach giełdowych jest najważniejszym elementem wynagrodzenia menedżerów, stanowiącym ok. 4/5 całości ich wynagrodzenia. Opcja skierowana na akcje, mimo swoich zalet, ma też istotne wady. Jedną z nich jest to, że nie zawsze zwiększenie stanu posiadania opcji na akcje, a następnie udziałów w spółce dyscyplinuje menedżerów do wzrostu odpowiedzialności za losy firmy i jej akcjonariuszy. Zdarzają się przypadki (i to wcale nieodrodnione), że szefowie amerykańskich spółek, którzy uzyskali opcje na akcje na korzystniejszych zasadach, wykorzystują je do zapewnienia sobie zysku kosztem akcjonariuszy. Szefowie wielkich korporacji amerykańskich chętnie przystają na zmniejszenie wynagrodzenia gotówkowego na rzecz wzrostu stanu posiadania opcji na akcje spółki, w której są agentami. Wystarczy powołać się tu na przykłady takich spółek giełdowych, jak: Cisco System Inc., Enron czy Oracle. W wypadku tej ostatniej spółki jej szef, Lawrence Ellison, w czerwcu 1999 r. zgodził się nie pobierać pensji i premii przez kolejne cztery lata w zamian za 10 mln opcji. Uzyskane na dogodnych warunkach opcje wykorzystał następnie do zwiększenia

¹⁹ Por. M. Jarzemowska, *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, PWN, Warszawa 1999, s. 78.

swojego udziału w kapitale spółki. Gdy od początkowych miesięcy 2001 r. wartość akcji Oracle zaczęła spadać, Ellison, zamiast zachować spokój i demonstrować zaufanie co do przyszłości spółki, zaczął systematycznie wyzybywać się akcji spółki. W ciągu jednego styczniowego tygodnia sprzedał ponad 52 mln akcji. Ellison wykorzystał asymetrię informacyjną na styku szef korporacji i akcjonariusze do osiągnięcia własnych celów kosztem akcjonariuszy. Wyprowadzane przez Ellisona papiery wartościowe dosłownie „zalały” rynek, doprowadzając w konsekwencji do drastycznego (ponad 33%) spadku kursu akcji spółki²⁰.

Opcja jako instrument zmniejszenia kosztów agencji jest stosowana od niedawna również w polskich spółkach giełdowych. Programy motywacyjne oparte głównie na opcjach menedżerskich i obligacjach zamiennych stosuje mniej niż połowa największych spółek giełdowych²¹. W tej grupie są m.in.: PKN Orlen, Agros, Pekao, KGHM, Agora, Prokom, ComputerLand i Żywiec. Akcjonariusze tych spółek, wprowadzając formy zachęty dla menedżerów, chcą zapobiegać sytuacji, w której członkowie zarządu mają wysokie wynagrodzenia, podczas gdy firma notuje coraz słabsze wyniki finansowe. Wysokość i zmiany wynagrodzenia członków zarządu polskich spółek giełdowych przedstawiono w tab. 3.

Tabela 3. Wynagrodzenie zarządu największych polskich spółek giełdowych w latach 1999-2001 w mln zł

Spółka	Rok 1999	Rok 2000	Rok 2001
Telekomunikacja Polska	5,3	7,3	9,5
Pekao	9,2	7,0	6,3
PKN Orlen	3,3	6,8	6,9
BZ WBK	2,6	5,9	12,0
KGHM	12,3	11,3	12,1
Żywiec	3,4	4,0	4,5

Źródło: Sz. Karpiński, T. Świderek, *Opcje menedżerskie nie zawsze motywują. Spółki giełdowe. Jak wynagradzać zarządy i rady nadzorcze*, „Rzeczpospolita” 2002, nr 146, s. B7.

Jak wynika z danych zawartych w tab. 3, wynagrodzenie menedżerów polskich spółek giełdowych na ogół wzrosło w omawianym okresie. Za tą zmianą wynagrodzenia menedżerów nie zawsze następowały pozytywne zmiany w sytuacji finansowej firmy i w konsekwencji w rentowności inwestycji dla akcjonariuszy (tab. 4).

²⁰ Trzeba pamiętać, że w wyniku działań Ellisona akcjonariusze spółki Oracle zanotowali spadek rentowności w akcje nie tylko wskutek zmniejszenia się kursu akcji, ale także rozwodnienia kapitału akcyjnego. Każda przyznana opcja menedżerska oznacza spadek wartości akcji należących do pozostałych akcjonariuszy.

²¹ Zob. Sz. Karpiński, T. Świderek, wyd. cyt.

Tabela 4. Wskaźniki rentowności głównych spółek giełdowych w %

Spółka	ROE 1999 r.	ROE 2000 r.	ROE 2001 r.	ROA 1999 r.	ROA 2000 r.	ROA 2001 r.
Telekomunikacja Polska	9,1	14,7	10,2	4,3	6,0	6,3
Pekao	12,4	17,6	20,5	0,2	1,1	1,8
PKN Orlen	14,3	10,6	4,9	8,3	5,6	2,7
BZ WBK	b.d.	13,4	9,3	b.d.	0,8	0,6
KGHM	2,8	-0,6	-4,9	2,3	-0,4	-2,9
Żywiec	10,0	5,5	5,1	8,7	4,7	4,2

Źródło: *Raport o spółkach 2000*, „Rzeczpospolita” 2000, nr 113, s. B1; *Wyniki spółek giełdowych 2002*, „Rzeczpospolita” 2002, nr 41, s. B4.

W polskich spółkach giełdowych wzorem ich odpowiedników amerykańskich czynione są pierwsze próby wypracowania kształtu opcji menedżerskich, które zabezpieczałyby interesy akcjonariuszy. Pionierami w tym względzie są dwie spółki: ComputerLand i Pekao. W pierwszej z nich zdecydowano, że w ciągu pierwszych pięciu lat obowiązywania programu motywacyjnego cena wykonania opcji będzie równa średniej cenie rynkowej akcji w dowolnie wybranych trzech kolejnych miesiącach kalendarzowych w okresie od czerwca do listopada włącznie, bezpośrednio poprzedzających przyznanie akcji w ramach programu. Po upływie pięciu lat cena opcji będzie wzrastała o 8,5% rocznie w stosunku do ceny wykonania na koniec roku poprzedniego. Jeszcze ostrzejsze warunki przyjęto w programie opcji menedżerskiej w Pekao. Na podstawie średniego kursu akcji banku w marcu i kwietniu 2002 r. ustalono cenę wykonania opcji w 2005 r. Ustalona na podobnych zasadach w 2000 r. cena wykonania opcji w 2003 r. wynosi 55 zł, ustalona zaś w 2001 r. cena wykonania opcji w 2004 r. – 66 zł²².

W dalszym ciągu w wielu polskich spółkach giełdowych wykorzystywane opcje menedżerskie i obligacje zamienne trudno uznać za motywacyjną formę wynagrodzenia, raczej jest to element wynagrodzenia korzystny ze względów podatkowych i opłat do ZUS-u. Dodatkowo skonstruowane w tych spółkach programy opcyjne czynią wyraźnie beneficjentami zarządy spółek. Na przykład w Elektrimie i PKN Orlen cenę wykonania opcji powiązano z bieżącą ceną rynkową akcji w dniu przyznania opcji. Ponieważ termin przyznania opcji w obydwu spółkach przypadał na sesję giełdową, w ramach której kursy tych spółek były niskie, menedżerowie uzyskali szanse zwiększenia swojego udziału w kapitale spółki po niskiej cenie kosztem pozostałych akcjonariuszy.

²² Por. Sz. Karpiński, T. Świderek, wyd. cyt. s. B7, oraz G. Brycki, *Zarobki niektórych polskich menedżerów są większe niż amerykańskiego superinwestora Warrena Buffetta. Najlepiej być banquierem*, „Rzeczpospolita” 2003, nr 139, s. B3.

5. Monitoring i kontrola kontraktów menedżerskich

W programie motywacyjnym, by mógł spełniać swoje zadania, postawiono nie tylko na proinwestorski charakter, ale także na skuteczną kontrolę i monitoring. Badacze relacji agencji stosunkowo niedawno zajęli się problemem wpływu nadzoru właścicielskiego na wynagrodzenia kadry zarządzającej. W ich publikacjach trudno znaleźć dokładne wskazówki, co do sposobu nadzorowania realizacji programów motywacyjnych. W większości można spotkać jednak sugestię o potrzebie powołania specjalistycznego i kompetentnego organu w ramach wewnętrznej struktury firmy (najlepiej przy radzie nadzorczej) do opracowywania i monitorowania realizacji przyjętego programu motywacyjnego. W ślad za tą sugestią w wielu spółkach giełdowych (głównie amerykańskich i brytyjskich²³) rozpoczęły funkcjonowanie komisje ds. wynagradzania kadry menedżerskiej. Dotychczasowe badania²⁴ nie wykazały jednoznacznie, że komisje te wpływają korzystnie na wynagrodzenia menedżerów. Tym samym nie potwierdzono ich większej orientacji bodźcowej niż w sytuacji, kiedy komisji takich nie było.

Badania własne prowadzone w odniesieniu do 20 korporacji amerykańskich²⁵ pozwoliły odnotować sporo nieprawidłowości w pracy komisji ds. wynagrodzeń menedżerów, a mianowicie:

1. Związek między zarobkiem a efektami pracy szefa (w postaci wyników finansowych i kursu akcji spółki), który przedstawiany jest jako wielka zaleta opcji, często bywa podważany decyzjami komisji, gdyż w wypadku spadku kursu akcji potrafią one przyznać szefowi dodatkowe opcje albo też zamienić wcześniejsze, już mało warte czy nic nie warte na nowe, o większym potencjale korzyści (m.in. Amazon.com, Lucent Technologies, General Motors Corp., Boeing, General Electric).

2. Przystawanie na zasady i warunki przyznawania opcji wyznaczone przez szefa korporacji (m.in. Apple Computer, Countrywide Credit, Electronic Data Systems).

3. Obniżanie wymagań odnośnie do wyników finansowych, których spełnienie było warunkiem wypłacenia wysokich wynagrodzeń. Na przykład szef General Motors, który miał prawo do specjalnej premii za wyniki finansowe pod warunkiem, że w 2002 r. korporacja osiągnie 5% marżę zysku netto, mimo że osiągnęła niższy rezultat finansowy (2% marżę zysku netto), otrzymał 1,3 mln opcji na akcje. Podobnie szef Coca-Cola Corp. uzyskał 1 mln opcji na akcje, mimo że za-

²³ Jedynie w wypadku trzech polskich spółek do tej pory powołano komisje ds. opracowania i premiowania władz firmy.

²⁴ Por. M. Conyon, *Corporate Governance Changes in UK Companies between 1988 and 1993*, „Corporate Governance” 1994, no 2, s. 45-78.

²⁵ Próba amerykańskich spółek objętych badaniem jest dość przypadkowa i zdeterminowana dostępem do danych źródłowych. W badaniach wykorzystalam informacje zaczerpnięte z firmy doradczo-ratingowej Standard & Poor, redakcji „Business Weeka”, oraz firmy konsultingowej TIAA-CREFF, zarządcy największego w świecie funduszu emerytalnego.

miast 20% przyrostu rocznego zysku spółki w okresie pięciu lat, w najlepszym roku firma mogła wykazać się 16% wzrostem. Przy spadku kursu akcji Coca-Cola Corp. w 2001 r. o blisko 23% jej szef zarobił 55 mln USD, w tym 5,1 mln USD wynagrodzenia gotówkowego i 499 mln USD z realizacji opcji.

4. Przyznawanie wysokich wynagrodzeń, mimo że kierownictwo spółki nie osiągnęło wyznaczonych celów. Spektakularnym przykładem jest spółka Tyson Foods Inc. Jej szef, pomimo nieosiągnięcia zamierzonych wyników finansowych, nie ograniczył konkurencji na rynku (stało się wręcz odwrotnie), otrzymywał przez cztery kolejne lata wysokie wynagrodzenie, np. w 2001 r. otrzymał 2,2 mln USD i 200 tys. nowych opcji.

Niewłaściwa konstrukcja wielu programów motywacyjnych i niedostateczny nadzór nad ich realizacją ze strony komisji ds. wynagrodzeń rad nadzorczych spółek giełdowych ograniczają zbliżenie interesów kierownictwa z interesami akcjonariuszy. Nadużywanie przez menedżerów przywileju wynagradzania opcjami na akcje prowadzi do osiągania przez nich wielkich dochodów, nierzadko znacznie przewyższających korzyści odnoszone przez pozostałych akcjonariuszy. Ogromne pule opcji na akcje uzyskane przez menedżerów powodują z jednej strony rozwodnienie kapitału akcyjnego, co oznacza spadek korzyści z akcji, z drugiej zaś stwarzają – jak napisali B. Hermalin i M. Weisbach – niebezpieczeństwo niezależnienia się kierownictwa (mającego coraz większe udziały w firmie) od inwestorów (pozostałych), a więc i możliwości wyciągania w stosunku do nich sankcji dyscyplinarnych²⁶.

Badacze problemu agencji wymieniają następujące główne zależności świadczące o rozbieżności interesów właścicieli i menedżerów oraz wynikających z tego kosztów agencji (głównie A.S. Shleifer, R. Vishny, J. Ang, J. Wuh Lin, F.W. Weston, R. Zingales, J.A. Siu):

1. Znaczny spadek kursu akcji firmy wynikający z działań obronnych kadry menedżerskiej przed przejściem jako wyraz dążenia do ochrony własnych interesów przez menedżerów sprzecznych z interesami akcjonariuszy.

2. Wiele błędnych decyzji inwestycyjnych kadry zarządzającej odnośnie do „wolnej gotówki” w miejsce wypłaty dywidend dla akcjonariuszy.

3. Jeden z najbardziej drastycznych dowodów odnoszący się do śmierci członków najwyższego kierownictwa. Jak pokazują badania, powiadomieniu o nagłej śmierci najwyższych rangą menedżerów wielkich firm w katastrofach lotniczych albo wskutek ataków serca towarzyszy wzrost kursów akcji zarządzanych przez nich przedsiębiorstw. Ocenia się, że jest to sygnał rynku, iż nastąpią zmiany podejścia do właścicieli akcji po odejściu „zasiedziałego kierownictwa”.

²⁶ Por. B. Hermalin, M. Weisbach, *The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance*, „Financial Management”, winter 1999, s. 57-64, oraz S. Rudolf, *Plaszczyzny nadzoru właścicielskiego na efektywność spółek*, [w:] *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2000, s. 90-104.

4. Wysokie ceny zarówno pakietów kontrolnych, jak i akcji z preferencyjnym prawem głosu przy standardowym prawie do dywidendy jako wyraz dążenia do posiadania wpływu na działanie menedżerów.

O realizacji nadzoru właścicielskiego w dużym stopniu decyduje struktura akcjonariuszy w danej spółce. Przy znacznym rozproszeniu akcji brakuje indywidualnym akcjonariuszom motywacji (efekt „jazdy na gapię”) do sprawowania kontroli nad firmą. W sytuacji, gdy nie są zadowoleni z poczynąń kadry menedżerskiej, przystępują powszechnie do sprzedaży akcji spółki (kreują typ zachowań „wyjście”). Podjęcie decyzji o wprowadzeniu (aktywnego typ zachowań „głos”) kontroli i nadzoru działań kierownictwa spółki odnosi się głównie do skoncentrowanej formuły akcjonariatu. Z badań prowadzonych przez G.P. Stapledona²⁷ wynika, że liczba akcjonariuszy nie powinna przekraczać 2-6, przy czym za idealną liczbę uważa się 3-4 właścicieli. W tych warunkach łatwiej jest koordynować wspólne działania oraz określać wzajemne reguły współpracy mające na względzie efektywny nadzór korporacyjny. Tworzone również w ramach grup akcjonariuszy koalicje mogą w większym stopniu zwiększyć dyscyplinę pracy menedżerów na rzecz dobra spółki i jej akcjonariuszy.

Drugim czynnikiem warunkującym pozytywne efekty w sferze nadzoru korporacyjnego jest rodzaj akcjonariusza, a zwłaszcza jego predyspozycje do pełnienia roli „nadzorcy” poczynąń menedżerów. Jednym z podstawowych kryteriów predyspozycji powinien być niewątpliwie poziom wiedzy inwestora o specyfice sektora oraz spółki. Posiadanie przez właścicieli spółki dużej wiedzy i woli do aktywnego monitoringu może istotnie zmniejszyć asymetrię informacyjną między nimi a menedżerami, a w konsekwencji przyczynić się do zmniejszenia rozbieżności w interesach między nimi a agentami (menedżerami).

Struktura akcjonariuszy rzutuje bezpośrednio na jakość pracy funkcjonujących w przedsiębiorstwie instytucji nadzoru. Do tej pory nie udało się jednoznacznie potwierdzić, że system jednopoziomowy (np. anglosaski, oparty na radzie dyrektorów) bardziej sprzyja realizacji interesów akcjonariuszy niż system dwupoziomowy (np. niemiecki, oparty na radzie nadzorczej)²⁸. Na opracowaną przez H. Koontza listę przyczyn, które mogą sprawić, że rady nadzorcze będą funkcjonowały bardziej sprawnie, niewątpliwie składają się:

1. Właściwe rozumienie swej roli przez członków rady nadzorczej (radę dyrektorów); uświadomienie sobie, że stanowią najwyższy szczebel zarządzania w przedsiębiorstwie, z kolei kadra kierownicza powinna dostrzec potencjalne wartości, jakie rada nadzorcza może wnieść do rozwiązywania problemów firmy.

²⁷ Por. G.P. Stapledon, *Institutional Shareholders and Corporate Governance*, Oxford 1996, s. 31.

²⁸ Zob. J. Charkham, A. Simpson, *Fair Shares. The Future of Shareholder Power and Responsibility*, Oxford University Press Oxford 1999; M. Weisbach, *Outside Directors and CEO Turnover*, „Journal of Financial Economics” 1988, no 23, s. 78-102.

2. Członkowie rady pochodzący z wewnątrz przedsiębiorstwa zawsze powinni być zainteresowani tym, by był to organ działający skutecznie.

3. Na pracę rady nie powinien wywierać wpływu szef firmy oraz kierownictwo naczelne; kompetencje i zaangażowanie członków rady powinny stanowić skuteczną alternatywę dla kierownictwa przedsiębiorstwa.

4. Zaangażowanie zawodowe w innych organizacjach nie powinno przeszkadzać członkom rady nadzorczej w przygotowaniu się do posiedzeń i tym samym wpływać na niską efektywność pracy tego organu.

5. Dobre przygotowanie posiedzeń rady, kompletność informacji, właściwie przygotowane projekty decyzji, wcześniejsze uzgodnienia i konsultacje między członkami rady to bardzo częste powody dużej skuteczności funkcjonowania układu rada nadzorcza–kierownictwo firmy.

Ważne jest, aby rady nadzorcze spółek giełdowych stosowały się do wcześniej podanych zasad. Można bowiem w ten sposób wyraźnie przeciwdziałać konfliktom między akcjonariuszami i menedżerami. Coraz częściej akcjonariusze spółek giełdowych w celu zachęcenia członków rad nadzorczych do postępowania wedle tych zasad oraz brania większej odpowiedzialności zarówno za dobro spółki, jak i ich własne wprowadzają do motywacyjnych programów wynagradzania rad nadzorczych wiele zachęt, w tym głównie przyznawanie akcji firmy albo opcji na akcje.

Literatura

- Aluchna M., Słomka A., *Problemy agencji w warunkach polskich*, [w:] *Socjologia gospodarcza: rynek, instytucje, zarządzanie*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2000, s. 45-61.
- Ang J.S., Wuh Lin J., *Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Finance” 2000, vol. 55, no 1, s. 81-106.
- Brycki G., *Zarobki niektórych polskich menedżerów są większe niż amerykańskiego super inwestora Warrena Buffetta. Najlepiej być bankierem*, „Rzeczpospolita” 2003, nr 139, s. B3.
- Charkham J., Simpson A., *Fair Shares. The Future of Shareholder Power and Responsibility*, Oxford University Press, Oxford 1999.
- Coase R.H., *The Nature of the Firm*, „Economica” 1937, vol. 4, s. 386-405.
- Fama E., *Agency Problems and the Theory of the Firm*, „Journal of Political Economy” 1980, vol. 88, s. 288-307.
- Hart O., *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford University Press, London 1995.
- Haus B., *Motywowanie zarządów spółek przez rady nadzorcze*, [w:] *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2000, s. 115-121.
- Hermalin B., Weisbach M., *The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance*, „Financial Management”, winter, 1999.
- Jarzemowska M., *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, PWN, Warszawa 1999.
- Jensen M.C., *Self-Interest, Altruism, Incentives and Agency Theory*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1994, vol. 7.
- Jensen M.C., Fama E., *Separation of Ownership and Control*, „Journal of Law and Economics” 1983, vol. 26, s. 310-326.
- Jensen M.C., Meckling W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Capital Structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, vol. 3.

- Jensen M.C., Murphy K., *Performance Pay and Top – Management Incentives*, „Journal of Political Economy” 1990, no 98.
- Karpiński Sz., Świderek T., *Opcje menedżerskie nie zawsze motywują. Spółki giełdowe. Jak wynagradzać zarządy i rady nadzorcze*, „Rzeczpospolita” 2002, nr 146, s. B7.
- Koładkiewicz J., *Nadzór korporacyjny. Perspektywa międzynarodowa*, Poltext, Warszawa 1999.
- Masulis R.W., *The Debt/Equity Choice*, Ballinger Publishing Company, Cambridge 1988.
- Mitchell R.K., Agle B.R., Wood D.J., *Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience; Defining the Principle of Who and What Really Counts*, „Academy of Management Review”, 1999, vol. 22, no 22, s. 853-886.
- Nowak E., *On Investment Performance and Corporate Governance*, Difo-Druck GmbH, Bamberg 1997.
- Raport o spółkach 2000*, „Rzeczpospolita” 2000, nr 113, s. B1.
- Raport specjalny (lata 2001-2002)*, „Business Week”, maj, 2002.
- Ross S.A., *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*, „American Economic Review” 1973, vol. 63, s. 134-139.
- Rudolf S., *Plaszczyzny nadzoru właścicielskiego na efektywność spółek*, [w:] *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2000, s. 90-104.
- Shleifer A.S., Vishny R., *A Survey of Corporate Governance*, „Journal of Finance” 1997, vol. 52, s. 737-783.
- Smith A., *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, t. I, PWN, Warszawa 1954.
- Stapledon G.P., *Institutional Shareholders and Corporate Governance*, Oxford 1996.
- Szapiel J., *Struktura własności a efektywność nadzoru korporacyjnego*, [w:] *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2000, s. 105-118.
- Wawrzyniak B., Bińczak B., *Skuteczne rady nadzorcze*, Poltext, Warszawa 1991.
- Weisbach M., *Outside Directors and CEO Turnover*, „Journal of Financial Economics” 1989, no 23, s. 75-112.
- Williamson O.E., *Ekonomiczne instytucje kapitalizmu*, PWN, 1998.
- Weston F.W., Siu J.A., Johnson B.A., *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*, Upper Saddle River, Prentice Hall, New York 2001.
- Wyniki spółek giełdowych 2002*, „Rzeczpospolita” 2002, nr 41, s. B4.

PRINCIPAL-AGENT RELATIONS BETWEEN SHAREHOLDERS AND MANAGERS IN STOCK MARKET COMPANIES

Summary

According to the agency theory the incentive and appropriate supervision of them contribute to the limitation of interests' conflicts between shareholders and managers of a company. The purpose of this paper is to answer to what extent the main theses of the agency theory can be positively verified in stock market companies.