

ELŻBIETA JANTOŃ-DROZDOWSKA, MICHAŁ ZEMBSKI

## KOSZTY AGENCJI A EFEKTYWNOŚĆ WEWNĄTRZKORPORACYJNYCH RYNKÓW KAPITAŁOWYCH

### I. WPROWADZENIE

Ostatnie dwie dekady XX w. charakteryzowały się dynamicznym rozwojem technik informatycznych i telekomunikacyjnych, które w bardzo krótkim czasie znalazły szerokie zastosowanie w świecie biznesu. Szybkość przetwarzania i przepływu informacji oraz komfort, jaki daje korzystanie przez firmy z najnowszych osiągnięć techniki, skłania do poszukiwania odpowiedzi na pytanie o wpływ postępu technologicznego w tej dziedzinie na ograniczenie asymetrii informacji jako czynnika kreującego ryzyko nieefektywnego wykorzystania zasobów finansowych korporacji transnarodowych (KTN). Korporacja transnarodowa jest tutaj rozumiana jako przedsiębiorstwo kontrolujące aktywa w dwóch lub więcej krajach. Poza rozproszeniem w skali międzynarodowej zasobów, operacji oraz realizujących je jednostek, KTN charakteryzuje się następującymi cechami<sup>1</sup>:

- składa się z firmy macierzystej i połączonych operacyjnie, technologicznie i kapitałowo filii i oddziałów, działających w różnych krajach,
- tworzy sieć powiązań gospodarczych w skali międzynarodowej, która kształtuje się w zależności od przyjętej strategii i struktury organizacyjnej,
- poszczególne podmioty gospodarujące (jednostki organizacyjne KTN) podlegają w mniejszym lub większym stopniu centralnej kontroli i zarządzaniu.

W niniejszym opracowaniu podjęto próbę identyfikacji ryzyka związanego z obniżeniem efektywności funkcjonowania wewnątrz korporacyjnych (wewnętrznych) rynków kapitałowych (WRK) w wyniku realizacji celów nie będących w zgodności z celami właścicieli kapitału. Jako płaszczyznę analityczną obrano teorię kosztów agencji, która przyjmuje za podstawową jednostkę analizy agenta, rozumianego jako podmiot zarządzający aktywami w szeroko rozumianym interesie właściciela kapitału.

Teza: Koszty agencji, będące następstwem specyficznych, wielostopniowych stosunków agencji w KTN, są czynnikiem obniżającym efektywność wewnętrznych rynków kapitałowych.

---

<sup>1</sup> Por. E. Jantoni-Drozdowska, *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, wyd. 2, poprawione i uaktualnione, Ars boni et aequi, Poznań 2004, s. 88.

W świecie stałego wzrostu znaczenia umiejętności wykorzystania specjalistycznej wiedzy jako czynnika decydującego o osiągnięciu przewagi konkurencyjnej, kluczowe dla zrozumienia złożonych w swej naturze zjawisk jest poznanie ograniczeń wynikających z natury ludzkiej. Jednymi z najistotniejszych są zachowania oportunistyczne, które często prowadzą do działań niezgodnych z interesem właścicieli kapitału. Zachowania te, niezidentyfikowane przez systemy kontroli wewnętrznej firm, prowadzą do obniżenia efektywności wykorzystania środków finansowych korporacji poprzez ich kierowanie do inwestycji, które nie gwarantują najwyższej stopy zwrotu. Możliwie jest to między innymi dzięki istnieniu asymetrii informacji oraz posiadaniu specjalistycznej umiejętności jej kreowania przez niektórych agentów.

## II. RYNEK A INSTYTUCJA WEWNĘTRZENGÓ RYNKU KAPITAŁOWEGO

Współcześnie, w związku z rozwojem wielu dyskretnych form zależności pomiędzy podmiotami, coraz trudniejsze jest obiektywne stwierdzenie braku wpływów lub autonomii w podejmowaniu decyzji. Problem ten jest szczególnie istotny w krajach rozwijających się, gdzie instytucje kapitalizmu nie funkcjonują w sposób w pełni efektywny. Demokratyzacja życia społecznego i politycznego, pociągająca za sobą zmiany systemu ekonomicznego, jest procesem długookresowym. Społeczne oczekiwania są natomiast ukierunkowane na wystąpienie szybkich efektów, niosących widoczne korzyści dla każdego z członków społeczeństwa. Szerokie spektrum koniecznych zmian, a także względnie powolny proces dostosowywania się mentalności ludzi, stwarza wiele możliwości osiągania zysków dzięki realizacji partykularnych interesów określonych grup społecznych, a nie oddziaływania sił rynkowych. Świadomość tego stanu jest czynnikiem, który determinuje decyzje zarządów KTN ukierunkowane na projektowanie wewnętrznych struktur organizacji, zapewniających minimalizację kosztów transakcyjnych oraz ryzyka związanego między innymi z funkcjonowaniem rynków wewnętrznych.

W myśl klasycznej teorii kosztów transakcyjnych, efektywność funkcjonowania rynku jest przeciwstawiana efektywności hierarchii organizacyjnej. Czy można zatem stwierdzić, iż w ramach hierarchii organizacyjnej istnieją rynki? Odpowiedź na to pytanie jest możliwa, jeśli ma się na uwadze fakt, że istotą rynku jest obecność wielu niezależnych (autonomicznych) podmiotów, dokonujących transakcji kupna-sprzedaży. Działanie w ramach jednej organizacji gospodarczej, jaką jest KTN dostawców i odbiorców, w połączeniu z administracyjną kontrolą przeprowadzanych transakcji jest charakterystyczne dla struktury zarządzania, jaką jest hierarchia<sup>2</sup>. Tak więc nawet w ramach zamkniętych struktur można mówić o istnieniu rynku, jeśli podmioty tych struktur mogą w określonych obszarach niezależnie konkurować.

Pierwotnie pojęcie rynku odnosiło się tylko do określenia go jako centralnego miejsca, lokalizacji geograficznej. Postęp dokonany w szeroko rozumianej

<sup>2</sup> O. E. Williamson, *The Mechanism of Governance*, Oxford University Press, New York 1996, s. 378.

komunikacji spowodował możliwość tworzenia rynków zorganizowanych, które charakteryzują się regułami funkcjonowania określającymi<sup>3</sup>:

- komu wolno dokonywać transakcji,
- jakie dobra są przedmiotem transakcji,
- jakie typy transakcji mogą być zawierane,
- w jaki sposób transakcje są realizowane,
- w jaki sposób transakcje są integrowane.

M. Rekowski wyraża pogląd, że rynek jest miejscem zorganizowanym zazwyczaj w sensie instytucjonalnym<sup>4</sup>. Przy czym w naukach socjologicznych instytucja to zorganizowana, ustanowiona procedura. Ich zbiór konstytuuje swoistego rodzaju „reguły gry” mikro- bądź makropołeczności. R. J. Jepperson postrzega instytucję jako porządek socjalny lub wzór działania, który zdobył określony status i aktywuje proces samoreprodukcji<sup>5</sup>. W sytuacji kiedy odstępstwa od tego wzoru spotykają się z nagrodami bądź karami, można mówić o jego zinstytucjonalizowaniu.

Z punktu widzenia problematyki niniejszego opracowania warto wskazać na definicję, jaką posługuje się C. R. McConnell. Wskazuje on, że rynek można określić nie tylko jako instytucję, ale także jako mechanizm pozwalający na połączenie sprzedających i kupujących poszczególne towary lub usługi<sup>6</sup>. W szerszym rozumieniu za sprzedających należy uważać tych, którzy oferują określone dobra, natomiast kupujących za tych, którzy zgłaszają na nie zapotrzebowanie. D. Begg, S. Fisher oraz R. Dornbush również wskazują na wyżej wymienione cechy, dodając jednak, iż rynek można postrzegać także jako proces<sup>7</sup>.

Można więc stwierdzić, że rynek funkcjonuje jako środowisko, w którym istnieją określone reguły polityczne, socjalne i prawne, w ramach których prowadzi się daną działalność gospodarczą (*institutional environment*). Tworzą one „kontekst”, lub inaczej otoczenie, działalności firmy.

Taki sposób postrzegania zagadnienia pozwala na wyciągnięcie wniosku, iż istnienie jakiegokolwiek rynku nie jest zdeterminowane przez odległości geograficzne dzielące strony transakcji, gdyż w wielu przypadkach nie ma to już dziś żadnego znaczenia z punktu widzenia efektywności przeprowadzenia transakcji. Ma to szczególnie doniosłe znaczenie w aspekcie działalności firm transnarodowych, charakteryzujących się dużą dyspersją geograficzną jednostek zależnych. Można więc sformułować ogólny wniosek, że rynek kształtują ludzie poprzez swoje zachowania ukierunkowane na zaspokajanie potrzeb i osiągnięcie korzyści. Efektywność funkcjonowania rynku jest więc zdeterminowana poprzez indywidualne umiejętności uczestników rynku, przydatne w poszukiwaniu optymalnych rozwiązań zaspokajających ich potrzeby. Z punktu widzenia działalności firm, istotne jest więc zrozumienie, jakie są rzeczywiste potrzeby uczestników rynku. Występowanie ryzyka zachowań oportunistycznych wśród kadry zarządzającej w świecie globalnej gospodarki powoduje, że

<sup>3</sup> B. Barber, R. Leftwich, *Assesing the Costs of Security Trading*, w: *Mastering Finance*, Prentice-Hall Int., London 1998, s. 202.

<sup>4</sup> M. Rekowski, *Wprowadzenie do mikroekonomii*, Polsoft-Akademia Poznań, Poznań 1993, s. 36.

<sup>5</sup> R. J. Jepperson, *Institutions, Institutional Effects and Institutionalism*, w: *The New Institutionalism in Organizational Analysis*, red. W. W. Powell, P. J. DiMaggio, The University of Chicago Press, Chicago 1991, s. 145.

<sup>6</sup> C. R. McConnell, *Economics: Principles, Problems and Policies*, McGraw-Hill, New York 1987, s. 49.

<sup>7</sup> D. Begg, S. Fisher, R. Dornbush, *Economics*, McGraw-Hill Company (UK) Ltd., London 1991, s. 8.

rynek nie zawsze działa zgodnie z celami, jakie stawiają sobie właściciele kapitału, czyli powiększanie swego majątku i wartości firmy. Oportunizm, będący przejawem niedoskonałości agenta, ma zasadnicze znaczenie w procesie oceny efektywności funkcjonowania rynków kapitałowych, w tym także tych istniejących wewnątrz KTN.

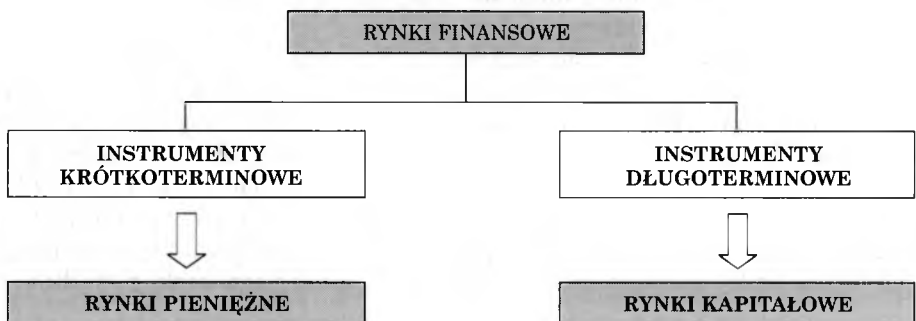
Postęp technologiczny powoduje, że coraz trudniej jest wskazać fizyczne (geograficzne) miejsce występowania niektórych rynków. Niejednokrotnie stwierdzenie istnienia rynku opiera się na zidentyfikowaniu zawartych transakcji i ich charakteru, gdyż jego fizyczne umiejscowienie jest prawie niemożliwe<sup>8</sup>. Argument ten przemawia za określaniem rynku jako mechanizmu, środowiska, systemu lub podsystemu. W wielu przypadkach zarówno intensywne wykorzystanie nowoczesnych technologii przekazu danych, jak i istnienie mniej lub bardziej dyskretnych sieci powiązań interpersonalnych, skłania do posługiwania się pojęciem czasoprzestrzeni, w której przeprowadza się transakcje. Charakter transakcji determinuje więc rodzaj rynku i jest czynnikiem pozwalającym określić jego granice (w tym geograficzne, które nie zawsze występują).

### III. WSPÓLCZESNE ROZUMIENIE ISTOTY RYNKÓW KAPITAŁOWYCH

Na gruncie finansów największą doniosłość ma istnienie i zasady funkcjonowania rynków finansowych umożliwiających dokonywanie transakcji, których przedmiotem są instrumenty finansowe. Jak wskazuje W. Dębski, najbardziej spopularyzowanym w literaturze przedmiotu podziałem rynku finansowego jest wyodrębnienie dwóch jego segmentów operacyjnych: rynku pieniężnego i kapitałowego. W tym wypadku kryterium podziału stanowi okres dysponowania środkami oraz cel przeznaczenia uzyskanych środków<sup>9</sup>. Oznacza to, że istotną cechą je różnicującą jest stopień ich płynności.

#### Rysunek 1

Podział rynku finansowego ze względu na okres dysponowania środkami



Źródło: opracowanie własne.

<sup>8</sup> Jest to możliwa przyczyna nieużywania w odniesieniu do definiowania rynku przez O. E. Williamsona pojęcia „miejsce”, ale „arena”, co sugeruje bardziej nieokreślony charakter jego geograficznej lokalizacji.

<sup>9</sup> W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 18.

Należy dodać, że obok wskazanego powyżej istnieje szereg innych kryteriów pozwalających na klasyfikację rynków. Do najczęściej wymienianych można zaliczyć czynnik lokalizacji (rynek lokalny, regionalny, globalny, rynek krajowy i zagraniczny) oraz formy zorganizowania (rynek giełdowy i pozagiełdowy). F. J. Fabozzi oraz F. Modigliani wskazują, że kryterium formy organizacyjnej pozwala zidentyfikować rynki posiadające formę scentralizowanej instytucji pośrednictwa (*centralized trading facility*). Przykładem mogą być rynki zorganizowane w formie aukcji, gdzie występuje osoba dealera, który zbiera oferty wyrażające chęć pozyskania aktywów finansowych za cenę najkorzystniejszą dla sprzedającego. Autorzy ci wskazują, iż w rzeczywistości na takich rynkach dochodzi do otwartej konkurencji (swoistego rodzaju licytacji) o aktywa finansowe<sup>10</sup>.

Aukcja jako forma organizacji rynku jest też typowa dla wewnętrznych rynków kapitałowych KTN, które charakteryzuje nieraz znaczna ilość podmiotów licytujących. Czynnikiem ten jest istotny, gdyż efektywność aukcji zależy od liczby tych podmiotów. J. K. Goeree oraz T. Offerman uważają, iż wzrost konkurencyjności ma istotny wpływ na efektywność aukcji. Konkurencyjność wzrasta w tym wypadku z każdym dodatkowym podmiotem biorącym czynny udział w aukcji<sup>11</sup>.

Jak wcześniej powiedziano, rynek kapitałowy to ogół transakcji kupna-sprzedaży, których przedmiotem są instrumenty finansowe o okresie wykupu dłuższym niż rok<sup>12</sup>. F. J. Fabozzi oraz F. Modigliani wskazują, iż można wyróżnić pięć najważniejszych funkcji rynków kapitałowych<sup>13</sup>:

1) umożliwiają transfer środków finansowych od podmiotów (agentów) posiadających nadwyżki do tych, którzy zgłaszają zapotrzebowanie na zakup aktywów trwałych,

2) dają możliwość alokacji ryzyka towarzyszącego nabywaniu aktywów trwałych pomiędzy dawcą i biorcą kapitału,

3) określają ceny aktywów finansowych będących przedmiotem transakcji,

4) stanowią mechanizm umożliwiający sprzedaż aktywów finansowych o okresie wykupu dłuższym niż jeden rok,

5) umożliwiają obniżenia kosztów transakcyjnych, przede wszystkim tych związanych z poszukiwaniami i informacją.

Istotne jest zatem, aby mechanizm funkcjonowania rynku umożliwiał alokację kapitału na realizację najbardziej zyskowych inwestycji.

#### IV. INSTYTUCJA WEWNĘTRZNEGO RYNKU KAPITAŁOWEGO KTN

O. E. Williamson jest jednym z pierwszych autorów, którzy w opisie finansowania działalności KTN mających formę konglomeratów (a więc KTN o zdyswersyfikowanej działalności) posługują się terminem „wewnętrzny rynek

<sup>10</sup> F. J. Fabozzi, F. Modigliani, *Capital Markets. Institutions and Instruments*, Prentice Hall Int., New Jersey 1992, s. 13.

<sup>11</sup> J. K. Goeree, T. Offerman, *Competitive Bidding in Auctions with Private and Common Values*, „The Economic Journal”, vol. 113, 2003, July, nr 489, s. 600.

<sup>12</sup> Por. W. Dębski, op. cit., s. 87.

<sup>13</sup> F. J. Fabozzi, F. Modigliani, op. cit., s. 11-12.

kapitałowy (WRK – *internal capital market*). Wskazuje on, iż czynnikiem warunkującym jego istnienie jest wystąpienie wewnętrznej (wewnątrz korporacyjnej) konkurencji projektów inwestycyjnych<sup>14</sup>. Jej mechanizm umożliwia kierowanie środków finansowych do najbardziej zyskowych inwestycji, niekoniecznie więc są one automatycznie reinwestowane w firmie, która je wygenerowała.

Można więc wysunąć hipotezę, że jeśli środki finansowe nie są alokowane w ramach WRK w sposób zapewniający ich przepływ do najbardziej zyskowych projektów, korzyści związane z funkcjonowaniem tego rynku z czasem zanikają. Taki pogląd reprezentują też H.-H. Shin oraz R. M. Stulz, aczkolwiek wskazują oni, iż WRK zdywersyfikowanych firm stymulują finansowanie zyskowych projektów, które w wyniku istnienia asymetrii informacji i kosztów agencji nie mogłyby zostać sfinansowane poprzez zewnętrzny rynek kapitałowy<sup>15</sup>. Stwierdzenie to odnosi się do asymetrii informacji istniejącej pomiędzy agentami wewnętrznymi KTN a potencjalnymi inwestorami, realizującymi inwestycje z udziałem rynków zewnętrznych.

W literaturze tematu przeważa pogląd, że generalnie rolą rynków finansowych jest efektywny transfer środków pomiędzy biorcą a dawcą<sup>16</sup>. W wyniku ich funkcjonowania wspomniane podmioty uzyskują większe korzyści, aniżeli mogłyby osiągnąć bez pośrednictwa tychże rynków. Cecha ta odnosi się również do WRK. Istnienie tych ostatnich rynków uwarunkowane jest również względnie wyższą efektywnością operacyjną ich funkcjonowania, znajdującą wyraz w niższych kosztach transakcyjnych ponoszonych przez strony transakcji. Warto jednakże podkreślić, iż istnieje wiele KTN, których WRK, mimo długotrwałego istnienia, nie ewoluują w sposób zapewniający wysoki poziom efektywności funkcjonowania. Fenomen ten jest przedmiotem szeregu badań naukowych. Charakterystyczne jest, iż formułowane wnioski zawsze wskazują na problem agencji jako na jedno z ważniejszych bądź główne źródło występowania tego zjawiska. Innymi typowymi czynnikami mogącymi determinować taki stan rzeczy jest historia i kultura organizacji.

Uogólniając, można stwierdzić, że powstawanie WRK jest następstwem istnienia niedoskonałości lub ograniczeń wynikających z funkcjonowania rynków zewnętrznych, aczkolwiek niedoskonałości tych ostatnich mogą również znaleźć swoje odbicie w funkcjonowaniu wewnętrznych rynków kapitałowych<sup>17</sup>. Zmiany poziomów zyskowności jednej filii oraz problemy z pozyskaniem wewnętrznego kapitału mogą wpływać na zmiany kierunków wewnętrznych przepływów środków finansowych w KTN, poszczególne jednostki organizacyjne korporacji nie są bowiem w pełni finansowo niezależne. W wielu przypadkach można stwierdzić niedoskonałości integracji finansowej działalności KTN jako całości. O. Lamont uważa, iż dowodem istnienia finansowych zależności

<sup>14</sup> O. E. Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism*, The Free Press, New York 1985, s. 287.

<sup>15</sup> H.-H. Shin, R. M. Stulz, *Are Internal Markets Efficient?*, „The Quarterly Journal of Economics”, 1998, May, s. 531 oraz 533.

<sup>16</sup> T. E. Copeland, J. F. Weston, *Financial Theory and Corporate Policy*, Addison-Wesley Publishing Company, New York 1988, s. 13.

<sup>17</sup> O. Lamont, *Cash Flow and Investment: Evidence from Internal Capital Markets*, „The Journal of Finance”, vol. LII, 1997, March, No 1 s. 86.

między poszczególnymi jednostkami KTN jest fakt, że szok finansowy jednej z nich wpływa na koszt finansowania innej jednostki<sup>18</sup>.

Istnienie efektywnej, wewnętrznej konkurencji projektów inwestycyjnych jako czynnika warunkującego powstanie WRK jest uzależnione od wykształcenia i funkcjonowania obiektywnych kryteriów, ich oceny oraz procesu weryfikacji przez podmioty reprezentujące wyższe szczeble hierarchii organizacyjnej. Stanowi to jeden z ważniejszych czynników warunkujących efektywność funkcjonowania całego WRK. Uogólniając, można wskazać, iż efektywny WRK charakteryzuje się następującymi cechami<sup>19</sup>:

- daje priorytet w alokowaniu środków finansowych jednostkom KTN posiadającym najlepsze możliwości inwestycyjne,
- czyni inwestycje w tych jednostkach mniej wrażliwymi na zmiany ich przepływów finansowych, jak również przepływów innych jednostek.

Warto jednakże podkreślić, że w nielicznych przypadkach istnienie komplementarności pomiędzy jednostkami KTN może powodować, że jednostka proponująca najlepsze projekty inwestycyjne nie jest traktowana priorytetowo. Nie czyni to jednak danego rynku nieefektywnym.

Korporacje transnarodowe, dysponujące efektywnymi WRK, posiadają ponadto możliwość uniezależnienia działalności inwestycyjnej mniejszych jednostek od wahań ich przepływów finansowych. Jest to wynik względnie małych budżetów inwestycyjnych tych jednostek w porównaniu z wolumenem przepływów finansowych całej KTN. Z drugiej strony należy wskazać, iż efektem funkcjonowania WRK może być sytuacja, w której kierowanie się przy wyborze projektów kryterium najwyższego poziomu NPV (*winner picking – loser sticking process*) powoduje odrzucenie projektów inwestycyjnych o pozytywnych wartościach NPV, ale mniej konkurencyjnych. Filie mogłyby pozyskać środki finansowe na ich realizację, gdyby funkcjonowały jako podmioty niezależne. W tym kontekście można zatem postrzegać funkcjonowanie WRK jako ograniczenie ich możliwości rozwoju.

Jak wykazano powyżej, istota wewnętrznego rynku kapitałowego jest immanentnie związana z wolnym konkurowaniem projektów inwestycyjnych w ramach KTN. Konkurencja jest więc synonimem niezależności i autonomii nie tylko procesu kształtowania ofert inwestycyjnych, ale także ich weryfikacji. Nie ulega też wątpliwości, że wskazane procesy w znacznym stopniu determinują sposób zarządzania informacją, co w istotny sposób przyczynia się do kreowania asymetrii informacji wewnątrz organizacji.

Cechą charakterystyczną WRK jest także to, że firma powiązana, do której zgłaszane jest zapotrzebowanie na środki finansowe dla celów inwestycyjnych, nie musi być ich bezpośrednim dawcą. Sieć wzajemnych powiązań własnościowych i handlowych firm należących do KTN umożliwia bowiem wielokierunkowe przepływy finansowe. Procesy te w znacznym stopniu są determinowane istnieniem systemu finansowania wewnątrz korporacyjnego.

Uogólniając, można wysunąć wniosek, iż każda KTN, w ramach której firmy powiązane mogą konkurować o środki finansowe korporacji na realizację

<sup>18</sup> O. Lamont, op. cit., s. 86.

<sup>19</sup> H.H. Shin, R. M. Stulz, op. cit., s. 543.

projektów inwestycyjnych, umożliwiła ukształtowanie się wewnętrznego rynku kapitałowego. Stopień jego instytucjonalizacji i efektywności może być jednakże różny w zależności od kultury oraz historii organizacji, jak również specyfiki rynków, na których KTN prowadzi działalność. Warto również podkreślić, że WRK są charakterystyczne tylko dla organizacji dużych i wewnętrznie złożonych, tzn. takich, gdzie zjawisko asymetrii informacji jest poniekąd konsekwencją ich istnienia.

## V. WEWNĘTRZNY RYNEK KAPITAŁOWY KTN A KOSZTY AGENCJI

Koszty agencji zostały zdefiniowane przez M. C. Jensena i W. Mecklinga jako koszty będące następstwem zaistnienia stosunku agencji<sup>20</sup> i, co się z tym wiąże, delegacji uprawnień do podejmowania określonych decyzji. Wymienieni autorzy określili je jako sumę<sup>21</sup>:

- kosztów formułowania i administrowania kontraktami pomiędzy pryncypałem (przełożonym) a agentem (podwładnym),
- wydatków pryncypałów na monitorowanie działań agentów (*monitoring costs*),
- wydatków mających na celu zapewnienie podejmowania przez agentów decyzji zgodnych z postanowieniami kontraktów (*bonding costs*),
- utraconych korzyści spowodowanych optymalną, aczkolwiek niedoskonałą realizacją kontraktów (*residual loss*).

Ujmując istotę kosztów agencji w kontekście wewnętrznych struktur KTN, można je zdefiniować jako sumę kosztów formułowania, wdrażania oraz utrzymania odpowiednich systemów motywowania i kontroli. Trudności z rozwiązywaniem wymienionych problemów kreują wartość straty rezydualnej, będącej również elementem składającym się na poziom kosztów agencji w KTN<sup>22</sup>. Do typowych przykładów kosztów agencji zaliczyć można:

- niepodejmowanie działań ograniczających działalność, kiedy sytuacja ekonomiczna firmy tego wymaga (dotyczą one np. zwolnień pracowników, wyprzedaży majątku),
- korzystanie z usług renomowanych firm doradztwa ekonomiczno-prawnego w sytuacji, kiedy nie jest to konieczne; może to mieć na celu ukrycie braku kompetencji i umiejętności w zakresie zarządzania lub minimalizacji prawdopodobieństwa utraty intratnej posady,
- zatrudnianie pracowników według klucza znajomości i koligacji rodzinnych, a nie według kryterium profesjonalizmu,
- wypłaty nieuzasadnionych logiką motywacji nagród okolicznościowych i premii uznaniowych,

<sup>20</sup> Ogólnie rzecz traktując, w ramach stosunku agencji jeden podmiot (agent) działa w interesie drugiego (pryncypała). Stosunek ten charakteryzuje się cechą przechodniości, co oznacza, że mimo istnienia wielu szczebli hierarchii organizacji występujących w KTN pomiędzy podmiotem najwyżej i najniżej usytuowanym w tej hierarchii również istnieje stosunek agencji.

<sup>21</sup> M. C. Jensen, W. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, w: *The Theory of the Firm: Governance, Residual Claims and Organizational Forms*, red. M. C. Jensen, Harvard University Press, Cambridge (USA) 2000, s. 86.

<sup>22</sup> M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Specific and General Knowledge and Organizational Structure*, w: *Foundations of Organizational Strategy*, red. M. C. Jensen, Harvard University Press, Cambridge (USA) 2001, s. 115.



- opłacanie składek w klubach sportowych i biznesowych, stowarzyszeniach i organizacjach kulturalnych,
- rozrzutność w dysponowaniu środkami funduszu reprezentacyjnego firmy,
- nieuzasadnione podróże służbowe lub odbywanie ich w luksusie,
- zakup dóbr mających na celu podkreślenie prestiżu zajmowanego stanowiska, takich jak drogie samochody, w powszechnym odbiorze postrzegane jako luksusowe.

W literaturze występuje kilka klasyfikacji kosztów agencji. Na potrzeby niniejszego opracowania warto przytoczyć najogólniejszy podział, który pozwala ująć te koszty w dwie grupy:

- koszty agencji pierwotne, które są generowane w wyniku podejmowania decyzji niezgodnych z celami organizacji (interesem właścicieli). W szerokim rozumieniu działalności inwestycyjnej ich źródłem są realizowane inwestycje, które charakteryzuje ujemna wartość bieżąca netto (*net present value* – NPV), np. dobra nabywane i działania przedsięwzięte w celu podwyższenia prestiżu zajmowanego stanowiska, a nie wzrostu wartości firmy;
- koszty agencji wtórne – to koszty kontroli i monitoringu działań agentów, ponoszone w celu ograniczenia możliwości podejmowania decyzji niezgodnych z celami organizacji. Mają one zapewnić odpowiedni poziom kontroli działań agentów, np. zakup systemu wspomagającego zarządzanie i nadzór.

Ryzyko wystąpienia kosztów agencji określanymi jako pierwotne wpływa bezpośrednio na wielkość wtórnych kosztów agencji, ponoszonych przez firmę. Generalnie, występowanie asymetrii informacji oraz ryzyka zachowań niekontrolowanych powoduje konieczność ponoszenia kosztów wtórnych w każdej organizacji o rozdzielonym zarządzie i własności. Tak więc można skonstatować, że firmie opłaca się ponosić wydatki zwiększające prawdopodobieństwo właściwej realizacji kontraktów tylko do momentu zrównania spadku kosztów związanych z niezrealizowaniem postanowień kontraktu z przyrostem kosztów, wynikających z wdrażania i funkcjonowania systemu kontroli.

Generowanie pierwotnych kosztów agencji nie jest możliwe bez posiadania przez jednostkę środków finansowych. W literaturze tematu dominuje pogląd, iż wysokie wartości przepływów wolnych środków finansowych (*net free cash flow*) są istotnym czynnikiem sprzyjającym generowaniu pierwotnych kosztów agencji. Efekt pasywności finansowej, polegający na dysponowaniu znaczącymi funduszami, które mogłyby zostać zainwestowane w innym obszarze działalności KTN, jest również czynnikiem wpływającym na wzrost ponoszonych przez firmę pierwotnych kosztów agencji.

Funkcjonowanie w ramach KTN wewnętrznego rynku kapitałowego powoduje, że agenci, zgłaszając zapotrzebowanie na kapitał, są świadomi, iż zostanie ono zaspokojone nie tylko wtedy, gdy zostanie spełniony warunek pozytywnej wartości NPV, charakteryzującej dany projekt inwestycyjny, oraz wyższej, w porównaniu z innymi projektami, stopy zwrotu<sup>23</sup>. Decyzja o finansowaniu

<sup>23</sup> Teoretycznie można założyć, że ogół projektów charakteryzujących się pozytywną wartością NPV podlega realizacji, ale jest to zbyt uproszczenie rzeczywistości i należy przyjąć, iż w dużych i złożonych KTN sytuacja taka występuje niezmiernie rzadko. W takiej sytuacji agent nie musiałby poświęcać dodatkowego wysiłku na poszukiwanie bardziej konkurencyjnych projektów inwestycyjnych i ich odpowiednią prezentację – wystarczyłoby spełnienie warunku pozytywnej NPV dla pozyskania środków finansowych.

danego projektu nie zależy bowiem tylko od jego indywidualnych zalet, lecz także od wartości, jakie reprezentuje on w porównaniu z innymi, konkurencyjnymi projektami ubiegającymi się o środki finansowe w ramach WRK. Świadomość ta może być źródłem „nieuczciwej” konkurencji, mającej na celu prezentację projektów inwestycyjnych w sposób nieobiektywny, ale znacząco zwiększający prawdopodobieństwo pozyskania środków finansowych. Taki sposób prezentacji danych można określić jako nieoptymalny lub nieracjonalny. Niewątpliwie stanowi on też rodzaj nieefektywności prognozowania finansowego, które było przedmiotem szerszych badań J. C. Easterwooda oraz S. R. Nutta<sup>24</sup>. Warto podkreślić, iż dla wielu agentów sam fakt zwiększenia ich kontroli nad zasobami i ich zużyciem może być formą otrzymywanej gratyfikacji w ramach tzw. pakietu wynagrodzenia. W rzeczywistości gospodarczej duża grupa agentów KTN posiada umocowanie do alokowania pewnych części jej zasobów, co powoduje, że niepieniężne gratyfikacje mogą być bardzo rozpowszechnione<sup>25</sup>.

WRK mogą więc być mechanizmem, dzięki któremu agenci mogą zaspokajać potrzeby kontroli jak największej ilości zasobów finansowych oraz dyskretnych działań ukierunkowanych na ich zużycie na realizację ich indywidualnych celów kosztem majątku właścicieli. Ten przejaw oportunistycznego zachowania może wzmacniać tendencje części agentów do nazbyt optymistycznej prezentacji ich projektów inwestycyjnych<sup>26</sup>. Z punktu widzenia efektywnej kontroli kluczowym czynnikiem jest więc jakość transferowanych informacji oraz indywidualne i techniczne możliwości ich analizy oraz weryfikacji. Niedoskonałości dotyczące tych obszarów mogą skłaniać agentów do aktywnego kreowania „szumu” informacyjnego (*noise*), powodującego nieoptymalność procesu decyzyjnego w skali całej KTN. Zjawisko to, tradycyjnie opisywane w literaturze przedmiotu w kontekście funkcjonowania zewnętrznych rynków kapitałowych, może również wystąpić w ramach WRK. Doniosłość tego problemu jest również wyraźna, jeśli postrzega się problem budżetowania inwestycji w ramach KTN w aspekcie „politycznych” rozgrywek pomiędzy poszczególnymi jej jednostkami<sup>27</sup>. Konsekwencją tego są zaburzenia struktury władzy pojawiające się każdorazowo, kiedy zostają zmienione role istniejących jednostek KTN lub kiedy zostają wprowadzone nowe bądź zlikwidowane już istniejące jednostki.

Brak odpowiednich narzędzi kontroli powoduje, że opisany powyżej mechanizm może prowadzić do „transferu” efektu pasywności finansowej pomiędzy firmami zależnymi i wykorzystania środków na cele niezgodne z interesem właścicieli. Nieunikniony element administracyjnej kontroli realizacji projektów inwestycyjnych pełni więc rolę dyscyplinującą w odniesieniu do działań agentów obniżających efektywność wykorzystania kapitału. Niemniej istotny jest jednak czynnik odpowiednich bodźców motywujących agentów podejmujących decyzje o alokacji kapitału, którzy dokonując selekcji, winni posiadać

<sup>24</sup> J. C. Easterwood, S. R. Nutt, *Inefficiency in Analysts' Earnings Forecast: Systematic Misreaction or Systematic Optimism?*, „The Journal of Finance”, vol. LIV, 1999, October, nr 5, s. 1117.

<sup>25</sup> D. S. Scharfstein, J. C. Stein, *The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent Seeking and Inefficient Investment*, „The Journal of Finance”, vol. LV, 2000, December, nr 6, s. 2559.

<sup>26</sup> J. C. Stein, *Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources*, „The Journal of Finance”, vol. LII, 1997, March, nr 1, s. 112.

<sup>27</sup> R. Rajan, H. Servaes, L. Zingales, *The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment*, „The Journal of Finance”, vol. LV, 2000, February, nr 1 s. 76.

świadomość korzyści, jakie wiążą się ze wzrostem zyskowności. Jak wskazuje J. C. Stein, stworzenie systemu motywacyjnego dla tych agentów, opartego na pozytywnej korelacji zyskowności projektów z odnoszonymi przez nich korzyściami, może być istotnym czynnikiem prowadzącym do wyboru lepszych projektów<sup>28</sup>. Jednakże ustanowienie nieproporcjonalnie wysokich korzyści agentów w odniesieniu do pewnych rodzajów projektów może ten efekt zniweczyć. Istotne jest także, że znacznie szersze spektrum realizowanych projektów inwestycyjnych pozwala agentom odpowiedzialnym za alokację środków finansowych w ramach KTN czerpać relatywnie więcej indywidualnych korzyści, aniżeli agentom odpowiedzialnym za realizację tylko poszczególnych projektów.

Związek pomiędzy istnieniem WRK a występowaniem kosztów agencji jest szczególnie widoczny w sytuacji, kiedy istnieje wysokie ryzyko, że agenci posiadający kontrolę nad zasobami firmy realizują swoje indywidualne cele kosztem majątku właścicieli. W takim przypadku mogą oni wykorzystywać WRK do finansowania projektów o ujemnej wartości NPV bądź wybierać projekty nie gwarantujące najwyższych stóp zwrotu. Jest to wyłącznie subsydiowanie działalności firm, które – gdyby nie były częścią struktury KTN – musiałyby zostać zrestrukturyzowane<sup>29</sup>. Zjawisko to w literaturze tematu jest nazywane „socjalizmem”. D. S. Scharfstein oraz J. C. Stein reprezentują pogląd, iż KTN są szczególnie narażone na takie zjawiska, kiedy pomiędzy jej jednostkami organizacyjnymi występują znaczące różnice w jakości projektów oraz gdy agentom wyższych szczebli hierarchii nie oferuje się systemów motywacyjnych, ukierunkowanych na maksymalizację wartości całej korporacji transnarodowej<sup>30</sup>.

Większość autorów kładzie nacisk na tezę, że WRK kreują wartość dla właścicieli<sup>31</sup>. Zwolennicy tej tezy wskazują na fakt, iż istnienie WRK pozwala zminimalizować negatywne efekty istnienia asymetrii informacji pomiędzy agentami KTN a zewnętrznymi dawcami kapitału. Trudno przyjąć, że koncepcje te są oparte na założeniu zupełnego braku asymetrii informacji w układzie zarówno wertykalnym, jak i horyzontalnym struktury KTN. Zakładają one jednak, iż wewnętrzna asymetria informacji jest mniejsza, aniżeli ta występująca pomiędzy agentami organizacji a podmiotami zewnętrznymi. Z takimi poglądami polemizuje O. Hart, wskazując, że do tej pory nie sformułowano przekonującego wyjaśnienia teoretycznego tego założenia. Argumentuje on, iż asymetria może w rzeczywistości zostać ograniczona, ale kluczowe jest znalezienie w takim wypadku odpowiedzi na pytanie, jaki jest tego mechanizm i dlaczego tak się dzieje<sup>32</sup>. Ponadto ten sam autor wysuwa wniosek, że bardziej dokładne jest stwierdzenie, iż integracja pionowa zmienia motywacje agentów do transferu obiektywnej informacji i kooperacji, aniżeli uogólnienie, że ogranicza asymetrię informacji<sup>33</sup>. Istnienie zarówno dużej liczby realizowanych projektów, jak i istnienie niedoskonałości wewnętrznych systemów kontroli, również może rodzić wątpliwości dotyczące słuszności omawianego założenia.

<sup>28</sup> J. C. Stein, op. cit., s. 113.

<sup>29</sup> H-H. Shin, R. M. Stulz, op. cit., s. 532-533.

<sup>30</sup> D. S. Scharfstein, J. C. Stein, op. cit., s. 2558.

<sup>31</sup> H-H. Shin, R. M. Stulz, op. cit., s. 531.

<sup>32</sup> O. Hart, *Firms, Contracts and Financial Structure*, Oxford University Press New York, Oxford 1995, s. 20.

<sup>33</sup> *Ibidem*, s. 71-72.

Liczba projektów, które KTN jest w stanie efektywnie realizować, jest ograniczona i uzależniona od zdolności każdego z jej agentów. Przekroczenie tej liczby może powodować, że możliwości oceny ich rzeczywistej zyskowności drastycznie spadną.

Cytowany wcześniej O. Lamont zaprezentował także opinię, że zewnętrzne rynki kapitałowe są niedoskonałe, jeśli nie są w stanie uchronić zasobów firmy przed nieefektywną ich alokacją w organizacji<sup>34</sup>. Postrzega on zatem zewnętrzne rynki kapitałowe jako czynniki ograniczające występowanie kosztów agencji, ale tylko w odniesieniu do celowości zużycia środków finansowych oferowanych przez te rynki. Biorąc pod uwagę duże rozproszenie akcjonariatu, można również wątpić w słuszność tej tezy. Inwestorzy mogą bowiem ograniczyć dostęp do kapitału *ex ante*, jeśli wiedzą, iż ich środki zostaną zużyte niegodnie z przeznaczeniem maksymalizującym ich majątek. Od momentu przekazania środków finansowych bezpośrednie możliwości bieżącej kontroli ich zużycia stają się jednak ograniczone.

Reasumując, należy podkreślić, że wewnętrzne rynki kapitałowe przez swoją naturę pełnią kluczową rolę w procesie finansowania wewnątrz korporacyjnego. Im więcej jest ograniczeń zewnętrznych ograniczających dostęp do zewnętrznych źródeł kapitału, tym silniejsza tendencja do rozwoju WRK i aktywnej polityki finansowania wewnątrz korporacyjnego.

Również J. C. Stein zauważa, że w sytuacji nierozwiniętych zewnętrznych rynków kapitałowych (w szczególności w kontekście asymetrii informacji i problemu agencji, ograniczających dostęp do kapitału) kluczowe staje się zapewnienie efektywnego podziału ograniczonych środków finansowych pomiędzy projekty inwestycyjne. Ponadto wskazuje on, że charakterystyczne dla gospodarek w fazie transformacji „prymitywne” procedury rachunkowości zarządczej, kontroli i weryfikacji sprawozdań finansowych oraz słaba ochrona prawna zewnętrznych inwestorów mogą stymulować agentów do oportunistycznego poszukiwania indywidualnych korzyści<sup>35</sup>. W takich warunkach znacznie trudniej uzyskać zadowalający poziom finansowania poszczególnych projektów poprzez rynki zewnętrzne. Jeśli są one natomiast finansowane poprzez WRK, to powinny zostać wypracowane adekwatne narzędzia kontroli i motywacji, które zrekompensują nieefektywność funkcjonowania oraz brak dyscyplinującej roli zarówno wewnętrznych, jak i lokalnych rynków pracy.

Z powyższych rozważań wynika, że osiągnięcie wysokiej efektywności operacyjnej WRK nie jest rzeczą łatwą. Takie czynniki, jak zmiany otoczenia, nieefektywne wewnętrzne i zewnętrzne rynki pracy, ograniczona liczba wysoce kwalifikowanych agentów posiadających niezbędną wiedzę i doświadczenie powodują, iż WRK oferują wiele możliwości, ale też mogą być źródłem wielu zagrożeń. Oportunistyczna natura agentów (*moral hazard*), która podlega dyscyplinującemu wpływowi wewnętrznych rynków pracy, jest czynnikiem w dużej mierze determinującym sposób funkcjonowania tych rynków. Dlatego też istotne jest, aby wewnętrzne rynki pracy KTN zostały ukształtowane w sposób motywujący agentów do wzajemnej kontroli podejmowanych decyzji. Kontrola

<sup>34</sup> O. Lamont, op. cit., s. 86 – komentarz zamieszczony w stopce.

<sup>35</sup> J. C. Stein, op. cit., s. 129.

ta winna wynikać ze świadomości, że każdy z agentów ma określony udział w sukcesach i porażkach innych agentów funkcjonujących nad i pod nim w hierarchii organizacji. Jak wskazuje E. F. Fama, wszyscy agenci poniżej najwyższego szczebla hierarchii organizacji posiadają motywację do oceny decyzji zarządu z punktu widzenia rynku pracy<sup>36</sup>. Teza ta, w pełni znajdująca swoje uzasadnienie w krajach, gdzie funkcjonują efektywne rynki pracy, nie zawsze jest prawdziwa w krajach rozwijających się, takich jak Polska.

Można więc sformułować wniosek, że efektywne WRK – w rozumieniu J. C. Steina – stanowią zdecydowaną mniejszość wewnętrznych rynków kapitałowych występujących w KTN. Podobnie jak koncepcja „agenta doskonałego”, tak i efektywne WRK wydają się kategoriami będącymi przedmiotem tylko teoretycznych rozważań. Niemniej należy podkreślić, iż kształtowanie wewnętrznych rynków kapitałowych jest charakterystyczne dla dużej części KTN, zarówno posiadających formę konglomeratów, jak i prowadzących działalność niezdywersyfikowaną.

## VI. ZAKOŃCZENIE

Wewnątrz korporacyjnym rynkiem kapitałowym nie poświęcono w literaturze naukowej należytej uwagi. Ograniczony dostęp do danych źródłowych pozyskanych z KTN nie pozwala bowiem w wielu przypadkach na weryfikację stawianych hipotez naukowych. Nawet dziś jest to więc względnie mało poznany obszar działalności największych firm świata. Posiadanie przez KTN możliwości przemieszczania w krótkim czasie bardzo dużych środków finansowych w skali międzynarodowej, duża liczba agentów decyzyjnych oraz ich różnorodność kulturowa powodują, że WRK jako obszar działalności KTN są narażone na ryzyko związane z działaniami wynikającymi z ludzkiego oportunistyzmu. Oczywiście pewne czynniki kulturowe powodują, iż w przypadku wielu podmiotów ryzyko to jest mniejsze, jednakże jego eliminacja jest w praktyce niemożliwa. Powoduje to, że funkcjonowanie WRK implikuje ponoszenie pierwotnych i wtórnych kosztów agencji, które mogą w znacznym stopniu ograniczać efektywność tych rynków.

Problem ten jest szczególnie istotny w sytuacji, kiedy KTN prowadzą działalność w krajach, w których system kapitalistyczny i jego instytucje są jeszcze relatywnie nowe, przez co nie w pełni wykształcone. Cechą tych krajów jest brak efektywnie funkcjonującego rynku pracy i elementu jego dyscyplinującej roli, brak wykształconych kadr zarządzających, przygotowanych do zarządzania zgodnie z celami firm. Presja środowiska do szybkiego bogacenia się może być także czynnikiem motywującym do oportunistycznych działań, które w efekcie prowadzą do nieefektywnego wykorzystania zasobów firmy. Ważne jest więc, aby uczestnikami WRK były podmioty o doświadczeniu i wiedzy, które umożliwiają minimalizację ryzyka ponoszenia nieuzasadnionych pierwotnych kosztów agencji. W przeciwnym razie KTN jest narażona na rozbudowanie systemów kontroli finansowej kreujących wysokie wtórne koszty agencji.

<sup>36</sup> E. F. Fama, *The Disciplining of Corporate Managers*, Graduate School of Business – The University of Chicago, Selected Paper No. 56, <http://gsb.uchicago.edu/pdf/sp56.pdf>, s. 8.

Postęp technik informatycznych i telekomunikacyjnych niewątpliwie przyczynił się do rozwoju narzędzi kontroli finansowej. Z drugiej jednak strony stworzył nowe możliwości kreowania przez agentów asymetrii informacji pomiędzy różnymi szczeblami hierarchii KTN. Umiejętności korzystania ze zdobytych techniki, szczególnie w początkowych fazach ich implementacji, można postrzegać jako specyficzną wiedzę mogącą przyczynić się do ujawnienia zachowań oportunistycznych. Warto podkreślić, że WRK oferują nie tylko ogromne środki na inwestycje, ale także prestiż związany z możliwością zarządzania tymi środkami. Mając na uwadze fakt, że wybór kierunku przepływu kapitałów w KTN determinują dane uzyskane od agentów, należy podkreślić, iż efektywność funkcjonowania WRK zależy od intencji samych agentów oraz ich celów. Przesunięcie środków finansowych w ramach WRK nie zawsze więc gwarantuje ich optymalne wykorzystanie, wstępnie określone przez najwyższą stopą zwrotu. Jeśli nawet wybór projektu inwestycyjnego został dokonany poprawnie, zawsze istnieje ryzyko, że przepływ środków finansowych pod kontrolę danego agenta spowoduje ich częściowe nieefektywne wykorzystanie.

Oportunizm jest nierozzerwalnie związany z naturą ludzką. Nie oznacza to, że każdy agent jest oportunistą. Niemniej jednak brak możliwości stwierdzenia tego *ex ante*, a nieraz także brak obiektywnej możliwości klasyfikacji agentów pod tym kątem, powoduje, iż firmy ponoszą i będą ponosić koszty agencji związane z istnieniem WRK, a kluczowym czynnikiem ich minimalizacji jest odpowiedni dobór agentów – aktywnych uczestników rynku wewnętrznego.

*Prof. dr hab. Elżbieta Jantóń-Drozdowska jest pracownikiem  
Uniwersytetu im. A. Mickiewicza w Poznaniu.  
Mgr Michał Zembski  
mzembski@poczta.onet.pl*

## AGENCY COST AND EFFICIENCY OF INTERNAL CAPITAL MARKETS

### S u m m a r y

The aim of this article is to identify the risk of loosing efficiency of internal capital markets as the result of opportunistic behaviour represented by agents. An internal capital market institution exists in most transnational corporations. The few publications available in economic literature allow us to draw a conclusion that the role of these markets as the source of funds for financing investments is still growing. It is also crucial to know the factors which influence the efficiency of their operations, as they enable movements of substantial funds in a relatively short period of time, which, in turn, stimulates a dynamic growth of an organization in an international context. On the other hand, however, this creates the risk of opportunistic behaviour amongst those members of the organization who may influence the quality of information transferred onto higher levels of corporations where key decisions are made. The wish to control the largest possible number of corporate resources as well as the realization of individual goals at owners' cost lead to an inefficient usage of financial resources and implementation of investment projects which do not guarantee the highest return ratios. Treating the agency cost theory as a research platform will allow to analyse this issue in the light of decision makers' motivations, and to draw a conclusion that alongside the opportunities which these markets open, they also create many threats which have their roots in human nature.