Adam Skowroński

TEORIA KOSZTÓW AGENCJI – PRÓBA EMPIRYCZNEJ WERYFIKACJI

1. Wstęp

Wśród wielu teorii próbujących opisać złożone relacje pomiędzy strukturą kapitału a wartością przedsiębiorstwa szczególnie dynamicznie w ostatnich latach rozwija się teoria kosztów agencji. W artykule szczególnie będzie nas interesować finansowy aspekt teorii agencji, czyli tzw. koszty agencji. Artykuł zawiera przegląd najważniejszych poglądów na problematykę kosztów agencji oraz próbę empirycznej weryfikacji wybranych tez. Przebadano dwie próby przedsiębiorstw: spółki giełdowe oraz tzw. spółki pracownicze. Istnieją przesłanki, aby postawić hipotezę, że spółki z tych dwóch grup różnią się pod względem możliwości występowania kosztów agencji. Wyniki badań w części potwierdzają tę tezę, lecz pozostawiają jednocześnie dość znaczny margines wątpliwości, który może stanowić bodziec do dalszych badań związanych z kosztami agencji.

2. Teoria kosztów agencji

Teoria agencji jest jedną z teorii przedsiębiorstwa, opozycyjna w wielu punktach wobec tzw. teorii neoklasycznej[1]. Teoria neoklasyczna traktowała przedsiębiorstwo jako „czarną skrzynkę". Nie wnikając w procesy zachodzące wewnątrz przedsiębiorstwa, interesowała się wyłącznie relacjami pomiędzy przedsiębiorstwem a otoczeniem. Teoria agencji (podobnie jak inne teorie ekonomii instytucjonalnej) traktuje przedsiębiorstwo jako organizację, której podstawę stanowi układ kontraktów. Przedsiębiorstwo jest zatem bytem prawnym stanowiącym układ stosunków umownych

[1] M. Gorynia, *Zachowania przedsiębiorstw w okresie transformacji*, Wyd. Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań, 1998.

(kontraktów) pomiędzy różnymi podmiotami[2]. Przedmiotem szczególnego zainteresowania omawianej teorii jest relacja agencji. O relacji agencji można mówić wtedy, gdy jedna osoba wykonuje odpłatnie pewne zadanie w imieniu i na rzecz innej osoby. Osoba zlecająca zadanie (wykonanie pewnych czynności) nazywana jest pryncypałem, a osoba wynajęta to agent.

Koszty agencji wynikają z różnicy interesów grup zaangażowanych w proces zarządzania i finansowania działalności przedsiębiorstwa. Najbardziej istotna jest relacja pomiędzy menedżerami a właścicielami. Właściciele przedsiębiorstwa wynajmują specjalistów w zakresie zarządzania, aby jak najlepiej gospodarowali powierzonym im majątkiem. Oczywiście w przypadku większych, bardziej złożonych przedsiębiorstw układ taki jest nieunikniony. Wynika to – po pierwsze – z faktu, że przedsiębiorstwo już nawet średniej wielkości jest bardzo złożonym organizmem, a nie zawsze właściciele kapitału dysponują odpowiednimi kwalifikacjami, aby nim zarządzać. Po drugie, często własność jest tak bardzo rozproszona, że technicznie nie byłoby możliwe podejmowanie przez właścicieli wspólnych decyzji związanych z bieżącym zarządzaniem. Stosunki agencji są więc w przypadku zarządzania przedsiębiorstwem koniecznością, ale należy sobie zdawać sprawę, że łączą się one dla właścicieli z bardzo specyficznym rodzajem kosztów, tzw. kosztów agencji. Konflikt interesów pomiędzy właścicielami a zarządem wynika z faktu, że dla właścicieli najważniejszym celem jest zwiększanie wartości przedsiębiorstwa, podczas gdy dla menedżerów najważniejsza jest maksymalizacji ich korzyści, która najczęściej nie jest tożsama z korzyścią właścicieli, czyli zwiększaniem wartości przedsiębiorstwa. Zatem koszty agencji można zdefiniować jako różnicę w wartości przedsiębiorstwa zarządzanego przez właściciela (czyli przedsiębiorstwa, w którym wszystkie decyzje są podporządkowane zwiększaniu wartości przedsiębiorstwa) a wartością identycznego przedsiębiorstwa zarządzanego przez wynajęty zarząd. Kroki podejmowane przez właścicieli w celu skłonienia zarządu do podejmowania właściwych – w rozumieniu właścicieli – decyzji, np. systemy kontroli, premii itd. również mogą w praktyce zwiększać koszty agencji.

Powiązanie kosztów agencji ze strukturą kapitału i problematyką wartości przedsiębiorstwa zostało zapoczątkowane przez Jensena i Mecklinga[3]. Wskazali oni, że menedżerowie, których cele nie są zbieżne z celami właścicieli doprowadzają – poprzez podejmowanie niewłaściwych decyzji – do obniżenia wartości przedsiębiorstwa. Później wielu innych autorów zajmowało się problematyką kosztów agencji, wskazując na rozmaite przyczyny ich powstawania i wskazując typy przedsiębiorstw

---

[2] M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and capital structure*, „Journal of Financial Economics" 1976.

[3] M.C. Jensen, W.H. Meckling, *op.cit.*

bardziej lub mniej narażone na ich występowanie. Podsumowania części poglądów na koszty agencji i przyczyny ich powstawania prezentuje tabela 1.

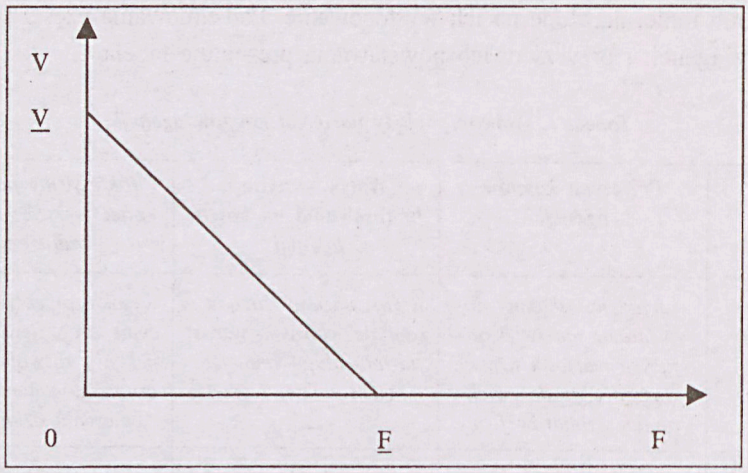
Tabela 1. Główne poglądy na temat kosztów agencji

Autor	*Przyczyna kosztów agencji*	*Wpływ struktury finansowania na koszty agencji*	*Jakie firmy powinny mieć wyższe wskaźniki zadłużenia*
Jensen, Meckling	*zarząd jest skłonny do wydatków nie zwiększających wartości firmy; zarząd dąży do zwiększania rozmiarów firmy*	*wzrost udziału zarządu w kapitale własnym, wzrost udziału długu zmniejsza poziom wolnej gotówki*	*wysokie przepływy operacyjne oraz niewielki perspektywy rozwoju – konieczność dokonania ograniczenia działalności*
Dechow i Sloan, Murphy i Zimmerman	*różny horyzont czasowy właścicieli i menedżerów*	*wzrost udziału zarządu w kapitale spółki przyczynia się do wyrównania horyzontów*	*o dłuższych cyklach produktów*
Harris, Raviv	*dążenie zarządu do kontynuowania działalności przedsiębiorstwa „za wszelką cenę"*	*dług dostarcza właścicielom informacji o sytuacji spółki i pozwala jednocześnie wymusić decyzję o likwidacji*	*wysoka wartość likwidacyjna, niski koszt dostarczania informacji*
Stulz	*skłonność zarządu do przeinwestowania; prestiż zarządu zależy od sukcesu przedsięwzięcia a nie od przyrostu wartości firmy*	*dług ogranicza możliwość realizacji przedsięwzięć zmiejszających wartość firmy*	*wysokie przepływy operacyjne*
Chang	*niechęć zarządu do podejmowania ryzyka związanego z restrukturyzacją*	*wierzyciele mogą wymusić podjęcie niezbędnych działań restrukturyzacyjnych*	*branże „dojrzałe", duże firmy*

Źródło: opracowanie własne na podstawie [11], [3], [8], [12], [2].

3. Konflikt właściciel – menedżer i sposoby ograniczania jego negatywnych skutków

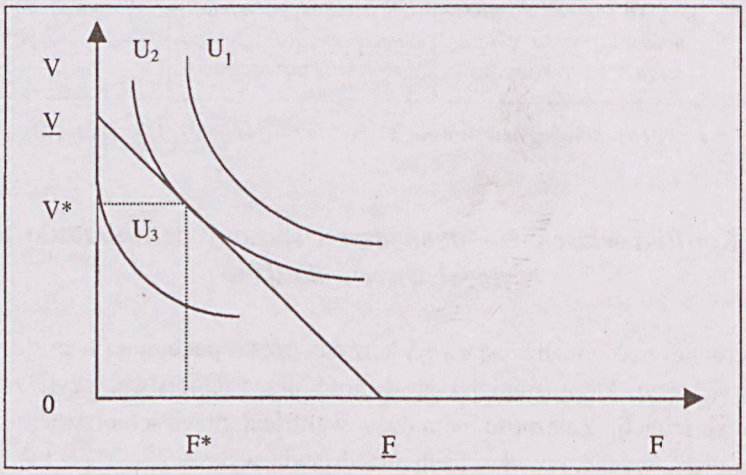
Menedżerowie, maksymalizując swoją korzyść, często podejmują decyzje o realizowaniu wydatków, które zmniejszają wartość przedsiębiorstwa, czyli zmniejszają korzyść właścicieli. Zależność pomiędzy wartością przedsiębiorstwa a wartością „nadmiernych" wydatków właścicieli przedstawia wykres 1.



Wykres 1.

Na osi 0V oznaczono wartość rynkową przedsiębiorstwa, a na osi 0F oznaczono wartość wydatków menedżerów. Jeżeli nieuzasadnione wydatki są zerowe to wartość przedsiębiorstwa jest maksymalna i wynosi V. W tej sytuacji nie występują koszty agencji. Jeżeli wydatki menedżerów wyniosą F, to wartość przedsiębiorstwa wyniesie zero. Jeżeli przyjmiemy, że 1 zł wydatków menedżerów zmniejsza wartość przedsiębiorstwa o 1 zł, to współczynnik kierunkowy prostej na wykresie wynosi –1.

W przypadku gdy przedsiębiorstwem zarządza właściciel, jego preferencje co do wyboru kombinacji wartości przedsiębiorstwa i innych wydatków ukazują krzywe obojętności U_1, U_2, U_3. W przypadku ukazanym na wykresie 2. wartość przedsiębiorstwa wyniesie V^*, gdyż w tym punkcie krzywa obojętności U_2 jest styczna do prostej VF.



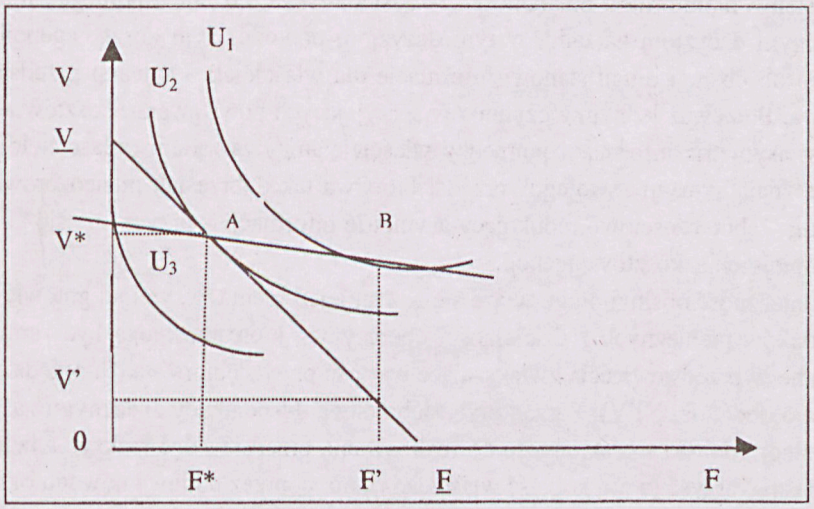
Wykres 2.

Z wykresu 2. wynika, że gdy menedżerem jest właściciel, to wyłącznie on sam pokrywa wydatki związane, np. z podnoszeniem prestiżu poprzez budowę nowego biurowca czy kupnem luksusowego samochodu, gdyż o wartość tych wydatków maleje wartość przedsiębiorstwa. Zatem tylko od jego preferencji wyrażonych przez krzywe obojętności zależy, jaką kombinację „zbędnych" wydatków i wartości przedsiębiorstwa wybierze.

Jeżeli natomiast menedżer nie jest właścicielem 100%, lecz pewnej części p udziałów $(0 < p < 1)$, to wówczas – pomimo że nadal 1 zł „zbędnych" wydatków oznacza spadek wartości przedsiębiorstwa o 1 zł – menedżer już nie ponosi tych kosztów w całości, lecz w części odpowiadającej jego udziałowi w przedsiębiorstwie. Jeżeli menedżer posiadający, np. 20% udziałów zrealizuje zbędne – z punktu widzenia wartości firmy – przedsięwzięcie o wartości 500 tys. zł, to wprawdzie zmniejszy wartość przedsiębiorstwa o tę kwotę, lecz zwiększy swoją użyteczność o

$$500-(500\times 0{,}2)=400 \text{ tys. zł}$$

Sytuację taką obrazuje wykres 3., gdy menedżer będący częściowym właścicielem (posiadający p udziałów) zrealizuje wydatki w wysokości F', gdyż wtedy maksymalizuje swoją użyteczność. Doprowadza to jednak do spadku wartości przedsiębiorstwa do poziomu V' i – w rezultacie – do obniżenia korzyści właścicieli nie będących menedżerami.



Wykres 3.

Prosta przechodząca przez punkty A i B ma współczynnik kierunkowy równy $-p$. Im większy udział będzie posiadał menedżer w kapitale przedsiębiorstwa, tym prosta będzie bardziej stroma, by przy udziale równym 100% współczynnik kierunkowy

będzie równy – 1 (prosta AB pokryje się z prostą VF). Natomiast przy braku udziału menedżera we własności przedsiębiorstwa prosta będzie równoległa do osi poziomej. W tej sytuacji wartość przedsiębiorstwa nie jest w żaden sposób związana z korzyścią menedżera i będzie on dążył do zwiększania wydatków, które zwiększą jego użyteczność. Oczywiście, w praktyce korzyści menedżera próbuje się powiązać z korzyścią właściciela. Z jednej strony odbywa się to poprzez systemy monitorowania i kontroli, z drugiej – poprzez systemy bodźców i zachęt. Jednak zawsze z powodu asymetrii informacji pomiędzy właścicielem i menedżerem nie są to systemy w pełni skuteczne, a ponadto związane są z ponoszeniem określonych kosztów, które również przyczyniają się do zmniejszania wartości przedsiębiorstwa.

Zwiększanie udziału menedżerów w kapitale przedsiębiorstwa można uznać za jeden z lepszych sposobów redukcji kosztów agencji. Wiele przedsiębiorstw docenia wagę tego sposobu motywowania zarządu i np. wypłaca premie w postaci akcji lub udziałów spółki. W ten sposób osiąga się podwójną korzyść. Z jednej strony nie wywołuje to wypływu gotówki z przedsiębiorstwa, jak to ma miejsce w przypadku wypłacania premii w postaci pieniężnej, a z drugiej strony przyczynia się do zwiększenia motywacji zarządu i jego stopnia identyfikacji z zarządzaną spółką.

Drugim sposobem ograniczania kosztów agencji jest zwiększanie zadłużenia. Można określić kilka najważniejszych czynników przesądzających o korzystnym wpływie zadłużenia na poziom kosztów agencji.

- Zwiększenie kontroli nad działaniami zarządu. Wierzyciele wdrażają przeważnie systemy monitoringu działalności przedsiębiorstwa, co ma zapobiegać nieracjonalnym decyzjom zarządu, w tym decyzjom powodującym koszty agencji.
- Sposób obsługi długu stanowi informację dla właścicieli o sytuacji przedsiębiorstwa. Ponieważ jednym z czynników sprzyjających powstawaniu kosztów agencji jest asymetria informacji pomiędzy właścicielami i zarządem (właściciele nigdy nie znają sytuacji „swojego" przedsiębiorstwa tak dobrze jak menedżerowie), to dług – choć częściowo redukujący asymetrię informacji – przyczynia się także do zmniejszenia kosztów agencji.
- Konieczność obsługi długu wiąże się ze zmniejszeniem tzw. wolnej gotówki, czyli środków pieniężnych z działalności operacyjnej, które nie mogą być zainwestowane w przedsięwzięcia zwiększające wartość przedsiębiorstwa (tj. przedsięwzięcia o dodatniej NPV). Zarząd przedsiębiorstwa dysponujący znacznymi zasobami wolnej gotówki ma skłonność do realizowania przedsięwzięć maksymalizujących własną korzyść (a nie korzyść właściciela), np. poprzez budowę nowego biurowca czy zakup ekskluzywnych samochodów.
- Dług może być istotnym narzędziem restrukturyzacji. Często wierzyciele przedsiębiorstwa mogą wymóc na zarządzie realizację posunięć restrukturyzacyjnych (np. ograniczenie produkcji, redukcję zatrudnienia czy sprzedaż zbędnych składników majątku) skuteczniej niż właściciele.

- Zarząd zawsze jest skłonny kontynuować działalność przedsiębiorstwa, nawet jeśli bardziej opłacalna dla właścicieli jest likwidacja. Taka sytuacja może mieć miejsce, jeśli wartość likwidacyjna aktywów przedsiębiorstwa jest wyższa od wartości dochodowej. Relacja ta oznacza, że w interesie właścicieli leży sprzedaż aktywów i zainwestowanie uzyskanych pieniędzy w inną, przynoszącą wyższy zwrot działalność. Wzrost udziału długu oznacza zwiększenie kontroli nad przedsiębiorstwem przez wierzycieli i w razie trudnej sytuacji przedsiębiorstwa wymuszenie decyzji o likwidacji. Zatem jeśli właściciele nie są przekonani o perspektywach spółki i nie mają zaufania do zarządu mogą „użyć" długu jako narzędzia, które ułatwi w razie konieczności likwidację spółki.

4. Własność a kontrola nad spółką

Wielu autorów uważa, że problem kosztów agencji jest szczególnie dotkliwy w przypadku spółek publicznych[4]. Spółki publiczne notowane na giełdzie papierów wartościowych charakteryzują się przeważnie znacznym rozproszeniem własności, co sprawia, że drobny akcjonariusz praktycznie nie ma żadnego wpływu na decyzje podejmowane przez zarząd. Także asymetria informacji pomiędzy menedżerem spółki publicznej a drobnym właścicielem jest znaczna, choć w pewnym stopniu łagodzona przez przepisy wewnętrzne giełdy papierów wartościowych zmuszające zarząd do podawania do publicznej wiadomości wszystkich istotnych informacji. W przypadku spółek publicznych szczególnie istotny jest problem wolnych przepływów pieniężnych. Środki te powinny być wypłacane akcjonariuszom w postaci dywidend, podczas gdy często są angażowane w przedsięwzięcia przynoszące niższy zwrot od kosztu kapitału. Często spółki utrzymują wysokie stany środków pieniężnych i krótkoterminowych papierów wartościowych. Jeżeli poziom tych składników majątku nie wynika wyłącznie z potrzeb utrzymania płynności, lecz jest wyrazem niechęci menedżerów do pozbywania się środków pieniężnych i ich substytutów, to można mówić w takim przypadku o kosztach agencji. Niechęć do wypłacania wolnych środków pieniężnych wynika również z faktu, że ogranicza to wielkość przedsiębiorstwa mierzoną wartością majątku. Tymczasem zarządzanie dużą spółką jest elementem prestiżu menedżera.

Pojawiają się opinie[5], że antidotum na narastający problem kosztów agencji mogą być tzw. wykupy wspomagane dźwignią (ang. *LBO – leverage buyout*), a w szczególności wykupy, w których wiodącą rolę grają menedżerowie wykupywanej firmy (ang. *MBO – management buyout*). W wyniku tego typu transakcji uzyskuje się dwa

---

[4] M.C. Jensen, *Eclipse of the Public Corporation*, „Harvard Business Review", 1989.
[5] *Ibidem.*

efekty istotne z punktu widzenia kosztów agencji. Po pierwsze, wzrasta zadłużenie, gdyż wykup jest finansowany w znaczącej części ze środków obcych. Po drugie, wzrasta udział menedżerów w kapitale spółki. Oba te efekty, jak opisano powyżej, są korzystne z punktu widzenia ograniczania kosztów agencji. W przypadku polskiej gospodarki przy okazji prywatyzacji mamy do czynienia z procesem prowadzącym do powstania spółek o podobnym charakterze. Jedną z najbardziej powszechnych form prywatyzacji stało się bowiem przejmowanie mienia skarbu państwa (mienia przedsiębiorstw państwowych) w odpłatne korzystanie przez tzw. spółki pracownicze. Potocznie taką formę przekształcenia nazywa się leasingiem pracowniczym. Spółki pracownicze są tworzone przez pracowników przekształcanego przedsiębiorstwa państwowego. Praktyka dowodzi, że dominującą rolę pełnią w nich byli dyrektorzy przedsiębiorstwa państwowego. Można zatem zaryzykować tezę, że w tego typu spółkach udział menedżerów w kapitale własnym spółki jest znaczący. Ponadto mienie użytkowane przez spółkę jest własnością skarbu państwa i jest jedynie oddane w odpłatne korzystanie. Ten sposób przejmowania majątku powoduje, że w spółkach pracowniczych występuje znaczne zadłużenie długoterminowe. Można zatem przypuszczać, że dwa wymienione wyżej czynniki, tzn. własność menedżerska oraz zadłużenie, powodują ograniczanie kosztów agencji w spółkach pracowniczych w porównaniu ze spółkami giełdowymi. Z drugiej jednak strony spółki giełdowe są zobligowane do publikowania wszystkich istotnych informacji i stale znajdują się pod ścisłą kontrolą instytucji rynku kapitałowego. Sytuacja ta sprzyja ograniczaniu asymetrii informacji pomiędzy właścicielami spółki a zarządem.

5. Badania

Badania empiryczne związane z kosztami agencji są niezwykle trudne do przeprowadzenia. Wynika to przede wszystkim z faktu, że charakter kosztów agencji zawsze będzie skłaniał zarządy do ich ukrywania. Definicja kosztów agencji mówiąca, że jest to różnica w wartości przedsiębiorstwa zarządzanego przez właściciela a wartością identycznego przedsiębiorstwa zarządzanego przez wynajętych menedżerów dobrze oddaje istotę problemu, ale jest bardzo trudna do bezpośredniego zastosowania w badaniach empirycznych. Aby zastosować ją w praktyce, należałoby – po pierwsze – mieć wzorzec, czyli przedsiębiorstwo bez kosztów agencji, a po drugie znać wartość badanych przedsiębiorstw i w rezultacie obliczyć różnicę, która byłaby wartością kosztów agencji. Tego typu badania nie są niestety możliwe do zrealizowania. Można natomiast badać koszty agencji w sposób pośredni. Na podstawie dociekań teoretycznych można ustalić pewne przesłanki przesądzające czy przedsiębiorstwo jest bardziej czy mniej narażone na koszty agencji. Przesłankami tymi mogą być zarówno pewne wielkości czy wskaźniki finansowe, jak i relacje między nimi. Takie podejście

zastosowano właśnie w artykule. Dla dwóch prób przedsiębiorstw obliczono te same zestawy wskaźników oraz odpowiednie współczynniki korelacji między innymi, by porównać możliwości występowania kosztów agencji.

6. Metodologia badań

Próby

Pierwszą próbę stanowiły spółki notowane na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych z wyłączeniem banków i przedsiębiorstw ubezpieczeniowych. Ogółem badaniu poddano 78 spółek giełdowych. Drugą próbę stanowiły spółki pracownicze, użytkujące mienie skarbu państwa. Próba ta składała się z 141 spółek.

W celu uszczegółowienia badań spółki z obu prób zostały podzielone na branże. Zastosowana klasyfikacja branżowa wygląda następująco:

- Przemysł lekki
- Handel i usługi
- Budownictwo
- Przemysł chemiczny
- Przemysł spożywczy
- Przemysł elektromaszynowy

Zakres i czas badań

- Badaniu podlegały, w przypadku większości spółek, sprawozdania finansowe za lata 1991-1997. W przypadku niektórych spółek z powodu niekompletności danych badano sprawozdania za krótsze okresy. W przypadku spółek pracowniczych dostępne były dane za lata 1995-1997.
- W trakcie badań posłużono się następującymi wskaźnikami:

$$\textit{stopa zadłużenia} = \frac{\textit{wartość zadłużenia ogółem}}{\textit{suma bilansowa}}$$

$$\textit{stopa zadłużenia długoterminowego} = \frac{\textit{wartość zadłużenia długoterminowego}}{\textit{suma bilansowa}}$$

$$\textit{wskaźnik kosztów zarządu} = \frac{\textit{koszt zarządu}}{\textit{przychód ze sprzedaży}}$$

$$\textit{wskaźnik rentowności kapitału własnego} = \frac{\textit{wynik finansowy netto}}{\textit{kapitał własny}}$$

$$\textit{wskaźnik gotówki i krótkoterminowych papierów wartościowych} = \frac{\textit{gotówka i krótkoterminowe papiery wartościowe}}{\textit{przychód ze sprzedaży}}$$

- Gdy w badaniu korelacji wykorzystywane były wartości bezwzględne, np. przepływy pieniężne czy dywidendy, zostały one sprowadzone do wartości z roku 1997.
- Do badania korelacji między poszczególnymi wielkościami został wykorzystany współczynnik korelacji, którego definicja ma następującą postać:

$$\rho_{x,y}=\frac{\mathrm{cov}(x,y)}{\sigma_x \times \sigma_y},$$

w którym symbol cov(x, y) oznacza kowariancję zmiennych x, y, a δ_x i δ_y

- współczynnik korelacji obliczono dla całej próby oraz dla poszczególnych branż,
- zweryfikowana została hipoteza o braku korelacji pomiędzy badanymi wielkościami za pomocą testu t-Studenta;

$$t=\frac{r}{\sqrt{1-r^2}}\times\sqrt{n-2};$$

gdzie:

r – współczynnik korelacji z próby,

n – liczebność próby.

Przy założeniu o prawdziwości hipotezy H_0: $\zeta_{x,y}=0$ statystyka t ma rozkład Studenta o n-2 stopniach swobody. Jeżeli $|t| \geq t_a$ to hipotezę o braku korelacji można odrzucić (ta to tzw. wartość krytyczna statystyki t-Studenta o n-2 stopniach swobody i przy poziomie istotności α).

7. Wyniki badań

W pierwszym etapie badaniu poddana wskaźniki zadłużenia spółek z obu prób. Tabela 2. pokazuje wyniki dla spółek giełdowych, a tabela 3. – dla spółek pracowniczych.

Tabela 2. Średnie stopy zadłużenia spółek giełdowych

	Stopa zadłużenia			*Stopa zadłużenia długoter.*		
	1995	*1996*	*1997*	*1995*	*1996*	*1997*
Lekki	*37,4%*	*20,8%*	*23,5%*	*4,5%*	*3,0%*	*8,1%*
Handel i usługi	*43,8%*	*46,4%*	*53,6%*	*3,3%*	*5,7%*	*9,7%*
Budownictwo	*41,3%*	*41,4%*	*48,3%*	*3,6%*	*5,6%*	*5,8%*
Chemiczny	*17,9%*	*17,5%*	*19,0%*	*2,2%*	*1,5%*	*1,2%*
Spożywczy	*29,5%*	*29,7%*	*30,4%*	*5,3%*	*5,1%*	*3,7%*
Elektromaszynowy	*42,1%*	*42,5%*	*33,0%*	*7,3%*	*9,1%*	*4,4%*
OGÓŁEM	***33,4%***	***31,4%***	***33,3%***	***4,0%***	***4,7%***	***4,9%***

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań spółek.

Tabela 3. Średnie stopy zadłużenia spółek pracowniczych

	Stopa zadłużenia			*Stopa zadłużenia długoter.*		
	1995	*1996*	*1997*	*1995*	*1996*	*1997*
Lekki	*63,1%*	*63,7%*	*67,3%*	*27,9%*	*25,4%*	*22,7%*
Handel i usługi	*71,6%*	*68,2%*	*72,5%*	*26,1%*	*22,4%*	*20,1%*
Budownictwo	*72,3%*	*74,3%*	*64,5%*	*21,3%*	*16,0%*	*10,7%*
Chemiczny	*58,4%*	*70,3%*	*60,8%*	*28,9%*	*45,2%*	*29,9%*
Spożywczy	*59,7%*	*58,9%*	*60,3%*	*21,3%*	*17,6%*	*15,4%*
Elektromaszynowy	*56,0%*	*52,4%*	*45,1%*	*25,2%*	*19,7%*	*14,7%*
OGÓŁEM	*63,5%*	*64,3%*	*61,3%*	*24,7%*	*24,2%*	*18,5%*

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań spółek.

Generalnie można zauważyć, że badane spółki giełdowe nie korzystają w dużym zakresie z obcych źródeł finansowania. Dotyczy to zwłaszcza zadłużenia długoterminowego, którego stopa rzadko przekracza 5%. Świadczy to o tym, że spółki giełdowe korzystają z finansowania obcego jedynie w bieżącej działalności lub wykorzystują do finansowania rozwoju źródła finansowania o charakterze krótkoterminowym. Stopy zadłużenia dla całej próby wykazują dużą stabilność w kolejnych latach. Jeszcze większą stabilność wykazuje stopa zadłużenia długoterminowego. We wszystkich okresach znajduje się w przedziale od 4% do 6%.

Analizując branżowe zróżnicowanie stóp zadłużenia, należy zauważyć, że do najbardziej zadłużonych branż należą: przemysł elektromaszynowy, budownictwo oraz handel i usługi. Najmniej zadłużoną branżą jest przemysł chemiczny. Jeżeli chodzi o dynamikę stóp zadłużenia, to należy zauważyć, że przemysł elektromaszynowy notuje dość istotny spadek zadłużenia (od 46,4% w 1994 do 33% w roku 1997). Dynamikę dodatnią wykazuje natomiast handel i usługi oraz budownictwo. Spadek stóp zadłużenia w przypadku przemysłu elektromaszynowego można wytłumaczyć faktem, że spółki te – wywodzące się z przedsiębiorstw państwowych przemysłu ciężkiego – były w szczególny sposób narażone na konsekwencje przeobrażeń gospodarki początku lat dziewięćdziesiątych. Ich restrukturyzacja była procesem bardzo ciężkim, kosztownym i dopiero w ostatnich latach można mówić o poprawie sytuacji. Stopa zadłużenia za rok 1997, tj. ok. 33%, jest już na poziomie średniej dla całej próby.

Najwyższą dodatnią dynamikę wykazuje handel i usługi. Znaczący wzrost zadłużenia można tłumaczyć intensywnym rozwojem tej branży. Stopa zadłużenia wynosząca 53,6% w roku 1997 jest zdecydowanie najwyższa wśród wszystkich branż. Należy domniemywać, że znaczna część zadłużenia to zobowiązania wobec dostawców, którymi są przedsiębiorstwa produkujące dobra konsumpcyjne. Obecna sytuacja rynkowa stawia przedsiębiorstwa handlowe w uprzywilejowanej pozycji w stosunku do przedsiębiorstw produkcyjnych. O sukcesie rynkowym decyduje bowiem przede wszystkim szeroko rozumiana dystrybucja. Aby uzyskać dostęp do rynku, przedsię-

biorstwa produkcyjne muszą godzić się na coraz dłuższe terminy płatności. Wzrastająca znacznie stopa zadłużenia świadczyć może o bardzo agresywnej ekspansji przedsiębiorstw tej branży. Ekspansja ta przejawia się między innymi wykupywaniem innych przedsiębiorstw i tworzeniem konglomeratów.

Inną branżą o wskaźniku zadłużenia powyżej średniej jest budownictwo. Wynika to ze specyfiki tej branży. W budownictwie występują bardzo długie cykle rotacji i przedsiębiorstwa muszą częściowo finansować się długiem.

Zdecydowanie najniższe (poniżej średniej dla całej próby) wskaźniki zadłużenia mają przemysły chemiczny i lekki.

Porównanie wskaźników zadłużenie dla spółek giełdowych i pracowniczych potwierdza tezę o wyższym zadłużeniu tych drugich. Dotyczy to zarówno zadłużenia długo-, jak i krótkoterminowego. Również stopa zadłużenia ogółem jest znacząco (prawie dwukrotnie) wyższa w przypadku spółek pracowniczych niż w przypadku spółek giełdowych. Różnice branżowe widać na przykładzie przemysłu chemicznego. Spółki pracownicze tej branży mają wskaźniki zadłużenia najwyższe, natomiast spółki giełdowe tej branży mają wskaźniki zadłużenia najniższe.

Kolejna faza badań związanych z teorią kosztów agencji polegała na obliczeniu współczynników korelacji i sprawdzeniu istotności skorelowania stopy zadłużenia i przepływów z działalności operacyjnej oraz stopy zadłużenia długoterminowego i przepływów operacyjnych. Badania współczynników korelacji opierają się na tezie, że spółki, w których występują wysokie przypływy z działalności operacyjnej przy niskim zadłużeniu są bardziej narażone na koszty agencji. W takich spółkach menedżerowie mają do dyspozycji większe ilości wolnej gotówki, które mogą być lokowane w przedsięwzięcia, nie podnosząc wartości przedsiębiorstwa. Brak zadłużenia utrudnia dyscyplinowanie zarządu.

Wszystkich obliczeń dokonano dla całej próby oraz dla poszczególnych branż. Wyniki obliczeń zostały zamieszczone w tabeli 4. i tabeli 5. dla spółek giełdowych oraz tabelach 6. i 7. dla spółek pracowniczych

Tabela 4. Korelacja stopy zadłużenia z wartością przepływów operacyjnych. Spółki giełdowe

	Liczba spółek	*Liczba okresów*	*Współczynnik korelacji*	*Wartość krytyczna t 0,05*	*t-wartość empiryczna*	*Test istotności*
Ogółem	*78*	*290*	*–0,1677*	*1,9800*	*–2,8867*	*istotne*
przemysł lekki	*9*	*34*	*–0,3009*	*2,0690*	*–1,7846*	*nie*
handel i usługi	*15*	*53*	*0,0064*	*2,0210*	*0,0455*	*nie*
budownictwo	*17*	*64*	*0,0241*	*2,0100*	*0,1899*	*nie*
chemiczny	*16*	*63*	*–0,0645*	*2,0930*	*–0,5050*	*nie*
spożywczy	*10*	*37*	*–0,0593*	*2,0420*	*–0,3515*	*nie*
elektromaszynowy	*11*	*39*	*–0,2701*	*2,0450*	*–1,7062*	*nie*

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań spółek.

Tabela 5. Korelacja stopy zadłużenia długoterminowego z wartością przepływów operacyjnych. Spółki giełdowe

	Liczba spółek	Liczba okresów	Współczynnik korelacji	Wartość krytyczna t 0,05	t-wartość empiryczna	Test istotności
Ogółem	78	290	0,0077	1,9800	0,1303	nie
przemysł lekki	9	34	–0,1451	2,0690	–0,8295	nie
handel i usługi	15	53	0,1407	2,0210	1,0152	nie
budownictwo	17	64	–0,0012	2,0100	–0,0093	nie
chemiczny	16	63	0,3413	2,0930	2,8362	istotne
spożywczy	10	37	–0,0596	2,0420	–0,3529	nie
elektromaszynowy	11	39	–0,0271	2,0450	–0,1649	nie

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań spółek.

Tabela 6. Korelacja stopy zadłużenia z wartością przepływów operacyjnych. Spółki pracownicze

	Liczba spółek	Liczba okresów	Współczynnik korelacji	Wartość krytyczna t 0,05	t-wartość empiryczna	Test istotności
Ogółem	141	377	–0,1402	1,9800	–2,7429	istotne
chemiczny	25	61	0,0879	2,0690	0,6778	nie
spożywczy	31	85	–0,1261	2,0210	–1,1581	nie
przemysł lekki	18	46	–0,3202	2,0100	–2,2417	istotne
budownictwo	21	60	–0,3852	2,0930	–3,1794	istotne
elektromaszynowy	22	60	–0,2970	2,0420	–2,3686	istotne
handel i usługi	24	65	0,1323	2,0450	1,0590	nie

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań spółek.

Tabela 7. Korelacja stopy zadłużenia długoterminowe z wartością przepływów operacyjnych. Spółki pracownicze

	Liczba spółek	Liczba okresów	Współczynnik korelacji	Wartość krytyczna t 0,05	t-wartość empiryczna	Test istotności
Ogółem	141	377	–0,0639	1,9800	–1,2407	nie
chemiczny	25	61	0,1246	2,0690	0,9649	nie
spożywczy	31	85	–0,1574	2,0210	–1,4524	nie
przemysł lekki	18	46	–0,3642	2,0100	–2,5941	istotne
budownictwo	21	60	–0,1099	2,0930	–0,8420	nie
elektromaszynowy	22	60	–0,3171	2,0420	–2,5459	istotne
handel i usługi	24	65	–0,1648	2,0450	–1,3266	nie

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań spółek.

Z obliczeń wynika, że dla całej próby współczynnik korelacji pomiędzy wartością przepływów z działalności operacyjnej a stopą zadłużenia wynosi dla spółek giełdowych –0,1677, a test pokazuje, że jest to zależność statystycznie istotna. Dla spółek pracowniczych współczynnik korelacji wynosi – 0,1402 i również jest to zależność statystycznie istotna. Można zatem sformułować wniosek, że spółki z obu prób są narażone na występowaniem kosztów agencji w zbliżonym stopniu. Podobna zależność występuje w większości branż.

W badaniu z użyciem stopy zadłużenia długoterminowego takich wniosków nie można sformułować. Zważywszy jednak na bardzo niski poziom tego zadłużenia należy do obliczeń przeprowadzonych z użyciem stopy zadłużenia długoterminowego podchodzić z większą rezerwą.

Kolejnym wskaźnikiem objętym badaniem był wskaźnik kosztów zarządu. Wskaźnik ten wskazuje, które spółki ponoszą wyższe koszty związane z zarządzaniem spółką na złotówkę przychodu. Wyższy poziom wskaźnika może być związany z wyższymi kosztami agencji.

Tabela 8. Średni poziom wskaźnika kosztów zarządu

Branża	*Spółki pracownicze*	*Spółki giełdowe*
Chemiczny	*12,5%*	*10,4%*
Spożywczy	*8,7%*	*6,5%*
Lekki	*8,8%*	*10,4%*
Budownictwo	*10,3%*	*8,6%*
Elektromaszynowy	*21,2%*	*10,7%*
Handel i usługi	*3,4%*	*7,4%*
OGÓŁEM	*11,5%*	*8,9%*

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań spółek.

Generalnie należy stwierdzić, że spółki pracownicze wykazują wyższy poziom wskaźnika kosztów zarządu od spółek giełdowych. Przeczyłoby to tezie, że spółki giełdowe są bardziej narażone na koszty agencji. Należy jednak zwrócić uwagę, że poziom kosztów zarządu jest najbardziej bezpośrednim przejawem kosztów agencji i jest bardzo łatwy do obserwacji dla właścicieli spółki. Dlatego w spółkach giełdowych, które pozostają pod ścisła obserwacją uczestników rynku kapitałowego, menedżerowie nie mogą sobie pozwolić na pokazywanie w sprawozdaniach zbyt wygórowanych kosztów związanych z zarządzaniem.

Analizując zróżnicowanie branżowe, można stwierdzić, że w obrębie spółek pracowniczych występują znacznie większe różnice niż w próbie spółek giełdowych. Wynika to prawdopodobnie z faktu, że spółki giełdowe muszą przed wejściem na

giełdę przejść długą procedurę weryfikacji, przez co próba jest bardziej jednorodna. Jednak w obu próbach do branż o wskaźniku poniżej średniej należą handel i usługi (jedyna branża, w której wskaźnik jest niższy dla spółek pracowniczych), przemysł spożywczy i budownictwo. Może to wynikać z faktu, że są to branże cechujące się szczególnie silną konkurencją, lokujące swoje produkty i usługi przeważnie na rynku dóbr konsumpcyjnych. Natomiast w obu próbach wskaźniki powyżej średniej mają przemysł chemiczny i elektromaszynowy.

Następna faza badań miała za zadanie sprawdzenie, czy zadłużenie pełni rolę dyscyplinującą zarząd, tzn. czy istnieje istotna korelacja pomiędzy stopą zadłużenia i wskaźnikiem kosztów zarządu. Wyniki obliczeń zawierają tabele 9. i 10. dla spółek giełdowych oraz 11. i 12. dla spółek pracowniczych.

Tabela 9. Korelacja między stopą zadłużenia a wskaźnikiem kosztów zarządu. Spółek giełdowe

	Liczba spółek	*Liczba okresów*	*Współczynnik korelacji*	*Wartość krytyczna t 0,05*	*t-wartość empiryczna*	*Test istotności*
Ogółem	78	478	–0,1055	1,9800	–2,3156	istotne
przemysł lekki	9	54	–0,2395	2,0690	–1,7784	nie
handel i usługi	15	96	–0,2924	2,0210	–2,9646	istotne
budownictwo	17	104	0,0870	2,0100	0,8817	nie
chemiczny	16	99	0,1502	2,0930	1,4959	nie
spożywczy	10	61	–0,0926	2,0420	–0,7144	nie
elektromaszynowy	11	64	–0,0231	2,0450	–0,1821	nie

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań spółek.

Tabela 10. Korelacja między stopą zadłużenia długoterminowego a wskaźnikiem kosztów zarządu. Spółki giełdowe

	Liczba spółek	*Liczba okresów*	*Współczynnik korelacji*	*Wartość krytyczna t 0,05*	*t-wartość empiryczna*	*Test istotności*
Ogółem	78	478	0,0227	1,9800	0,4963	nie
przemysł lekki	9	54	–0,0192	2,0690	–0,1383	nie
handel i usługi	15	96	0,0923	2,0210	0,8986	nie
budownictwo	17	104	–0,0148	2,0100	–0,1494	nie
chemiczny	16	99	0,1476	2,0930	1,4699	nie
spożywczy	10	61	–0,0860	2,0420	–0,6627	nie
elektromaszynowy	11	64	0,1999	2,0450	1,6068	nie

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań spółek.

Tabela 11. Korelacja między stopą zadłużenia a wskaźnikiem kosztów zarządu. Spółki pracownicze

	Liczba spółek	Liczba okresów	Współczynnik korelacji	Wartość krytyczna t 0,05	t-wartość empiryczna	Test istotności
Ogółem	141	106	0,3039	1,9800	3,2525	istotne
przemysł lekki	18	9	–0,0316	2,0100	–0,0835	nie
handel i usługi	24	3	–0,9607	2,0450	–3,4618	istotne
budownictwo	21	9	0,6586	2,0930	2,3154	istotne
chemiczny	25	17	0,3409	2,0690	1,4045	nie
spożywczy	31	49	0,3416	2,0210	2,4919	istotne
elektromaszynowy	22	19	0,8606	2,0420	6,9687	istotne

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań spółek.

Tabela 12. Korelacja między stopą zadłużenia długoterminowego a wskaźnikiem kosztów zarządu. Spółki pracownicze

	Liczba spółek	Liczba okresów	Współczynnik korelacji	Wartość krytyczna t 0,05	t-wartość empiryczna	Test istotności
Ogółem	141	106	0,2041	1,9800	2,1262	istotne
przemysł lekki	18	9	–0,0020	2,0100	–0,0054	nie
handel i usługi	24	3	–0,9287	2,0450	–2,5037	istotne
budownictwo	21	9	–0,2966	2,0930	–0,8218	nie
chemiczny	25	17	0,3333	2,0690	1,3693	nie
spożywczy	31	49	0,5873	2,0210	4,9747	istotne
elektromaszynowy	22	19	0,3879	2,0420	1,7352	nie

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań spółek.

Wyniki wskazują, że o dyscyplinującej roli długu można mówić wyłącznie w odniesieniu do spółek giełdowych. Współczynnik korelacji pomiędzy wskaźnikiem kosztów zarządu a stopą zadłużenia jest dla całej próby ujemny i jest to zależność istotna (również dla większości branż występuje podobna zależność). Natomiast w przypadku spółek pracowniczych mamy do czynienia z zależnością przeciwną. Współczynnik korelacji przyjmuje wartości znacząco dodatnie. Oznacza to, że spółki bardziej zadłużone mają jednocześnie wyższy wskaźnik kosztów zarządu. Zadłużenie w przypadku tych spółek nie spełnia swojej dyscyplinującej roli.

Jednym z przejawów kosztów agencji może być utrzymywanie przez zarząd wysokich stanów gotówki i krótkoterminowych papierów wartościowych. Generalnie, wolne środki pieniężne, które nie mogą być zainwestowane w przedsięwzięcia o dodatniej NPV powinny być wypłacane właścicielom. Menedżerowie starają się utrzymywać wysokie stany najbardziej płynnych składników majątku, gdyż zapewnia im to większą swobodę działania, daje większe poczucie bezpieczeństwa oraz wiąże się z większym prestiżem. Oczywiście konieczny stan środków pieniężnych zależy od wielkości obrotów, dlatego obliczono wskaźnik odnoszący wartość środków

pieniężnych i krótkoterminowych papierów wartościowych do wartości sprzedaży. Wyniki pokazuje tabela 13.

Tabela 13. Średni poziom wskaźnika „gotówka i krótkoterminowe papiery wartościowe do sprzedaży"

Branża	Spółki pracownicze	Spółki giełdowe
Chemiczny	6,6%	6,4%
Spożywczy	2,7%	4,3%
Lekki	5,3%	10,6%
Budownictwo	2,8%	14,7%
Elektromaszynowy	6,1%	5,2%
Handel i usługi	2,1%	8,2%
OGÓŁEM	4,2%	8,8%

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań spółek.

Porównanie wartości powyższego wskaźnika pomiędzy spółkami wskazuje na możliwość występowania wyższych kosztów agencji w spółkach giełdowych, dla których wskaźnik ten jest ponad dwukrotnie wyższy niż wskaźnik dla spółek pracowniczych. W obu próbach wartość wskaźnika poniżej średniej dla całej próby wykazują branże: handel i usługi oraz przemysł spożywczy. Wskaźniki powyżej średniej ma w obu próbach tylko przemysł lekki. Bardzo istotna dysproporcja występuje natomiast w budownictwie, które w przypadku spółek pracowniczych osiąga wskaźnik zaledwie 2,8%, natomiast w przypadku spółek giełdowych 14,7%.

Następnie sprawdzono czy istnieje związek pomiędzy poziomem wskaźnika wartości środków pieniężnych i krótkoterminowych papierów wartościowych do wartości sprzedaży oraz wartością dywidend. Wyniki dotyczące spółek giełdowych zawiera tabela 14. a spółek pracowniczych tabela 15.

Tabela 14. Korelacja między wartością dywidend a wskaźnikiem „gotówka i krótkoterminowe papiery wartościowe do sprzedaży" dla spółek giełdowych

	Liczba spółek	Liczba okresów	Współczynnik korelacji	Wartość krytyczna t 0,05	t-wartość empiryczna	Test istotności
Ogółem	78	478	0,0600	1,9800	1,3123	nie
przemysł lekki	9	54	0,0963	2,0690	0,6977	nie
handel i usługi	15	96	0,2381	2,0210	2,3769	istotne
budownictwo	17	104	–0,0129	2,0100	–0,1308	nie
chemiczny	16	99	0,2439	2,0930	2,4775	istotne
spożywczy	10	61	–0,0805	2,0420	–0,6206	nie
elektromaszynowy	11	64	–0,0555	2,0450	–0,4377	nie

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań spółek.

Tabela 15. Korelacja między wartością dywidend a wskaźnikiem „gotówka i krótkoterminowe papiery wartościowe do sprzedaży" dla spółek pracowniczych

	Liczba spółek	Liczba okresów	Współczynnik korelacji	Wartość krytyczna t 0,05	t-wartość empiryczna	Test istotności
Ogółem	141	377	−0,0100	1,9800	−0,1933	nie
chemiczny	25	61	−0,0938	2,0690	−0,7234	nie
spożywczy	31	85	−0,0232	2,0210	−0,2117	nie
przemysł lekki	18	46	−0,1562	2,0100	−1,0491	nie
budownictwo	21	60	0,3727	2,0930	3,0590	istotne
elektromaszynowy	22	60	0,1619	2,0420	1,2498	nie
handel i usługi	24	65	−0,1667	2,0450	−1,3422	nie

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań spółek.

Współczynniki korelacji obliczone dla obu prób osiągają zbyt niskie wartości. Świadczy to o tym, że spółki nie uzależniają poziomu wypłacanych dywidend od stanu wolnych środków pieniężnych.

Należy jednak zwrócić uwagę, że – jak wynika z obliczeń – w spółach pracowniczych dywidenda była wypłacana średnio w 53,8% przypadków, natomiast w spółkach giełdowych – średnio w 28,9% przypadków. Jeżeli powiążemy ten fakt z relatywnie wysokim poziomem gotówki i krótkoterminowych papierów wartościowych to niewypłacanie dywidend można uznać z jeden z najpoważniejszych przejawów kosztów agencji w spółkach giełdowych.

W celu dalszego zbadania relacji pomiędzy płynnymi składnikami majątku a dywidendami obliczono średni poziom wskaźnika „gotówka i krótkoterminowe papiery wartościowe do sprzedaży" wyłącznie dla spółek, które w danych okresach nie wypłacały dywidendy. Wyniki są następujące: dla spółek pracowniczych wskaźnik wynosił 4,9%, dla spółek giełdowych 8,2%. Oznacza to, że spółki, które nie wypłacały dywidend miały relatywny poziom gotówki i krótkoterminowych papierów wartościowych bardzo zbliżony do średniej dla całej próby. Wynika z tego, że brak środków nie jest barierą wypłacania dywidend, zatem można podejrzewać, że barierą tą jest interes menedżerów.

Kolejną przesłanką świadczącą o kosztach agencji może być nadmierny majątek. Jak wyżej zostało wykazane, menadżerowie mają skłonność do „przeinwestowywania", które zwiększa wartość księgową majątku, czyli przyczynia się do zwiększania rozmiarów przedsiębiorstwa, natomiast nie zwiększy wartości rynkowej, gdyż nie przynosi zwrotu większego od kosztu kapitału. Miernikiem, który w bardzo uproszczony sposób może pomóc w badaniu tego aspektu kosztów agencji może być wskaźnik efektywności majątku[6] (wartość sprzedaży do wartości księgowej majątku). Średnie wartości tego wskaźnika pokazuje tabela 16.

[6] J.S. Ang, R.A. Cole, J. Wuh Lin, *Agency Costs nad Ownership Structure*, working paper.

Tabela 16. Średni poziom wskaźnika efektywności majątku (sprzedaż/aktywa)

Branża	Spółki pracownicze	Spółki giełdowe
Chemiczny	*1,88*	*1,32*
Spożywczy	*2,53*	*1,87*
Lekki	*1,74*	*1,49*
Budownictwo	*2,93*	*1,62*
Elektromaszynowy	*1,96*	*1,52*
Handel i usługi	*3,81*	*1,96*
OGÓŁEM	***2,49***	***1,58***

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań spółek.

Obliczenia pokazują znacznie niższy poziom wskaźnika dla spółek giełdowych. Oznacza to, że spółki te mają relatywnie wysoką wartość wskaźnika majątku do sprzedaży. W obu próbach powyżej średniej kształtują się wskaźniki dla handlu i usług, przemysłu spożywczego i budownictwa. Niższe od średniej wskaźniki mają przemysł chemiczny, elektromaszynowy i lekki. Wyniki te potwierdzają tezę o możliwościach występowania przerostów majątku w spółkach giełdowych.

Jednym z mierników wykorzystania przez menedżerów kapitału dostarczonego przez właścicieli jest miernik rentowności kapitału własnego rozumiany jako relacja wyniku finansowego netto do kapitału własnego. Wskaźnik ten informuje, ile jednostek zysku przedsiębiorstwa wypracowuje z jednostki kapitału własnego. Wartości wskaźnika dla badanych przedsiębiorstw zawiera tabela 17.

Tabela 17. Średni poziom wskaźnika rentowności kapitału własnego (wynik netto do kapitału własnego)

Branża	Spółki pracownicze	Spółki giełdowe
Chemiczny	*20,2%*	*8,9%*
Spożywczy	*24,7%*	*4,9%*
Lekki	*8,2%*	*8,9%*
Budownictwo	*6,7%*	*8,9%*
Elektromaszynowy	*31,3%*	*5,3%*
Handel i usługi	*14,9%*	*6,8%*
OGÓŁEM	***18,3%***	***7,3%***

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań spółek.

Wyniki wskazują wyraźnie, że znacznie wyższy zysk z jednostki kapitału uzyskują spółki pracownicze. Oczywiście rezultat ten jest pochodną różnic w strukturach kapitału – spółki pracownicze mają wyraźnie wyższe udziały kapitału obcego. Nie

zmienia to faktu, że akcjonariusze spółek giełdowych nie mogą czuć się usatysfakcjonowani wynikami, jakie osiągają menedżerowie zarządzający ich pieniędzmi.

8. Podsumowanie

Wyniki przeprowadzonych badań upoważniają do sformułowania następujących wniosków:

- Potwierdza się teza o wyższym zadłużeniu spółek pracowniczych niż giełdowe. Dotyczy to zarówno zadłużenia długo-, jak i krótkookresowego.
- W przypadku obu typów spółek występuje ujemna korelacja pomiędzy przepływami operacyjnymi i zadłużeniem, co stwarza sprzyjające warunki dla powstawania kosztów agencji
- Istnieją przesłanki, by stwierdzić, że w spółkach pracowniczych występują z większym nasileniem koszty agencji o charakterze bardziej „bezpośrednim". Może o tym świadczyć analiza wskaźnika kosztów zarządu. Prawdopodobnie wynika to z faktu, że realizowanie korzyści przez menedżerów w sposób bardzo bezpośredni jest stosunkowo łatwe do obserwowania i stąd spółki giełdowe poddane kontroli rynku kapitałowego mają wskaźnik kosztów zarządu niższy. W przypadku spółek pracowniczych, w których często kontrolne pakiety udziałów mają zarządy, menedżerowie mogą wybierać czy wolą realizować swoje korzyści jako zarządzający czy jako właściciele.
- Czynniki mogące świadczyć w sposób bardziej pośredni o kosztach agencji są mniej korzystne dla spółek giełdowych. Składa się na to utrzymywanie wysokich stanów płynnych składników majątku, niewypłacanie dywidend i realizowania niskiego zwrotu z kapitału własnego. W przypadku spółek pracowniczych przed tego typu zjawiskami może chronić zadłużenie oraz przede wszystkim udział menedżerów w własności spółki

Literatura

[1] J.S. Ang, R.A. Cole, J. Wuh Lin, *Agency Costs nad Ownership Structure*, working paper

[2] C. Chang, *Capital Structure as an Optimal Contract Between Employees and Investors*, „The Journal of Finance" (1992)

[3] P.M. Dechow, R.G. Sloan, *Executive Incentives and the Horizon Problem: An Enpirical Investigation*, „Journal of Accounting and Economics", 14 (1991)

[4] W.D. Diamond, *Reputation Acquisition in Debt markets*, „Journal of Political Economy" (1989)
[5] A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1998
[6] M. Gorynia, *Zachowania przedsiębiorstw w okresie transformacji*, Wyd. Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 1998
[7] M. Harris, A. Raviv, *The Theory of Capital Structure*, „The Journal of Finance" (1991)
[8] M. Harris, A. Raviv, *Capital Structure and the Informational Role of Debt*, „The Journal of Finance" (1990)
[9] M.C. Jensen, *Eclipse of the Public Corporation*, „Harvard Business Review" (1989)
[10] M.C. Jensen, *Agency Costs of Free cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, „American Economic Review" (1986)
[11] M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and capital structure*, „Journal of Financial Economics" (1976)
[12] R. Stulz, *Managerial Discretion and Optimal Financing Policies*, „Journal of Financial Economics", 20 (1990)
[13] S. Titman, *Determinants of Capital Structure on Firm's Liquidation Decisions*, „Journal of Financial Economics", 13 (1984)
[14] S. Titman, R. Wessels, *The Determinants of Capital Structure Choice*, „The Journal of Finance", (1988)
[15] J. Tittenbrun, *Własność i kontrola a efektywność w ujęciu teorii własności*, „Ekonomista", 6 (1996)
[16] M. Jerzemowska, *Analiza teorii kształtowania struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 1996