

Małgorzata Smoleń-Bojańczyk
Akademia Finansów i Biznesu Vistula – Warszawa

DELIKTY KORPORACYJNE W ŚWIETLE TEORII AGENCJI – NA PODSTAWIE DOŚWIADCZEŃ AMERYKAŃSKICH

Streszczenie

Współczesna gospodarka światowa jest niestabilna. Świadczą o tym wybuchające cyklicznie kryzysy. Jednym z kluczowych czynników wpływających na niestabilność i kryzysy jest zmiana struktury własnościowej wielu przedsiębiorstw i towarzyszące temu oddzielenie własności od zarządzania. Procesy te doprowadziły m.in. do różnych konfliktów między akcjonariuszami i właścicielami opisywanymi m.in. przez teorie agencji. Nie ma miesiąca, w którym nie dowiadywalibyśmy się o kolejnym skandalu finansowym wywołanym przez wielkie korporacje. Celem artykułu jest wskazanie na korelacje między nadużyciami korporacyjnymi a teorią agencji. W artykule przeprowadzono analizę istoty teorii agencji, jej problemów, a także ewolucji. W celu zachowania obiektywności w tekście uwzględnione zostały stanowiska współczesnych zwolenników, jak i krytyków teorii agencji. Poruszono problem nadużyć korporacyjnych w Stanach Zjednoczonych w świetle teorii agencji począwszy od Enronu w 2001 roku, przez kryzys finansowy 2008 roku oraz dalsze jego konsekwencje. Przeprowadzona w artykule analiza wykazała, że pomimo wielkiego kryzysu finansowego nie wyciągnięto należytych wniosków w dziedzinie nadzoru korporacyjnego. Nowe regulacje, które narzucały odpowiedzialność menadżerów, nie przyniosły oczekiwanego efektu. Organy regulacyjne i kontrolne nie potrafiły postawić menadżerów odpowiedzialnych za kryzys w stan oskarżenia. Biorąc pod uwagę taki rozwój sytuacji i bezkarność menadżerów należy się spodziewać narastającego problemu agencji na rynkach finansowych.

Słowa kluczowe: teoria agencji, teoria służebności, nadużycia korporacyjne, skandale finansowe.

Kody JEL: A1, A13, G01, G02

Wstęp

Dokonujące się w historii zmiany struktury własnościowej przedsiębiorstw doprowadziły w wielu sytuacjach do oddzielenia własności od zarządzania. To doprowadziło do ukształtowania się specyficznych relacji między właścicielami

przedsiębiorstw i menadżerami odpowiedzialnymi za podejmowanie bieżących decyzji. Relacje te między innymi opisywane są przez teorię agencji.

W artykule opisano genezę i rozwój teorii agencji oraz pojawienie się teorii komplementarnych i krytycznych oraz przeciwstawnych teorii agencji. Zamiarem autorki jest również przedstawienie teorii agencji w kontekście jakości informacji biznesowych i finansowych publikowanych przez firmy czyli w świetle efektywności informacyjnej.

Istota teorii agencji

Jedną z dynamicznie rozwijających się i intensywnie badanych teorii ekonomicznych jest teoria agencji. Tłumaczy ona jak najefektywniej zorganizować relacje między właścicielem a agentem. U podstaw teorii agencji leży koncepcja ekonomicznej racjonalności działania człowieka (*homo oeconomicus*). Teoria agencji definiowana w sposób ogólny zajmuje się problemami podziału i rozkładu ryzyka, powstającymi w sytuacji, gdy partnerzy związani tym samym przedsięwzięciem biznesowym mają odmienną ocenę ryzyka.

Pierwsze próby opisu problemu pojawiły się już w 1976 roku. Adam Smith w pracy pt. *Bogactwo narodów* (*The Wealth of Nations*) opisał, jak pojawienie się i upowszechnienie spółek akcyjnych tworzy niebezpieczną przepaść między właścicielami i menadżerami. „Dyrektorzy takich firm ... są raczej menadżerami cudzych pieniędzy niż swoich własnych, nie można więc oczekiwać, że będą czuwać nad nimi z taką samą uwagą, z jaką partnerzy w prywatnej firmie często czuwają nad własnymi. Dlatego zaniedbanie lub rozrzutność zawsze muszą przeważać, w mniejszym lub większym stopniu, w zarządzaniu sprawami takiej firmy” (Smith 1976, s. 27).

Adam Smith twierdził, że konflikt agencji wpływa negatywnie na działanie przedsiębiorstwa zarówno w aspekcie organizacyjnym, jak i ekonomicznym. Kolejnym krokiem w zakresie rozwoju teorii agencji była kompleksowa analiza relacji między różnymi podmiotami tworzącymi korporację. Za jej prekursorów uważa się A.A. Berle'go i G.C. Meansa (1932). Analizowali oni wzajemne zależności między mechanizmami władzy w korporacjach a prawem własności. Na podstawie przeprowadzonych badań amerykańskich korporacji wysnuli wnioski, iż korzystne dla właścicieli jest oddzielenie własności od zarządzania. Teorię tę rozwinęli M.C. Jensen i H.W. Meckling (1976, s. 305-360). Dowiedli na podstawie przeprowadzonych prac badawczych, iż przedsiębiorstwo funkcjonuje jako reprezentant swoich właścicieli i jako takie jest zainteresowane osiągnięciem dla nich jak największych zysków. Przez przedsiębiorstwo definiowana jest tu struktura kapitałowa – korporacja, w przypadku której mamy do czynienia z funkcjonalnym oddzieleniem własności od zarządzania. „Stosunek agencji” oznacza tu relację między akcjonariuszami, czyli właścicielami przed-

siębiorstwa i kapitału, a zatrudnionymi menadżerami – zwanymi tu „agentami”. Relacje te zostają sformalizowane poprzez kontrakty zawarte między stronami na zarządzanie firmą. Nadrzędnym celem wynajętych menadżerów jest jak najefektywniejsze zarządzanie powierzonym kapitałem. Zgodnie z teorią agencji, każdy kontrakt wykonywany jest tak długo, jak długo obie strony – „pryncypał” (czyli właściciel kapitału, akcjonariusz) oraz „agent” (czyli zarządzający menadżer) – czerpią z niego zysk satysfakcjonujący obie strony. Teoria agencji koncentruje się wokół rynku kapitałowego i funkcjonujących na nim spółkach kapitałowych. M.C. Jensen i H.W. Meckling podkreślali, że każda firma ma mieszaną strukturę kapitałową. Składają się na nią kapitał własny, pozyskany od akcjonariuszy oraz kapitał dłużny, pozyskany od kredytodawców. Przez zaangażowanie kapitału zewnętrznego – dłużnego menadżerowie będą skłonni tak kształtować strukturę aktywności gospodarczej firmy, aby minimalizować ryzyko dla wierzycieli, ale jednocześnie nie maksymalizować korzyści akcjonariuszy (wartości firmy) Uzyskanie maksymalnej wartości firmy byłoby możliwe tylko w sytuacji braku ograniczeń ze strony wierzycieli (Bendickson, Muldoon i in. 2016).

Kapitał dłużny jest jednak bardziej kłopotliwy z punktu widzenia firmy. Korzystanie z niego wiąże się ze ściśle narzuconymi przez kredytodawców ograniczeniami zakresu działania. Z tego uwarunkowania wynikają również ograniczenia finansowania bardziej ryzykownych przedsięwzięć i projektów przy pomocy kapitału zewnętrznego. M.C. Jensen i H.W. Meckling w swoich badaniach dowodzili, iż cele właścicieli i menadżerów często są sprzeczne, co podnosili tworząc teorię agencji. Uważali, że oddzielenie własności od zarządzania w mniejszym lub większym stopniu prowadzi nieuchronnie do konfliktu interesów.

Teoria agencji wiąże się ściśle z efektywnością informacyjną rynków. Według współczesnej teorii agencji, „Relacje pryncypał – agent powinny odzwierciedlać sprawną organizację przepływu informacji i podział ryzyka”. Ten podział dotyczy alokacji ryzyka pomiędzy agenta i pryncypała (właściciela) (Eisenhardt 1989, s. 57-74). Teoria agencji zazwyczaj koncentruje się wokół relacji pryncypał – agent, czyli mechanizmów zarządzania (podejście pozytywne). W swej istocie teoria agencji pochodzi z ekonomicznego spojrzenia na podział ryzyka między dwiema stronami, zleceniodawcą i agentem, jednak każda z tych stron ma różne podejście do rozwiązania tego samego problemu (Eisenhardt 1989).

Rdzeniem problemu agencji jest skłonność agenta do działania w interesie własnym, a nie w najlepszym interesie zleceniodawcy (pryncypała) (Burnham 1941). Z punktu widzenia zleceniodawcy ta rozbieżność stanowi problem, ponieważ powoduje powstanie kosztów agencji (Fama 1980, s. 288-307). Kiedy relacja pryncypał – agent jest nawiązywana, koszty agencji są jasne dla zleceniodawcy. Jednak gdy agent działa sprzecznie z warunkami umowy, pryncypał

zauważa, że powstają znacznie wyższe koszty agencji i większe ryzyko. Tu pojawia się pierwszy problem agencji, mianowicie zmiany w strukturze podziału ryzyka. Drugi problem teorii agencji wynika z pierwszego. Teoria agencji wykazuje, iż kiedy agenci mają udziały w firmie, są bardziej skłonni do podjęcia pożądanых działań przez zleceniodawców, gdyż traktują firmy jak własne (Fama, Jensen 1983, s. 301-325).

Można tu mówić o dwóch podstawowych rodzajach kosztów agencji:

- koszty ochrony interesu akcjonariuszy przed interesem menadżerów. Powodują one wzrost kosztów pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwo;
- koszty ochrony interesu posiadaczy obligacji przed nadużyciami ze strony akcjonariuszy. Te koszty z kolei obciążają akcjonariuszy poprzez wyższe koszty finansowania się długiem.

W teorii agencji istotną rolę pełni asymetria informacyjna, rozumiana jako nierówny dostęp do informacji. Za prekursora szkoły i nurtu zajmującego się teorią asymetrii informacyjnej uznawany jest Eugene Fama, laureat nagrody im. Alfreda Nobla z 2013 roku. W 1970 roku sformułował on hipotezę rynku efektywnego. Wyróżnił trzy hipotezy rynkowe:

- słabą hipotezę rynku efektywnego, która zakłada, że aktualna wycena papierów wartościowych zawiera w sobie wszystkie informacje historyczne oraz dane dotyczące cen. Wynika z tego, iż przyszłych cen nie można przewidzieć na podstawie danych historycznych. Konsekwencją jest też ograniczona użyteczność analizy technicznej;
- półsilną hipotezę rynku efektywnego, w ramach której aktualne ceny papierów wartościowych odzwierciedlają wszystkie dostępne dane, w tym dane publiczne, raporty finansowe i ekonomiczne, ale też dane historyczne. Jeśli rynek uznać za efektywnie półsilny, to zastosowanie zarówno analizy technicznej, jak i fundamentalnej nie przyniesie ponadprzeciętnych zysków;
- silną hipotezę rynku efektywnego – na rynku efektywnie silnym cena akcji odzwierciedla wszystkie informacje dotyczące sytuacji notowanych spółek, w tym również informacje poufne. Wtedy żadna z analiz, fundamentalna, techniczna, w tym również insider trading, nie przyniesie ponadprzeciętnych zysków.

Kryterium rozróżnienia rynków jest różny zakres dostępu do informacji przez uczestników tychże rynków (asymetria informacyjna). Różny jest też dostęp do informacji agentów (menadżerów) i pryncypałów (właścicieli), co z kolei w naturalny sposób prowadzi do powstania kosztów agencji (Fama 1970, s. 383-417).

Kethleen Eisenhardt w kontekście asymetrii informacyjnej udowadniała, że gdy ocena działania agenta oparta jest na wynikach, agent jest bardziej skłonny działać w interesie zleceniodawcy. Jednak jeśli istnieje dostrzegalna nierówność udziałów, agent prawdopodobnie zaangażuje się w działanie w interesie własnym (Eisenhardt 1989, s. 57-74). Kiedy z kolei agent angażuje się

w działanie w interesie własnym, pojawia się ryzyko podejmowania działań zwiększających asymetrię informacyjną, szczególnie w przypadku, gdy pryncypał nie jest w stanie właściwie monitorować zachowania agenta. Mierzalność wyników w ten sposób staje się pozorna, co z kolei prowadzi do innego problemu – monitorowania zachowania agenta (Anderson 1985, s. 234-254). Biorąc pod uwagę dualny problem agencji, mechanizmy zarządzania są potrzebne, aby pomóc ograniczyć ryzyko i monitorować zachowania agentów. Tak pojawia się pozytywna perspektywa w teorii agencji.

Perspektywy teorii agencji

W badaniach zagadnień teorii agencji pojawiły się jej dwie perspektywy:

- relacje pryncypał-agent,
- pozytywna teoria agencji.

W relacji pryncypał-agent identyfikuje się dwa problemy agencji: podział ryzyka i monitorowanie agentów. Te dwa problemy są powiązane w ten sposób, że rozbieżność w zakresie podziału ryzyka powoduje asymetrię informacyjną, która ogranicza zdolność zleceniodawcy do monitorowania zachowania agenta. Zmiana podziału ryzyka, hipotetyczna lub rzeczywista, sprawia, że trudno jest stworzyć idealny kontrakt między zleceniodawcą a agentem. Ryzyko to zwykle jest większe po stronie właściciela kapitału, który w najbardziej ekstremalnej sytuacji może utracić cały zainwestowany kapitał, jeśli dojdzie do upadku firmy. Ryzyko agenta (menadżera) jest znacznie ograniczone. W konsekwencji niewłaściwego zarządzania może on utracić stanowisko, nie ryzykuje jednak prywatnym majątkiem.

Na podstawie teorii agencji została zdefiniowana teoria asymetrii informacyjnej. Asymetria informacyjna wiąże się z wysokimi kosztami pozyskania przez właściciela kapitału (pryncypała) informacji na temat tego, co rzeczywiście robi jego menadżer (agent) i czy jego działania są tożsame z interesami pryncypała. Naturalne jest, że w przypadku rozdzielenia własności od zarządzania menadżerowie posiadają lepszy dostęp do informacji o przedsiębiorstwie niż właściciele. Fakt ten może tworzyć przewagę menadżera w relacji z właścicielami. Koszt pozyskania informacji przez właścicieli staje się wysoki, w skrajnych przypadkach pozyskanie rzetelnych informacji może być niemożliwe. W tej sytuacji może pojawiać się ryzyko podjęcia działań przez menadżerów, które byłyby trudne do zaakceptowania przez właścicieli, a wszystko to na skutek zakłóceń w przepływie informacji (asymetrii informacyjnej).

Kolejnym problemem menadżerów może być ich niechęć do ryzyka (*aversion to risk*). Zdobywszy raz bezpieczną pozycję, starają się ją jak najdłużej zachować. Stąd skłonność do niepodejmowania „zbędnego” ryzyka, objawiająca się np. niechęcią do podejmowania nowych projektów, w szczególności tych

wiążących się z większym ryzykiem ewentualnego niepowodzenia. Część menadżerów w takiej sytuacji stara się utrzymać dotychczasową, bezpieczną pozycję.

Zdefiniowano dwa podstawowe problemy związane z asymetrią informacyjną:

- selekcja negatywna – menadżer (agent) może dojść do wniosku, iż posiada potrzebne umiejętności i zdolności, dlatego jest zatrudniany, przełożony natomiast nie jest w stanie tego całkowicie zweryfikować (*adverse selection*);
- nadużycie zaufania, w przypadku którego agent nie wykonuje lub wykonuje nienależycie kontrakt, do którego został wynajęty (*moral hazard*).

W praktyce kontrakty pryncypał-agent mogą mieć bardzo różnorodną konstrukcję. Najbardziej dominujące wydają się jednak dwa rodzaje kontraktów:

- kontrakty opisujące określone zachowania agenta,
- kontrakty oparte na wynikach (powszechnie stosowane przez międzynarodowe korporacje).

W przypadku tych drugich nie bez znaczenia jest pojawienie się ryzyka nadużyć – *moral hazard*. Wiąże się to z faktem, iż menadżer jest wynagradzany przez właściciela za wynik, drugorzędny staje się tu sposób osiągnięcia wyniku. Menadżer może w tym celu wywierać wpływ na kształtowanie wyników księgowych oraz wykorzystywać działania marketingowe i *public relations* w celu kształtowania pożądanego przez niego wizerunku firmy.

Drugim spojrzeniem na teorię agencji jest pozytywna teoria agencji, która koncentruje się na mechanizmach nadzoru, na tych krytycznych mechanizmach zarządzania, które ograniczają egoizm zachowania agenta. Kathleen M. Eisenhardt zaliczyła do tej grupy takie mechanizmy nadzoru, jak: dodatkowe szereble kierownicze, wewnętrzne procedury księgowe, systemy budżetowe. Fama i Jensen podkreślali rolę rady nadzorczej jako elementu kontroli menadżerów przez akcjonariuszy (Fama, Jensen 1983, s. 301-325). Dalton uważa, że takie mechanizmy kontrolne zapewniają większe dopasowanie celów do potrzeb zleceńodawców i agentów (Dalton, Hitt i in. 2007, s. 1-64).

Eisenhardt zwraca uwagę na to, że właściciel może zdecydować, iż wyniki pracy agenta stanowią podstawę jego wynagrodzenia. Wyżej wymienione mechanizmy służą kontroli i mierzeniu tych wyników. Problemem właściciela (pryncypała) jest jednak znalezienie równowagi między kosztami wdrożenia tych mechanizmów kontrolnych a ryzykiem ponoszenia kosztów agencji (Eisenhardt 1989, s. 57-74). Powstaje problem, czy te mechanizmy kontrolne są skuteczne i w jakim kierunku należałoby je rozwijać, aby takimi były.

Teorią komplementarną do teorii agencji jest społeczna teoria agencji. Jej twórcy (Wiesman i in. 2012) twierdzą, że czynniki społeczne nie są brane pod uwagę w kontraktach formalizujących relację między stronami agent-pryncy-

pał. Oznacza to, że formy nadzoru korporacyjnego są w swoisty sposób ograniczone. Wskazują też na konieczność znacznego różnicowania form nadzoru korporacyjnego w zależności od kontekstu środowiskowego. Inne modele nadzoru, zdaniem autorów, wymagane są przez środowisko biznesowe USA, Europy czy krajów azjatyckich, jak Japonia, Chiny, Indie. Autorzy tej koncepcji zasadniczo są zgodni z twierdzeniem będącym podstawą teorii agencji, iż cele menadżerów (agentów) i właścicieli (pryncypałów) są rozbieżne. Rozbieżność tę mogą ograniczać efektywne mechanizmy kontroli. Mechanizmy kontroli z kolei powinny być zróżnicowane środowiskowo.

Krytyka teorii agencji oraz teoria służebności

Krytycy teorii agencji podnoszą, iż występuje w niej tendencja do generalizowania zachowań ludzkich, tak aby można było ująć je w postaci modeli matematycznych.

Do krytyków teorii agencji można zaliczyć Michaela Lubatkina profesora University of Connecticut, który odnosząc się do teorii Jensena i Mecklinga (1976) nie zgadza się z ich modelem. W swoim opracowaniu z 2005 r. twierdzi, że „Teoria agencji jest teorią, którą kochają tylko ortodoksyjni mikroekonomiści”. Uważa, że opiera się ona na uproszczonych, generalizujących założeniach dotyczących natury ludzkiej, organizacji oraz jej wyników. Lubatkin uważa, że model teorii agencji jest daleki od rzeczywistości (Lubatkin 2005). Ponadto, wyraził swą frustrację, że naukowcy zajmujący się organizacją przywiązują tyle uwagi do modelu, który według niego jest sterylny, zupełnie niedostosowany do złożoności współczesnych organizacji. Z kolei zdaniem Thomasa Langego, to krytyka Lubatkina opiera się na błędnym założeniu, koncentrując się jedynie na modelu Jensena i Mecklinga, podczas gdy wielu naukowców zastosowało znacznie szerszą perspektywę w swoich analizach teorii agencji, np. Johnson (1950) czy Wiessman (2012).

Na gruncie podobnej krytyki stworzona została teoria przeciwstawna do teorii agencji, określana mianem teorii służebności (*stewardship theory*). Jej autorzy (Davis i Donaldson) twierdzą, że dyrektorzy i menadżerowie mają cele i interesy tożsame z interesami akcjonariuszy (Davis i in. 1997, s. 20-47). Działania menadżerów koncentrują się wokół dobra całej organizacji, co w dalszej kolejności przyczynia się też do ich własnej samorealizacji. U podstaw tej teorii leży założenie, że człowiek jest istotą społeczną i jako taki działa na rzecz i dla dobra grupy – organizacji, do której przynależy (Daily 2003, s. 371-382).

Według teorii służebności, wprowadzane przez akcjonariuszy mechanizmy kontrolne menadżerów sprzyjają ich demotywacji, poddają w wątpliwość zaufanie do nich oraz osłabiają ich chęć działania na rzecz organizacji. Należy jednak pamiętać, iż brak mechanizmów kontrolnych względem menadżerów

podwyższa poziom niepewności i ryzyka właścicieli kapitału. Teoria służebności mogłaby mieć zastosowanie w warunkach pełnego zaufania właścicieli-inwestorów do menadżerów, w sytuacji pełnej uczciwości obu stron. Zbliżona sytuacja może zaistnieć nawet w dużych firmach, o silnej koncentracji właścicielskiej, przy jednoczesnym bezpośrednim i intensywnym kontakcie na linii właściciel-menedżer (Hernandez 2012, s. 172-193). Davis (1997), Hernandez (2012) podnoszą, iż obecność menadżera będącego jednocześnie właścicielem w firmie wpływa na obniżenie poziomu kontroli nad CFO (dyrektorem finansowym) oraz wspiera kulturę zaufania. Z pewnością posiadanie udziałów w firmie zmienia percepcję menadżera, który zaczyna postrzegać firmę jak współwłaściciel, tym mocniej, im większy pakiet udziałów posiada. Ponadto, zawieranie długoterminowych kontraktów menadżerskich, i orientacja na długoterminowe cele sprawiają, że menadżer zaczyna działać bardziej w kierunku zastosowania teorii służebności niż agencji. Podobne uwarunkowania występują również w wielu firmach rodzinnych, zatrudniających zewnętrznych menadżerów do zarządzania. W takiej sytuacji jakikolwiek nadzór korporacyjny z jego skomplikowanymi mechanizmami okazałby się zbędny. Teoria służebności wykazuje jednak tendencję do idealizowania menadżera jako jednostki społecznej i altruistycznej, ignorując racjonalną i negatywną stronę ludzkiej osobowości. Kryzys finansowy z 2008 roku oraz kolejne afery finansowe jak Olympus (ukrywanie strat), Japonia 2013; Toshiba (zawyżanie wyników finansowych), Japonia 2015; Tesco (zawyżanie zysków), Wielka Brytania 2014; Get Back (działanie na szkodę właściciela – *moral hazard*), Polska 2018 itp. udowodniły, jak bardzo teoria służebności jest oderwana od rzeczywistości.

W przypadku firm rodzinnych i o wysokiej koncentracji kapitału można rzeczywiście mówić o zastosowaniu teorii służebności i ograniczonym działaniu teorii agencji. W takich firmach nie ma warunków do powstania problemu agencji, ponieważ właściciel jest jednocześnie menadżerem lub ściśle nadzoruje menadżera, uzgadniając z nim wszelkie kluczowe dla firmy decyzje. Ponadto, co powinni uwzględnić w swoich badaniach krytycy teorii agencji i zwolennicy teorii służebności, to nie na gruncie obserwacji tego typu firm teoria agencji wyrosła. Powstała ona na bazie obserwacji zachowań i anomalii rynków kapitałowych, firm notowanych na giełdach charakteryzujących się jednocześnie dużym rozdrobnieniem właścicielskim kapitału. Gdyby w przypadku takich firm zastosowanie miała teoria służebności, wszystkie mechanizmy kontrolne, na których tworzenie i rozwój organizacje przeznaczają ogromne fundusze i wkładają w nie wiele energii organizacyjnej byłyby w praktyce zbędne. Nie byłyby potrzebne również takie rozwiązania systemowe, jak: ustawa Sarbans-Oxley, zastępowanie Dyrektywy 8 UE nową 43 Dyrektywą z 17.05.2006, wciąż zmieniające się standardy raportowania finansowego, stale ewaluujące międzynarodowe standardy audytu (International Auditing Standards – IAS) czy wreszcie rozbudowany nadzór instytucjonalny rynków

finansowych. W praktyce organizacji o rozdrobnionej strukturze właścicielskiej i spółek publicznych sytuacja pełnego zaufania obu stron występuje niezwykle rzadko, a brak lub niedostatecznie rozwinięte mechanizmy kontrolne powodują ekspozycję właścicieli kapitału na nadmierne ryzyko.

Tabela 1. Porównanie teorii agencji z teorią służebności

Wyszczególnienie	Teoria agencji	Teoria służebności
Typ osobowości	człowiek ekonomiczny	człowiek samorealizujący się
Działanie	we własnym interesie	kolektywne
Mechanizmy psychologiczne:	niższego rzędu – potrzeby ekonomiczne (biologiczne, bezpieczeństwa)	potrzeby wyższego rzędu (rozwoju, osiągnięć, samorealizacji)
Bodźce	zewnątrzne	wewnętrzne
Spoleczne porównanie	inni menadżerowie	mocodawca
Identyfikacja	małe zaangażowanie	duże zaangażowanie
Władza	instytucjonalna (legalna, represyjna, wynagrodzenia)	osobista (ekspercka)
Mechanizmy sytuacyjne:	orientacja na kontrolę	orientacja na zaangażowanie
Filozofia zarządzania	mechanizmy kontrolne	zaufanie
Reakcja na ryzyko	krótki okres	długi okres
Perspektywa czasu	kontrola kosztów	funkcjonowanie
Cele	indywidualizm	kolektywizm
Różnice kulturowe	znaczny dystans władzy	mały dystans władzy

Źródło: Kultys (2015, za: Davis i in. 1997, s. 37).

Jest rzeczą oczywistą, że nie można stworzyć jednej uniwersalnej teorii opisującej wszystkie mechanizmy zarządzania i anomalie na linii właściciel-menedżer. Krytycy teorii agencji próbują przenieść jej mechanizmy na grunt, na którym nie ma lub ma bardzo ograniczone zastosowanie (firmy rodzinne, firmy z silną koncentracją właścicielską, z długoterminowymi i stabilnymi relacjami menadżer-właściciel).

Teoria służebności (*stewardship theory*) stworzona przez Donaldson i Davis (1991, 1993) bardziej pasuje do świata ww. firm niż do współczesnych uwarunkowań działania korporacji i firm notowanych na giełdzie o dużym rozdrobnieniu kapitałowym. W ich przypadku co chwilę dowiadujemy się o kryzysie „korporacyjnym” lub gospodarczym spowodowanym nadużyciem zaufania przez menadżerów (agentów). Bardzo szeroki jest też krąg interesariuszy, których dotyka negatywny wpływ „agencyjnych” działań menadżerów. Szczególnie wyraźnie widać to było podczas kryzysu finansowego 2008 roku, zapoczątkowanego przez upadek banku Lehman Brothers.

Nadużycia korporacyjne, a teoria agencji: Lehman Brothers, Enron i inni

Przed Lehman Brothers wystąpiły także inne spektakularne przypadki, które wstrząsnęły światem finansów. Są one dowodem na ciągłą aktualność teorii agencji.

Enron i WorldCom

Zarówno Enron, jak i WorldCom były oszustwami finansowymi na wielką skalę, mimo ich całkiem odmiennej specyfiki.

Enron, amerykański koncern z siedzibą w Huston w stanie Texas, był w roku 2000 największą firmą świata zajmującą się obrotem energią o przychodach 101 mld dolarów, zatrudniającym 22 000 pracowników. Spółka notowana na giełdzie nowojorskiej NYSE była rekomendowana przez doradców inwestycyjnych jako bezpieczna inwestycja (tzw. *blue chip*). W 2001 roku złożyła wniosek o upadłość. Enron nie tylko obracał energią, ale również tworzył skomplikowane instrumenty finansowe i kontrakty pochodne, w które inwestowali akcjonariusze, pracownicy (programy emerytalne) i wierzyciele.

Enron użył wyszukanych metod w swoim działaniu, opierając się na skomplikowanych instrumentach finansowych i derywatach. W swoim najlepszym momencie w 2000 roku, Enron był siódmą pod względem kapitalizacji firmą w USA o wartości 70 mld dolarów z szacowanymi przychodami w 2001 roku na poziomie 180 mld dolarów. Posiadał oddziały w 30 krajach. Prezes Enron Kenneth L. Lay miał 1,3 mln dolarów podstawowego wynagrodzenia, a jego roczny bonus wynosił 7 mln dolarów. Ponadto, posiadał 123 mln dolarów w opcjach na akcje. Jedna akcja Enronu była w 2000 roku warta 90 dolarów, a rok później zaledwie 0,26 dolarów. Enron ogłosił bankructwo w grudniu 2001 roku. Było to w tamtym czasie największe bankructwo w USA (Ram Mohan, Roe i in. 2012).

Mechanizm działania Enronu w obszarze księgowości polegał na utworzeniu około 2000 podmiotów zewnętrznych i spółek, do których transferowano zobowiązania, „czyszcząc” z nich w ten sposób bilans Enronu. Nie wykazywano ich też w sprawozdaniach skonsolidowanych, gdyż wtedy nie było to wymagane przez US GAAP (amerykańskie standardy księgowości). Obowiązujące wtedy amerykańskie standardy księgowość zawierały przepisy o jednostkach specjalnego przeznaczenia (*special purpose entity*) – spółkach zewnętrznych. Tworząca je korporacja nie była zobowiązana konsolidować w swoich księgach ich wyników jeśli znalazła niezależnego partnera, który obejmie co najmniej 3% udziałów. W ten sposób transferowano dług i toksyczne aktywa do firm partnerskich wykazując jak najwyższe zyski, pozwalające z kolei na wypłacanie

gigantycznych premii menadżerskich Kreowano również fikcyjne przychody. Enron na wielką skalę manipulował cenami energii. Wszystko to przy pełnej akceptacji Zarządu i Rady Dyrektorów. Dodatkowo Zarząd podejmował działania utrudniające organom państwowym wyjaśnienie sytuacji. Oczywiście jest, że w tej sytuacji dane publikowane w sprawozdaniach finansowych dla inwestorów nie odzwierciedlały prawidłowego obrazu finansów firmy. Wszystko to maskowane i wspierane było pozytywnym przekazem *public relations* na temat firmy (Bierman 2014).

Warto przypomnieć, iż Enron był stale audytowany przez jedną z największych na świecie firm księgowych – Arthura Andersena. Mimo iż firma cieszyła się doskonałą opinią, jej audytorzy przez kolejne lata nie zauważali i nie zgłaszali nieprawidłowości. W 2000 roku Arthur Andersen otrzymał 25 mln dolarów wynagrodzenia za zbadanie ksiąg oraz dodatkowo 27 mln dolarów za inne usługi doradcze. Ponadto, po wybuchu skandalu pracownicy Arthura Andersena zniszczyli część dokumentacji audytowej (Glaterfeb 2002).

Amerykański Sąd Najwyższy w maju 2005 roku uznał, że firma audytorska Arthur Andersen nie przyczyniła się do upadku Enronu. Upadłość ta kosztowała akcjonariuszy 80 mld dolarów (“The Economist” 2005).

„Enron miał wszystko, czego trzeba, aby wywołać skandal: gigantyczne wynagrodzenia zarządu, pakiety menadżerskie, kwartalną wycenę składników majątku aby umożliwić wypłatę sowych wynagrodzeń – często wspartą manipulacjami finansowymi, Radę Dyrektorów, CFO wzbogacającego się przez transakcje ze spółkami powiązаныmi i cichymi współnikami; „zaprzysiężonego” i dobrze opłacanego audytora Arthura Andersena, firmę prawniczą Vinson and Elkins LLP i analityków finansowych, którzy zawsze rekomendowali Enron jako „zdecydowanie kupuj”, niezależnie od rzeczywistości ekonomicznej oraz systemu politycznego, który można było wykorzystać dla dobra Enronu. Wydaje się to być kompletnym brakiem etyki wszystkich zaangażowanych stron” (Giroux 2008, s. 1205-1238).

Enronowi zarzucono unikanie podatków w USA. W tym celu stworzył sieć 881 zagranicznych spółek, w tym na Kajmanach. Uzyskał prawo do zwrotu 382 mln dolarów podatku. Nie jest to zresztą praktyka obca również współcześnie działającym korporacjom (Johnston 2002). Prezes Enronu Kenneth L. Lay został uznany za winnego 10 zarzutów, ale zmarł na atak serca przed ogłoszeniem wyroku. Kolejny prezes i dyrektor operacyjny Jeffrey Skilling otrzymał wyrok 24 lat więzienia. Dyrektor finansowy Andrew Fastow poszedł na układ i został skazany na 10 lat więzienia. W całej aferze tysiące inwestorów straciło swoje pieniądze, a zaufanie do rynków finansowych i nadzoru zostało mocno zachwiane. Linia obrony Ley’a i Skillinga była ukierunkowana na to, że nie byli ekspertami w zakresie księgowości. Do księgowości zatrudniali osoby z profesjonalnym przygotowaniem i nie mieli świadomości konsekwencji operacji, których dokonywał ich dyrektor finansowy. Taką linię obrony skutecznie

wyeliminowała późniejsza ustawa Sarbanes-Oxley (SOX 2002), zobowiązująca wszystkich członków zarządu do podpisania sprawozdania finansowego i wzięcia odpowiedzialności za jego treść i prezentowane dane.

Bankructwo WorldCom nastąpiło rok później, w 2002 roku WorldCom – firma telekomunikacyjna użyła z kolei znacznie prostszych schematów, jak aktywowanie kosztów operacyjnych na kwoty liczone w miliardach dolarów. W 1999 roku kapitalizacja rynkowa WorldCom opiewała na kwotę około 115 mld dolarów (Giroux 2008). Rok wcześniej WorldCom przejął firmę MCI za cenę 42 mld dolarów. Przepiękstwo księgowo popełnione przez WorldCom w 2002 roku wstępnie oszacowano na 4 mld dolarów aktywowanych kosztów operacyjnych. Dalsze postępowanie wyjaśniające pozwoliło ujawnić kolejne 11 mld dolarów kosztów ujętych jako aktywa. W lipcu 2002 roku WorldCom ogłosił bankructwo. Firma w momencie złożenia wniosku o upadłość obciążona była długiem w wysokości 41 mld dolarów oraz dodatkowo 24 mld w obligacjach. W 2005 roku prezes Bernard Ebbers, który nie posiadał wykształcenia biznesowego został skazany na 25 lat więzienia. Była to wówczas najwyższa kara więzienia zasądzona w USA za przestępstwa korporacyjne. W 2006 roku Bernard Ebbers zaczął odbywać karę może być zwolniony najwcześniej w 2028 roku.

Po skandalach Enron i World Com wprowadzono nowe regulacje mające na celu lepszą ochronę inwestorów. Jedną z takich regulacji była ustawa zwana Sarbanes-Oxley Act, znana również jako „Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act” – była to nowa ustawa regulująca praktyki finansowe oraz ład korporacyjny.

USA wprowadziło u siebie wiele regulacji mających zapobiegać korporacyjnym nadużyciom. Od 1977 roku obowiązywała ustawa „O zapobieganiu zagranicznym praktykom korupcyjnym” Foreign Corrupt Practices Act – (FCPA). Ustawa ta została przyjęta w reakcji na skandal korupcyjny firmy Lockheed, której zarząd korumpował firmy japońskie w celu przejęcia udziałów. Do 2000 roku prawo to pozostawało martwe. Nie prowadzono żadnych postępowań prokuratorskich przeciw zarządom firm. W 2004 roku pojawiły się trzy postępowania prokuratorskie, w 2009 roku – 34 postępowania, a w 2012 roku było już ponad 150 postępowań prokuratorskich w ramach FCPA. W ramach FCPA wzrosły również wymierzone kary. Przykładem może być kara finansowa w wysokości 18 milionów dolarów, wymierzona w Statoil za korupcję na terenie Iranu (Ewing 2007, s. 78-79).

Od grudnia 2008 roku skazywano rosnącą liczbę zarządzających korporacjami na wyroki długoletniego więzienia i zapłatę kar finansowych liczoną w milionach dolarów. Ustawa jednak dotyczy tylko praktyk korupcyjnych i tylko poza granicami USA

W 2002 roku wprowadzono ustawę Sarbanes-Oxley Act. Nazwa pochodzi od nazwisk autorów ustawy, senatorów Paula Sarbanesa, Michaela G. Oxleya.

Ustawa ta, nie bez początkowych problemów, została przyjęta w roku 2002 w odpowiedzi na skandal Enron i WorldCom. Początkowo lobbyści próbowali obalić ją jako zbyt kłopotliwą i kosztowną dla korporacji. Ich celem było niedopuszczenie do głosowania. Początkowo ich starania były dość skuteczne, ale wybuch skandalu WorldCom znacznie przyspieszył bieg spraw. Kongres USA przyjął ustawę Sarbanes-Oxley Act stosunkiem głosów 423/3 w Izbie Niższej (House) i 99/0 w Senacie. Nigdy dotąd nie było takiej zgody głosowania wśród Senatorów (www2).

Na mocy ustawy SOX wprowadzono także nowy organ regulacyjny pod nazwą Rada Nadzoru nad Rachunkowością Spółek Publicznych (Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB). Zadaniem tej instytucji jest ustanawianie standardów księgowych i audytorskich, oraz sprawowanie nadzoru nad firmami audytorskimi w celu uniknięcia sytuacji, w których audytorzy nie informują o nieprawidłowościach księgowych w badanych firmach (The Sarbanes–Oxley Act of 2002).

Znamienna w kontekście teorii agencji wydaje się być też reakcja korporacji na wprowadzenie ustawy Sarbanes-Oxley (SOX). Ustawa SOX wymaga od prezesa (CEO) and dyrektora finansowego (CFO) oświadczenia, że procedury kontroli wewnętrznej w firmie działają prawidłowo, że kontrole te mają na celu doprowadzenie do prezentacji prawidłowej sytuacji finansowej firmy oraz że prezentowane wyniki finansowe odzwierciedlają stan rzeczywisty. Konsekwencją wynikającą z niedopełnienia powyższych obowiązków jest kara do 25 lat więzienia i do 5 mln dolarów kary finansowej. Korporacje argumentowały, że wypełnienie zobowiązań artykułu 404 dotyczącego nadzoru korporacyjnego i kontroli wewnętrznej wiąże się ze zbyt wysokimi kosztami organizacyjnymi (np. związanymi z budową systemu audytu wewnętrznego). Ocenia się że artykuł 404 i związane z nim koszty spowodowały znaczny spadek konkurencyjności giełd amerykańskich. Największym beneficjentem ustawy SOX okazała się być Giełda Londyńska (London Stock Exchange). W okresie styczeń – wrzesień 2006 roku jedenaście firm z USA zdecydowało się zadebiutować na LSE. Wiele firm europejskich i azjatyckich, które pierwotnie miały zamiar wejścia na giełdy USA, zdecydowało o wejściu na giełdy europejskie. Po wejściu w życie SOX zanotowano znaczny spadek liczby nowych spółek notowanych na giełdach USA. Luigi Zingales, prof. Uniwersytetu w Chicago zauważył, że w 2005 roku 24 z 25 największych debiutów giełdowych miało miejsce poza USA (Zingales 2006).

Wydawałoby się, że po przypadkach spektakularnych upadłości, takich jak Enron czy WorldCom, oraz wprowadzeniu regulacji SOX nic podobnego, na porównywalną skalę nie powinno się już wydarzyć. Wydarzyło się jednak już w dwa lata po wprowadzeniu Sarbanes-Oxley Act. W roku 2004 zostało przeprowadzone dochodzenie w sprawie nieuczciwych praktyk księgowych w Fannie Mae. Office of Federal Housing Enterprise Oversight opublikował 20

sierpnia 2004 raport, w którym stwierdził bardzo poważne nieścisłości w księgowości spółki. Firma regularnie ukrywała straty, raportując zyski. Prowadzenie kreatywnej księgowości pozwoliło menadżerom pobierać przez wiele lat bardzo wysokie premie.

Wymaganiem nałożonym na spółki giełdowe przez regulacje SEC (Securities and Exchange Commission) i standardy NYSE (giełdy nowojorskiej) jest przedstawienie do końca roku bilansu i rachunku zysków i strat. W 2004 roku Fannie Mae tego nie zrobiła. W roku 2006 firma wydała ponad miliard dolarów, aby zakończyć procedurę wewnętrznego audytu i doprowadzić księgowość i sprawozdawczość do stanu zgodnego z wymaganiami prawa (Raport OFHEO... 2006). W listopadzie 2006 roku amerykańskie instytucje odpowiedzialne za nadzór nad rynkiem wniosły 101 zarzutów przeciwko Franklinowi Rainesowi (dyrektorowi generalnemu Fannie Mae), Leanne G. Spencer i Timothyemu Howardowi – członkom zarządu. Franklin Raines w latach 1998 do 2003 otrzymał 52 mln dolarów premii z tytułu fikcyjnych wyników (Peters 2006). Wymienionym menadżerom postawiono zarzuty manipulowania danymi księgowymi i sprawozdaniem w celu otrzymania jak najwyższych premii. Domagano się od nich zwrotu ponad 100 milionów dolarów bezprawnie przywłaszczonych w latach 1998–2004 premii oraz wypłaty około 400 milionów dolarów w dodatkowych odszkodowaniach (SEC and OFHEO... 2006).

W marcu 2008 roku wyszły na jaw kłopoty banku inwestycyjnego Bear Stearns, przejawiające się znacznym ryzykiem utraty płynności. W 2005 roku zbankrutowały dwa duże, powiązane z Bear Stearns fundusze hedgingowe. Nastąpiła prawie całkowita utrata ich wartości z powodu zaangażowania na rynku kredytów hipotecznych subprime. Wartość akcji Bear Stearns w ciągu roku spadła ze 150 dolarów do 10 dolarów (*J.P. Morgan to buy Bear Stearns...* 2008). FED i bank JP Morgan zdecydowały, że nie można pozwolić na upadek tak dużego banku. Po cenie 10 dolarów za akcję zgodził się go przejąć JP Morgan (pierwszą propozycją JP Morgan było 2 dolarów za akcję). Nie była to zresztą transakcja gotówkowa, ale konwersja na akcje. Bear Stearns został przejęty przez JP Morgan Chase za 1,2 mld dolarów. Około 20 mld \$ ekspozycji na kredyty hipoteczne zostało pokryte przez FED.

Kolejny wielki skandal w USA związany jest z Merrill Lynch, jednym z największych banków inwestycyjnych USA. W listopadzie 2007 roku Merrill Lynch poinformował, że musi odpisać 8,4 mld dolarów strat związanych z narodowym kryzysem mieszkaniowym/hipotecznym oraz zwalnia ze stanowiska prezesa E. Stanley O'Neala. Na stanowisko prezesa powołano Johna Thaina. W lipcu 2008 roku Thain poinformował, iż w czwartym kwartale roku finansowego firma poniosła stratę wysokości 4,9 mld dolarów z powodu nietrafionych inwestycji związanych z kryzysem na rynku hipotecznym. Prokurator stanu Nowy York, Andrew Cuomo, w sierpniu 2008 roku zagroził, że pozwie Merrill Lynch za nadmierne inwestowanie w ryzykowne, oparte na hipotekach

instrumenty. W trzy dni później Merrill Lynch zamroził akcję pożyczkową i ujawnił, że przetransferował prawie 30 mld dolarów strat do swojej spółki zależnej w Wielkiej Brytanii („The Banking Times”, 2008).

Dnia 5 września 2008 roku Goldman Sachs zdegradował akcje Merrill Lynch do poziomu „*conviction sell*” („zalecenie sprzedaż”). Wydał też ostrzeżenie odnośnie do przyszłych, potencjalnych strat firmy. Bloomberg poinformował we wrześniu 2008 roku, że Merrill Lynch stracił 51,8 mld dolarów na skutek kryzysu finansowego na instrumentach finansowych skonstruowanych na podstawie hipoteki (Collateralized Debt Obligations – CDO). Dnia 14 września 2008 roku Bank of America poinformował, że prowadzi rozmowy w sprawie zakupu Merrill Lynch w zamian za 38,25 mld dolarów w akcjach. Tego samego dnia „The Wall Street Journal” poinformował że transakcja została dokonana (Miller 2008).

Mimo wdrożenia nowych, restrykcyjnych wymogów regulacyjnych i pojawiających się co kilka lat skandali prawdziwy szok dla rynków finansowych miał jednak dopiero nadejść. Dnia 15 września 2008 roku rząd amerykański uznał, że nie będzie się angażować w ratowanie czwartego największego banku inwestycyjnego Lehman Brothers (po Goldman Sachs, Morgan Stanley i Merrill Lynch), nie był też w stanie znaleźć partnera inwestycyjnego dla banku. Lehman Brothers do momentu upadku mógł się pochwalić 158 letnią historią. Można tu śmiało mówić o upadku legendy. W momencie bankructwa aktywa Lehman Brothers wyceniono na 600 mld dolarów. Bank miał też około 20% toksycznych kredytów typu subprime. Agencja ratingowa Standard & Poor’s w 2005 roku podniosła bankowi Lehman Brothers długoterminowy rating kredytowy z poziomu A do A+, doceniając efektywny system zarządzania ryzykiem (Bruno 2008). Kolejne lata były również bardzo dobre dla banku, zysk netto w 2006 roku osiągnął 4 mld dolarów, w 2007 roku – 4,192 mld dolarów, a aktywa odpowiednio 503,5 mld dolarów i 691 mld dolarów. Był również największym bankiem inwestycyjnym na giełdzie londyńskiej pod względem wielkości obrotu. Rok 2008 nie był już taki dobry. W drugim kwartale fiskalnym 2008 roku wykazał 2,8 mld dolarów straty i zdecydował się podnieść kapitał o 6 mld dolarów przez emisję nowych akcji. Dnia 10 września Lehman poinformował o stracie 3,9 mld dolarów i fakcie, że zamierza sprzedać większość swojego inwestycyjnego oddziału (www3).

Dnia 12 września 2008 roku prezes Rezerwy Federalnej Banku Nowy York, Timothy F. Geithner; zwołał spotkanie zarządów banków inwestycyjnych w celu ratowania upadającego Lehman Brothers nawet przez natychmiastową likwidację aktywów. Próba zakończyła się fiaskiem i dnia 14 września 2008 roku w niedzielę złożono wniosek o likwidację tego banku, aby zdążyć przed poniedziałkowym otwarciem rynków finansowych (Williams 2010).

Reakcja rynków była natychmiastowa – spadek indeksu Dow Jones, który zamknął się na poziomie 500 punktów (-4,4%). Był to największy odnotowany spadek indeksów w ciągu jednego dnia od ataków na World Trade Center. Upadek Lehman Brothers był największym bankrutem w historii. Był też początkiem kryzysu finansowego o ogólnoświatowym zasięgu (Grynbaum 2008). Sam fakt spektakularnego upadku Lehman Brothers wywołał brak zaufania do instytucji finansowych i oferowanych przez nich form inwestowania w szczególności pochodnych instrumentów finansowych.

Przyczyną upadku Lehman Brothers było posiadanie w portfelu toksycznych kredytów typu subprime oraz rozdmuchana wycena instrumentów finansowych związanych z tymi kredytami oraz nadmierne lewarowanie (około trzydziestokrotne w stosunku do kapitału własnego). Problemem jednak było to, że w podobnej sytuacji były inne banki i fundusze inwestycyjne, z którymi współpracowali inwestorzy z całego świata. Lehman Brothers spełnił funkcje pierwszej kostki upadającego domina (niektórzy twierdzą, że drugiej – pierwszą był Bearn Sterns, ale nie upadł, tylko został przejęty). Rozpoczął największy kryzys gospodarczy od II wojny światowej. W jego efekcie miliony osób na całym świecie straciło życiowe oszczędności, domy i pracę.

Kolejny przypadek, który doskonale wpisuje się w założenia teorii agencji to fundusz hedgingowy Bernarda Madoffa. Fundusz upadł kilka miesięcy po Lehman Brothers w grudniu 2008 roku Madoff został aresztowany za nadużycia finansowe. Klientami jego funduszu były między innymi wielkie banki (np. Fortis, Royal Bank of Scotland, HSBC, UniCredit, Societe Generale, BNP Paribas), ale też Uniwersytet Columbia i zamożni prywatni inwestorzy. Graniczną kwotą przystąpienia do funduszu było 10 mln dolarów, a Madoff jako współtwórca NASDAQ gwarantował bezpieczeństwo swoim autorytetem (Henriques 2009). Pieniądzy klientów w ogóle nie inwestował, wypłaty pokrywał z bieżących wpłat od nowych klientów. W latach 1992-2008 amerykańska Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (SEC) kontrolowała ośmiokrotnie fundusz Madoffa nie znajdując nieprawidłowości. W grudniu 2008 roku postawiono Madoffowi zarzut nadużyć finansowych na kwotę 50 miliardów dolarów. Szacuje się, że łącznie jego klienci ponieśli straty na kwotę 65 mld dolarów. Fundusz Madoffa opierał się na klasycznym schemacie Ponziego (SEC Charges Bernard L. Madoff... 2008).

W świetle teorii agencji można powiedzieć, iż mieliśmy tu do czynienia ze strony menadżerów z nadużyciem zaufania (*moral hazard*) i nadmierną skłonnością do ryzyka (*excessive risk*). Pozostaje pytanie, co z ich odpowiedzialnością.

Kilka lat po kryzysie w 2013 roku losom menadżerów banków, od których zaczął się kryzys przyjrzała się amerykańska organizacja non-profit The Center for Public Integrity (Fitzgerald Kodjak 2008).

Prezes Lehman Brothers, Richard Fuld wprawdzie stracił miliony dolarów w akcjach menadżerskich, ale żyje na całkiem dobrym poziomie. Posiada wiele nieruchomości w tym wartą 8 mln dolarów posiadłość w Greenwich niedaleko Nowego Jorku oraz wartą 10,6 mln dolarów na Florydzie. 529 mln dolarów to wysokość jego wynagrodzenia w latach 2000-2007. Wydawałoby się, że skandal z Lehman Brothers zepsuł mu opinię jako menadżera, tymczasem założył firmę doradczą Matrix Advisors, która odniosła sukces biznesowy. Od upadku Lehman Brothers nie udziela się publicznie.

Jimmy Cayne, prezes Bearn Stearns, poniósł straty, jeśli chodzi o wartość posiadanych akcji, jednak prezesując bankowi zarobił 376 mln dolarów. Ulokował część dochodów w nieruchomościach, posiada wartę 25 mln dolarów apartamenty w Nowym Yorku, posiadłość na Florydzie wycenianą na 8 mln dolarów i posiadłość na wyspie Jersey. Wycofał się z życia publicznego. Żadnej odpowiedzialności za kłopoty zarządzanego banku nie poniósł.

Charles Prince, szef City Group, który w ciągu siedmiu lat zarobił 90 mln dolarów na bankowej posadzie, gdy City Group poniosła stratę na funduszach hipotecznych, szacowaną na 11 mld dolarów, podał się do dymisji. Przeprosił również udziałowców. Otrzymał dodatkowo tzw. „golden parachute”, ekstra odprawę w kwocie 30 mln dolarów.

Stanley O’Neal, prezes Merrill Lynch, za którego rządów bank poniósł straty szacowane na 8 mld dolarów dostał odprawę w kwocie 160 mln dolarów. Również zainwestował w nieruchomości, których wartość szacowana jest obecnie na kilkanaście milionów dolarów. Jest człowiekiem aktywnym biznesowo, pełni funkcję członka zarządu firmy Alcoa, największego na świecie producenta aluminium.

Kenneth Lewis, dyrektor generalny Bank of America, kupił znajdujący się w kłopotach Merrill Lynch i Countrywide Financial. Zakupy okazały się nieudane i rząd USA musiał chronić Bank of America przed upadkiem. Zarobił około 220 mln dolarów, wliczając w to odprawę rzędu 83 mln dolarów, 86 mln dolarów ze sprzedaży akcji i resztę w formie wynagrodzenia. Nie poniósł żadnej odpowiedzialności za swoje działania.

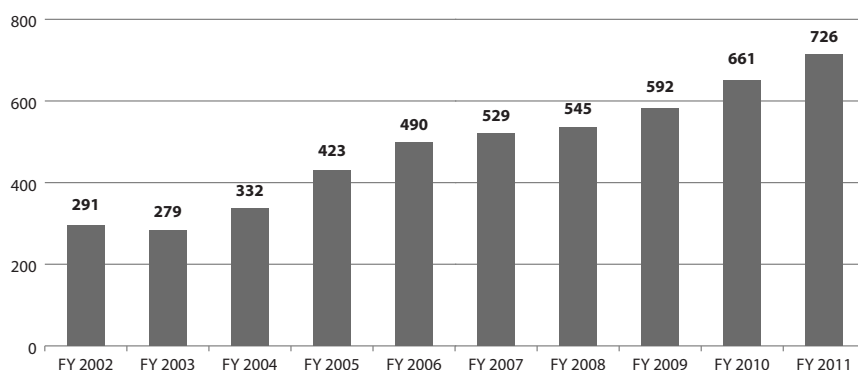
Jedynym z „ojców kryzysu”, który poniósł odpowiedzialność, był Bernard Madoff. Dnia 29 czerwca 2009 roku został skazany przez sędziego Denny’ego China na karę 150 lat pozbawienia wolności za nadużycia finansowe w kwocie 50 mld dolarów. Był to maksymalny wymiar kary. Wkrótce po tym Madoff popełnił samobójstwo.

Na podstawie powyższych historii i faktu, że prawie żaden z menadżerów z Wall Street nie został postawiony w stan oskarżenia i nie poniósł poważnych konsekwencji (poza utratą pracy) można wnioskować o braku odpowiedzialności menadżerów dokonujących oszustw finansowych.

Jak twierdzi Johnston (2002), jedno na trzy amerykańskie gospodarstwa domowe zostało dotknięte przez przestępstwa białych kołnierzyków (*white collar-crimes*). Do tych przestępstw zaliczymy oszukańcze praktyki związane z instrumentami finansowymi, oszustwami ubezpieczeniowymi, oszustwami medycznymi, kartami kredytowymi, praniem brudnych pieniędzy czy przestępstwami „elektronicznymi”/komputerowymi. Zgodnie z danymi publikowanymi przez National Fraud Center Stats, koszt przestępstw o podłożu ekonomicznym w USA wynosił w 1970 roku – 5 miliardów dolarów, w 1980 roku – 20 mld dolarów, w 1990 roku – 100 mld dolarów. Skala zjawiska więc rośnie o wiele szybciej niż rozwój rynków finansowych. Wiele państw wydaje się być nieświadome ciężaru gatunkowego tego typu przestępstw, a ich skala znacząco wzrasta nie tylko w USA, ale również na rynkach europejskich czy azjatyckich.

Wykresy 1 i 2 z raportu FBI ilustrują otwarte postępowania w sprawie oszustw finansowych.

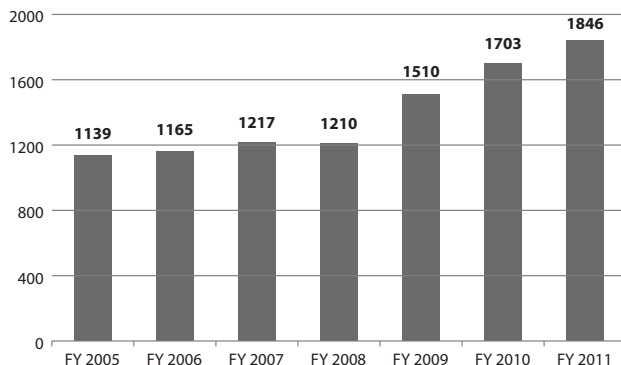
Wykres 1. Otwarte sprawy oszustw korporacyjnych w USA w latach 2002-2011



Źródło: FBI Financial Crimes Report to the Public Fiscal Years 2010-2011 Financial Crimes (2011).

W roku 2011 przypadki badane przez FBI zaowocowały 242 aktami oskarżenia i 241 przypadkami postawienia zarzutów o przestępstwa korporacyjne. Liczne sprawy oczekują na ugodę lub wszczęcie procesu. W 2011 roku FBI zabezpieczyła 2,4 miliarda dolarów na poczet zobowiązań i odszkodowań oraz zainkasowała 16,1 miliona dolarów w postaci grzywny od przestępców korporacyjnych. Danych dla okresu po 2011 roku FBI nie opublikowało.

Wykres 2. Otwarte sprawy oszustw giełdowych w USA w latach 2005-2011



Źródło; jak w wykresie 1.

Dane te są dowodem na rosnącą częstotliwość występowania konfliktu agencji i asymetrii informacyjnej z nim związanej. Należy wziąć pod uwagę również fakt, iż służby USA lepiej sobie radzą z postępowaniem w takich przypadkach, stąd rosnąca wykrywalność. Gdyby były to odosobnione przypadki, nie trzeba byłoby tworzyć specjalnych jednostek do walki z nimi. Co gorsza, skala zjawiska oszustw finansowych nie jest i nie będzie w pełni znana, gdyż nie wszystkie przypadki udaje się wykryć.

Podsumowanie

Przeprowadzona analiza wykazała, że po upadku Enron nie wyciągnięto należytych wniosków w dziedzinie nadzoru korporacyjnego. Nowe regulacje, które narzucały odpowiedzialność menadżerów, takie jak ustawa SOX, nie przyniosły oczekiwanego efektu. Można powiedzieć, że przepisy były dobre, ale się nie przyjęły. Organy regulacyjne i kontrolne nie potrafiły postawić menadżerów w stan oskarżenia. Ich sprawy sądowe jeśli w ogóle do nich dochodziło, kończyły się uniewinnieniem. Kłopoty banków i kryzys finansowy zostały wywołane przez menadżerów świadomych swej bezkarności. W świetle teorii agencji mieliśmy tu do czynienia z powszechnym *excessive risk* – nadmiernym ryzykiem i *moral hazard* nadużyciem moralnym. Świadomość, że kierowali instytucjami finansowymi „*too big to fail*” („zbyt dużymi by upaść”) znacznie podwyższała ich skłonność do ryzyka. Za ich działania zapłacili amerykańscy i europejscy podatnicy oraz zwykli ludzie, którzy lokowali swoje życiowe oszczędności w instytucjach finansowych. Instytucje te okazały się być tak godne zaufania, jak godni zaufania byli ich menadżerowie. Biorąc pod uwagę taki rozwój sytuacji, należy się spodziewać narastającego problemu agencji na zinstytucjonalizowanych rynkach finansowych, na których agenci

mają swoich agentów (kaskadowy problem agencji). Menadżerowie natomiast wyciągnęli słuszne wnioski z rozwoju sytuacji w czasie i po kryzysie finansowym 2008 roku, że jakkolwiek nie nadużyliby swojej pozycji mogą czuć się bezpiecznie. Patrząc na przykład „ojców kryzysu” – szefów wielkich banków inwestycyjnych, mają świadomość, że mogą co najwyżej stracić część majątku o wartości otrzymanego dodatkowo pakietu akcji menadżerskich, a pozostała część wynagrodzenia liczonego w milionach dolarów oraz często niemały „złoty spadochron” pozostanie do ich dyspozycji. Trudno stwierdzić, że menadżerowie będą masowo postępować nieetycznie, gdyż część z nich utożsamia się z firmami, na czele których stoją. Jednak biorąc pod uwagę brak sankcji z tytułu oszukańczych zachowań, pokusa nieuczciwych zachowań jest silna, a nagroda zbyt sowna.

Bibliografia

- Anderson E. (1985), *The salesperson as outside agent of employee: a transaction cost analysis*, "Marketing Science", Vol. 4, No. 3.
- Bendickson J., Muldoon J., Liguori E.W., Davis P.E. (2016), *Agency theory: background and epistemology*, "Journal of Management History", Vol. 22, No. 4.
- Berle A.A., Means G.C. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York.
- Bierman H. Jr (2014), *Accounting/Finance lessons of Enron Case Stud*, Harold, Jr. Bierman and Harold Publisher World Scientific Publishing Co Pte Ltd.
- Bel B.J. (2008), *Lehman shares slip on plans to auction off unit, consider sale of company*, "The Seattle Times", September 10.
- Burnham J. (1941), *The Managerial Revolution: What is Happening in the World*, John Day, New York.
- Daily C.M., Dalton D.R., Cannella A.A. (2003), *Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data*, "Academy of Management Review", No. 28.
- Dalton D.R., Hitt M.A., Certo S.T., Dalton C.M. (2007), *Chapter 1: the fundamental agency problem and its mitigation*, (in:) Walsh J.F., Brief A.P. (Eds.), "Academy of Management Annals", Vol. 1, Erlbaum, New York.
- Davis J.H., Schoorman F.D., Donaldson L. (1997), *Toward a stewardship theory of management*, "Academy of Management Review", Vol. 22, No. 1.
- Eisenhardt K.M. (1989), *Agency theory: an assessment and review*, "Academy of Management Review", Vol. 14.
- Ewing J., Javers E. (2007), *Siemens Braces For A Slap From Uncle Sam*, "BusinessWeek", November 26.
- Fama E.F. (1980), *Agency problems and the theory of the firm*, "Journal of Political Economy", Vol. 88.

- Fama E.F., Jensen M.C. (1983), *Separation of ownership and control*, "Journal of Law and Economics", Vol. 26.
- Fama E.F. (1970), *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, "Journal of Finance", No. 5.
- FBI Financial Crimes Report to the Public Fiscal Years 2010-2011 Financial Crimes (2011), <https://www.fbi.gov/stats-services/publications/financial-crimes-report-2010-2011> [dostęp: 15.11.2018].
- Fitzgerald Kodjak A. (2013), *Ex-Wall Street chieftains living large in post-meltdown world, After the Meltdown: Part one in our series looking at the impact of the financial crisis of 2008*, <https://www.publicintegrity.org/2013/09/10/13326/ex-wall-street-chieftains-living-large-post-meltdown-world> [dostęp: 15.11.2018].
- Giroux G. (2008), *What Went Wrong? Accounting Fraud And Lessons From The Recent Scandals*, "Social Research", Vol. 75.
- Glatter J.D. (2002), *Enrons' many strands accounting; 4 Audit Firms Are Set to Alter Some Practices*, "The New York Times".
- Grynbaum M. (2008), *Wall St.'s Turmoil Sends Stocks Reeling*, "The New York Times", September 15.
- Hernandez M. (2012), *Toward an understanding of the psychology of stewardship*, "Academy of Management Review", Vol. 37, No. 2.
- Jensen M.C., Meckling W.H. (1976), *Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, "Journal of Financial Economics", No. 3.
- Johnston D.C. (2002), *Enron's collapse: returns under scrutiny; Senate Finance Panel Wants Tax Information From Enron*, "The New York Times".
- Johnston R. (2002), *The Battle Against White Collar Crime*, "USA Today Magazine", Vol. 130, Iss. 2680.
- J.P. Morgan to buy Bear Stearns for \$2 a share Mar 17* (2008), <https://www.marketwatch.com/story/jp-morgan-to-buy-bear-stearns-for-2-a-share> [dostęp: 15.11.2018].
- Kultys J. (2015), *Kontrowersje wokół teoretycznych podstaw nadzoru korporacyjnego*, "Institute of Economic Research Working Papers", No. 70.
- Lubatkin M.H. (2005), *A Theory of the Firm Only a Microeconomist Could Love*, "Journal of Management Inquiry", No. 6.
- Miller B., Chua Kong Ho (2008), *Merrill Lynch Cut to 'Sell' at Goldman on Writedowns*, Bloomberg, New York.
- Merrill Lynch freezes jobs and UK tax liability* (2008), "The Banking Times".
- Peters J.W. (2006), *Fannie Mae to Pay \$400 Million in Fines*, <https://www.nytimes.com/2006/05/23/business/23cnd-fannie.html> [dostęp: 15.11.2018].
- Ram Mohan R., Roe C.W., Toma A.G. (2012), *Accounting Frauds, and White-Collar Crimes in The United States*, "Jurnal of Business Case Studies", No. 03/04.
- Report OFHEO ze specjalnego dochodzenia dot. praktyk księgowych w Fannie Mae (2006), https://www.fhfa.gov/Media/PublicAffairs/PublicAffairsDocuments/20060517_SpecialExaminationFannieMae_N508.pdf [dostęp: 15.11.2018].

- SEC Charges Bernard L. Madoff for Multi-Billion Dollar Ponzi Scheme (2008), U.S. Securities and Exchange Commission, <https://www.sec.gov/news/press/2008/2008-293.htm> [dostęp: 15.11.2018].
- SEC and OFHEO Announce Resolution of Investigation and Special Examination of Fannie Mae (2006), <https://www.sec.gov/news/press/2006/2006-80.htm> [dostęp: 15.11.2018].
- Smith A. (1976), *An Inquiry into the Wealth Of Nations*, Strahan and Cadell, London.
- “The Economist” (2005), *Arthur Andersen Not guilty after all*, July 02.
- The Sarbanes–Oxley Act of 2002 (2002), July 30.
- Wiseman R. M., Cuevas-Rodrigues G., Gomez-Mejia L. R. (2012), *Toward a Social Theory of Agency*, “Journal of Management Studies”, No. 49.
- Williams, M. (April 12, 2010), *Uncontrolled Risk*, McGraw-Hill Education, New York.
- Zingales L. (2006), *Is the U.S. Capital Market Losing its Competitive Edge?*, NBER & CEPR The Journal of Economic Perspective, University of Chicago, Chicago.
- (www1) https://money.cnn.com/2002/07/19/news/worldcom_bankruptcy [dostęp: 3.11.2018].
- (www2) <http://clerk.house.gov/evs/2002/roll348.xml> [dostęp: 3.11.2018].
- (www3) <https://www.mercurynews.com/2008/06/09/lehman-raising-6-billion-in-capital-expects-2-8-billion-loss/> [dostęp: 1.12.2018].
- (www4) https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/806085/000110465908005476/a08-3530_110k.htm [dostęp: 3.11.2018].

Corporate Torts in the Light of Agency Theory

Summary

The contemporary global economy is unstable, as evidenced by cyclical crises. Almost every month we find out about the next financial scandal caused by large corporations. One of the key factors affecting volatility and crises is the change of the ownership structure of many enterprises and the accompanying separation of ownership and management. These processes led, among others, to various conflicts between shareholders and owners, described by agency theories. The purpose of this article is to show correlations between corporate/financial scandals and the agency theory. In the article, the author analysed the essence of the agency theory, its problems and evolution. To maintain objectivity this text includes the opinions of supporters as well as critics of the agency theory. In the article, there was discussed the problem of corporate frauds in the United States in the light of the agency theory, starting from Enron in 2001, through the financial crisis of 2008 and its further consequences. The analysis presented in the article shows that despite the great financial crisis no proper conclusions were drawn in the area of corporate governance. New regulations that imposed managers' responsibility did not

bring the predicted effect. Regulatory and control bodies were not able to make the managers responsible for the crisis indicted. Taking into account the development of the situation and lack of managers' responsibility, we should expect a growing agency problem in financial markets.

Key words: agency theory, theory of easement, corporate frauds, financial scandals.

JEL codes: A1, A13, G01, G02

Artykuł zaakceptowany do druku w październiku 2018 roku.

Afiliacja:

mgr Małgorzata Smoleń-Bojańczyk

Akademia Finansów i Biznesu Vistula

Wydział Biznesu i Stosunków Międzynarodowych

ul. Stokłosa 3

02-757 Warszawa

e-mail: m.smolen-bojanczyk@vistula.edu.pl