

**ROLA DOKUMENTU
„DOBRE PRAKTYKI SPÓŁEK NOTOWANYCH NA GPW 2016”
W OGRANICZANIU PROBLEMU AGENCJI**

Wprowadzenie

Pomimo stosunkowo dobrej identyfikacji problemu agencji, zarówno w literaturze światowej, jak i praktyce gospodarczej, istotną trudnością w analizie kosztów agencji jest ich kwantyfikacja. Wiąże się to szczególnie z dokładnym zdefiniowaniem wskaźników, które mogłyby stanowić uniwersalną miarę tych kosztów, stąd przedstawiony temat – w opinii autora – jest niezwykle istotny. Obszary dotknięte problemem agencji w przedsiębiorstwach można określać od finansów, przez problemy organizacyjne, po ład korporacyjny, a nawet problemy własnościowe czy sukcesyjne. Tak szerokie spektrum tematów związanych z funkcjonowaniem podmiotów gospodarczych powoduje problemy w jednoznacznej identyfikacji czynników determinujących w największym stopniu koszty agencji. Zatem pierwsza istotna rzecz jaką należy wyróżnić to dokładne zrozumienie obszaru problemu agencji wraz ze wszystkimi zależnościami. Poza tym równie ważna jest możliwie pełna diagnoza czynników implikujących ten problem wraz z jak najbardziej syntetycznymi sposobami na jego ograniczanie. Celem artykułu jest dokonanie oceny dokumentu „Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW 2016” (dalej DPSN) w kompleksowym ograniczaniu problemu agencji. W artykule przyjęto hipotezę badawczą w formie stwierdzenia, że zawarte w dokumencie DPSN rekomendacje i zasady w większości stanowią odpowiedź na zidentyfikowane czynniki wpływające na występowanie problemu agencji. Realizacja celu i weryfikacja hipotezy została dokonane poprzez analizę dokumentu DPSN w porównaniu do zidentyfikowanych czynników potęgujących problem agencji.

* *Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Wydział Zarządzania, Katedra Inwestycji i Rynków Kapitałowych; Państwowa Wyższa Szkoła Zawodowa w Koninie, Wydział Społeczno-Techniczny, Katedra Finansów Rachunkowości i Logistyki.*

Problem agencji

Problem kosztów agencji bierze swój początek w asymetrii informacji pomiędzy różnymi grupami interesariuszy w ramach danego podmiotu gospodarczego. Teoria agencji, która szczegółowo analizuje ten problem, określa następujące zachowania ludzi, jak i sposób funkcjonowania organizacji¹:

- Ograniczona racjonalność uczestników rynku oraz występująca u nich awersja do ryzyka;
- Występowanie asymetrii informacji między uczestnikami rynku;
- Skłonność do zachowań oportunistycznych;
- Różne interesy i cele pomiędzy interesariuszami.

Można zatem przyjąć, że problem agencji winien być rozumiany jako efekt kompromisu różnych grup interesów w ramach jednej organizacji lub też jako związany i wynikający ze zbioru umów zawartych między tymi grupami². W literaturze wskazuje się na trzy podstawowe rodzaje problemu agencji: problem pryncypał-agent, problem agencji długu, problem pryncypał-pryncypał. Pierwsze ujęcie problemu jest najbardziej klasyczne i wskazuje na rozdzielność funkcji między właścicielem a zarządzającym danym podmiotem, a co za tym idzie również często rozdzielność celów. Formalne możliwości ograniczania tak ujętego problemu najczęściej sprowadzają się do wprowadzania kontraktów z szeregiem warunków i nagród za ich wypełnienie. Następstwa takich kontraktów jednak przez część badaczy również są zaliczane do samego problemu agencji³. Innym sposobem ograniczania problemu agencji w formie pryncypał-agent jest zwiększenie poziomu zadłużenia zewnętrznego przez podmiot⁴. Wiąże się on jednak z wyższym ryzykiem jakie ponoszą podmioty finansujące, a mianowicie ryzyko substytucji aktywów, niedoinwestowania czy też rozwodnienie roszczeń wierzycieli. Dlatego też mimo uznawania finansowania zewnętrznego za jedną z możliwości ograniczenia problemu agencji, tworzy ona nowy wymiar tego problemu, konflikt pryncypał-wierzycieli. Ostatni rodzaj konfliktu występuje pomiędzy właścicielami charakteryzującymi się różnym poziomem udziałów w danym podmiocie. Szczególny wymiar ten rodzaj problemu agencji nabiera w przypadku firm rodzinnych, gdzie najczę-

¹ K. Eisenhardt, *Agency Theory. An Assessment and Review*, "Academy of Management Review" 1989, vol. 14, s. 57-74.

² E. Chojnacka, *Struktura kapitału spółek akcyjnych w Polsce w świetle teorii hierarchii źródeł finansowania*, CeDeWu, Warszawa 2012, s. 62.

³ L.A. Bebchuk, J.M. Fried, *Executive Compensation as Agency Problem*, "Journal of Economic Perspectives" 2003, vol. 17(3), s. 71-92.

⁴ D.A. Butz, *Debt Financing and Manager-Shareholder Agency Costs*, UCLA Working Paper, 1993, s. 1-31.

ściej poza dominującą rolą właścicieli będących rodziną taki podmiot gospodarczy służy do realizacji pozagospodarczych celów rodziny, co przez pozostałych interesariuszy może być uznawane w skrajnych przypadkach za działanie na szkodę przedsiębiorstwa⁵.

Badacze na całym świecie starają się znaleźć sposób empirycznej weryfikacji występowania różnych rodzajów problemu agencji, jak i jego wpływu na działalność podmiotów gospodarczych. W niektórych przypadkach stosowane są różne rodzaje wskaźników, jak np. relacja rocznych przychodów ze sprzedaży do sumy aktywów, czyli wskaźnik wykorzystania aktywów⁶, poziom gotówki w przedsiębiorstwach jako możliwy wskaźnik dla wyższych kosztów agencyjnych⁷ lub też politykę dywidendową danej organizacji jako sposoby ograniczające zjawisko problemu agencji⁸. Mimo dużej liczby takich czynników wskazywanych w literaturze, brakuje jasnych i bezspornych potwierdzeń ich kompleksowości i skuteczności. Daje to asumpt, aby twierdzić, że wszystkie te czynniki pozwalają jedynie na fragmentaryczną aproksymację problemu. Konieczne zatem jest znalezienie sposobu na możliwie kompleksowe analizowanie występowania tych czynników w podmiotach gospodarczych. Pozwoliłoby to z pewnością zwiększyć dokładność analiz oraz ich wpływ na funkcjonowanie przedsiębiorstw.

Zasady ładu korporacyjnego na GPW

Zbiór „Dobre praktyki spółek notowanych na GPW 2016” jest kolejną z nowelizacji zasad ładu korporacyjnego określających pożądane zachowania i stan poszczególnych elementów organizacyjnych w stosunku do inwestorów jak i wewnątrz danej organizacji jakie są publikowane przez GPW. Ta obowiązująca aktualnie wersja różni się jednak od wcześniejszych, między innymi bardziej sformalizowanym charakterem czy też zgodnością treści z zaleceniami Komisji Europejskiej 9 kwietnia 2014 r. w sprawie jakości sprawozdawczości dotyczącej ładu korporacyjnego (2014/208/UE). Bardzo istotnym elementem obowiązującego zbioru dobrych praktyk jest zasada „stosuj lub wyjaśnij” dla czego danej zasady nie stosujesz (*comply or explain*). W rzeczywistości oznacza

⁵ G. Martin, L.R. Gómez-Mejía, P. Berrone, M. Makri, *Conflict Between Controlling Family Owners and Minority Shareholders: Much Ado About Nothing?*, “Entrepreneurship Theory and Practice” 2016, s. 999-1027.

⁶ J.S. Ang, R.A. Cole, J.W. Lin, *Agency Costs and Ownership Structure*, “Journal of Finance” 2000, nr 1 (55), s. 81-106.

⁷ G. Michalski, *Agency Costs in Small and Medium Wood Industry Enterprises with Full Operating Cycle and Cash Levels*, “Procedia Economics and Finance” 2015, Vol. 34, s. 461-468.

⁸ D.K. Schooley, L. Dwayne Barney Jr., *Using Dividend Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Costs*, “The Journal of Financial Research” 1994, s. 363-373.

to dobrowolność stosowania tych zasad i rekomendacji. Jednak badania potwierdzają, że dostosowywanie się spółek do wymogów ładu korporacyjnego i rzetelne stosowanie obowiązujących zasad to proces długotrwały⁹, niemniej właściwy w swojej funkcji pozwalającej zachować odpowiedni poziom standardów.

Struktura dokumentu dobrych praktyk zawiera się w sześciu głównych obszarach dotyczących polityki informacyjnej i komunikacji z inwestorami, zarządu i rady nadzorczej, systemu i funkcji wewnętrznych, walnego zgromadzenia i relacji z akcjonariuszami, konfliktu interesów i transakcji z podmiotami powiązanymi oraz wynagrodzeń. Każdy z powyższych obszarów składa się z rekomendacji oraz zasad szczegółowych, które w zgodzie z Regulaminem Giełdy wymagają wyjaśnienia w przypadku ich niestosowania¹⁰ (Regulamin Giełdy, § 29 ust. 3).

Tabela 1. Ilość rekomendacji i zasad szczegółowych w ramach dokumentu „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016”

Obszary	Rekomendacje	Zasady szczegółowe
Polityka informacyjna i komunikacja z inwestorami	4	23
Zarząd i Rada Nadzorcza	7	15
Systemu i funkcji wewnętrznych	1	6
Walnego Zgromadzenia i relacji z akcjonariuszami	3	18
Konfliktu interesów i transakcji z podmiotami powiązanymi	1	6
Wynagrodzenia	4	4

Źródło: opracowanie własne na podstawie „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016”.

Wszystkie powyższe obszary, jak i rekomendacje lub zasady w nich zawarte, w mniejszym lub większym stopniu są powiązane z różnymi czynnikami implikującymi koszty agencji. Ich stosowanie natomiast – w zgodzie z wynikami badań przedstawianymi w literaturze światowej – wskazuje na możliwości ograniczania problemu agencji w podmiotach gospodarczych.

Powiązanie „Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW 2016” a czynniki ograniczające problem agencji w przedsiębiorstwach

Na przestrzeni ostatnich dziesięcioleci badacze tematyki problemu agencji wskazali na kilkadziesiąt czynników wpływających na wzrost omawianego problemu i idącymi w ślad za nim kosztami. Czynniki te przedstawione w spo-

⁹ Grant Thornton, *A Changing Climate: Fresh Challenges Ahead*, Corporate Governance Review 2014, s. 14.

¹⁰ Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, *Regulamin Giełdy*, tekst ujednoczony na dzień 1 września 2016.

sób syntetyczny można przedstawić w 6 grupach opisujących problem kompleksowo (Tablica 1.).

Tablica 1. Czynniki wpływające na problem agencji

Relacje właścicieli a zarząd	Charakterystyka i jakość właścicieli	Charakterystyka i jakość agenta	Charakter i jakość organów nadzorczych	Charakterystyka przedsiębiorstwa	Rodzaj prowadzonej polityki przez przedsiębiorstwo
1. Rodzaj właścicieli od zarządu	1. Mała liczba skoncentrowanych właścicieli	1. Doświadczenie	1. Doświadczenie	1. Branża	1. Nie wymagane prawem badania audytorskie
2. Powiązania rodzinne z całym zarządem	2. Akcjonariat rozproszony	2. Kompetencje	2. Kompetencje	2. Charakter publiczny	2. Zaangażowanie społeczne
3. Powiązania rodzinne z pojedynczym członkiem zarządu	3. Udział Skarbu Państwa (pośrednio/bezpośrednio) jako właściciela	3. Liczebność zarządu	3. Liczebność RN	3. Poziom specjalizacji	3. Okwartość na współpracę z uczelniami/badaczami
4. Menadżerowie zewnętrzni w zarządzie	4. Kapitał rodzinny lub zagraniczny	4. Poziom i sposób wynagradzania	4. Poziom i sposób wynagradzania	4. Forma prawna	4. Poziom kontraktowania w przedsiębiorstwie
5. Osoby znajome właścicielom/z wnętrza firmy w zarządzie	5. Firma rodzinna	5. Relacje z właścicielami	5. Relacje z właścicielami	5. Wielkość	5. Poziom standaryzacji procesów w przedsiębiorstwie
6. Udziały zarządu w przedsiębiorstwie	6. Osoba fizyczna lub prawna	6. Niezależność	6. Niezależność	6. Wiek	6. Jakość przeprowadzanych badań audytorskich
	7. Wiek/płeć/wykształcenie itd.	7. Trwałość na stanowisku	7. Trwałość na stanowisku	7. Zasięg działalności	7. Wybór podmiotu do przeprowadzenia badań audytorskich
		8. Płeć	8. Inne obowiązki zawodowe	8. Sposób finansowania	8. Struktura ponoszonych kosztów
		9. Wiek	9. Płeć	9. Poziom zadłużenia	
			10. Wiek	10. Potencjał rozwojowy podmiotu	
				11. Dostęp do dotacji	

Źródło: opracowanie własne.

Tablica 1 została przygotowana na podstawie studiów literatury, natomiast prezentowany podział jest wynikiem obszarów jakich czynniki w niej zawarte bezpośrednio dotyczą. Przedstawione faktory winny być rozumiane w szerszym kontekście, co oznacza, że dla niektórych z wymienionych czynników można przypisać więcej niż jeden miernik. Przykładowo struktura ponoszonych kosztów dotyczy różnych obszarów, takich jak badania i rozwój, czy też związane z wartościami niematerialnymi i prawnymi, wskazując na wyższe prawdopodobieństwo występowania problemu agencji. Zarządzający mogą ze względu na relatywnie małą przejrzystość tego typu kosztów używać ich do osiągnięcia własnych celów¹¹. Poza tym wyższy poziom wartości niematerialnych i prawnych musi mieć swoje odzwierciedlenie w finansowaniu odpowiednio kapitałami własnymi lub obcymi. Z kolei im wyższa konieczność finansowania podmiotu, niezależnie od rodzaju źródła, tym większe zagrożenie wystąpienia potencjalnego konfliktu agencyjnego¹².

W ramach opracowania DPSN bardzo dużo uwagi poświęca się samemu zarządowi danej spółki oraz radzie nadzorczej. Wskazuje się między innymi na dokładne omówienie funkcji poszczególnych managerów oraz ich roli w organizacji, jak również wieku, doświadczenia, zaangażowania zawodowego. Aktualnie publikowane badania nie wykazują statystycznie istotnej zależności między rozmiarem zarządu danej spółki a poziomem problemu agencji. Jednak kombinacja zmiennych złożonych właśnie z takich czynników, jak wiek, ilość osób w zarządzie, struktura zarządu, długość pełnienia funkcji poszczególnych członków, może już wskazywać na wyższy poziom problemu agencji¹³. Ponadto niezwykle istotne z punktu widzenia problemu agencji są funkcje jakie pełnią poszczególni członkowie. Badania wskazują, że większa ilość managerów niewykonawczych w ramach organizacji pomaga w redukcji potencjalnych kosztów agencji¹⁴. Może to wynikać z większej konkurencyjności wewnątrz takiej organizacji, a co za tym idzie lepszym warunkom do działań produkcyjnych dla danego podmiotu gospodarczego. Poza tym DPSN nakłada na spółki giełdowe między innymi obowiązek informowania o niezależności członków

¹¹ C.W. Smith Jr., R.L. Watts, *The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies*, "Journal of Financial Economics" 1992, Vol. 32, s. 263-292.

¹² L. Hawang., Y.O. Kim, *Does the Ownership Structure of Debt and Equity Affect the Agency Costs of Debt? Japanese Evidence*, "Journal of Accounting, Auditing, and Finance" 1998, Vol. 13, No. 1, s. 37-66.

¹³ M. Singh, W.N. Davidson, *Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms*, "Journal of Banking & Finance" 2003, Vol. 27, Issue 5, s. 793-816.

¹⁴ P.J. McKnight, Ch. Weir, *Agency Costs, Corporate Governance Mechanisms and Ownership Structure in Large UK Publicly Quoted Companies: A panel Data Analysis*, "The Quarterly Review of Economics and Finance" 2009, Vol. 49, Issue 2, s. 139-158.

rad nadzorczych. Niezależność organów nadzorczych, jak i osób zarządzających, jest potwierdzona w świetle badań jako czynnik wpływający właśnie na ograniczenie problemu agencji i jego następstw¹⁵. Dlatego też szerokie ujęcie obszarów związanych z zarządem, jak i radą nadzorczą w ramach DPSN, uznać należy za zjawisko sprzyjające ograniczaniu problemu agencji.

Należy mieć jednak na uwadze, że nie tylko bezpośredni obszar związany z zarządem i radą nadzorczą jest w kręgu zainteresowań DPSN. Dokument wskazuje również na konieczność prowadzenia jasnej i transparentnej polityki dywidendowej. Wypłacana dywidenda również jest uznawana jako czynnik redukujący problem agencji¹⁶. Wypłata dywidendy jest równoznaczna z przeznaczaniem zysków na rzecz inwestorów. Zatem w takim przypadku wzrost aktywów przedsiębiorstwa będzie musiał być finansowany w większym stopniu z kapitałów obcych przez co instytucje zewnętrzne mają możliwość, jak i obowiązek, większego monitoringu sytuacji w takim podmiocie¹⁷. Oczywiście sama deklaracja przez zarząd regularnych wypłat w ramach polityki dywidendowej wiąże się z koniecznością zapewnienia na nie środków z wypracowanych zysków. Zatem taka decyzja również prowadzi do wzmożonego monitoringu sytuacji przedsiębiorstwa ze strony inwestorów.

Zasady związane z ładem korporacyjnym kierowane są głównie do spółek zaangażowanych na rynku kapitałowym, określając ich pożądane zachowania przez co można doszukiwać się, iż w znacznej mierze są one adresowane do zarządów i rad nadzorczych. Jednak niektóre z rekomendacji dotyczą również samych właścicieli/inwestorów. Tak jest w przypadku konieczności informowania o akcjonariuszach posiadających istotny (minimum 5%) udział w danym podmiocie. Dzięki tej informacji można dowiedzieć się jak bardzo skoncentrowana jest struktura właścicielska i w jakim stopniu udziały są w posiadaniu pierwotnych właścicieli, a na ile została ona przejęta przez inwestorów rynkowych. Jest to o tyle istotne, że – jak wskazują badania w świetle teorii agencji – większy udział inwestorów rynkowych, czyli tak zwanych zewnętrznych właścicieli, (*outsider ownership*) sprzyja ograniczaniu nadużyć i samym kosztom agencji¹⁸. Wynika to bowiem z wzmożonego dla tego

¹⁵ S. Bhojraj, P. Sengupta, *Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors*, "The Journal of Business" 2003, Vol. 76, No. 3, s. 455-475.

¹⁶ F. Easterbrook, *Two Agency-Cost Explanations of Dividends*, "American Economic Review" 1984, s. 650-659.

¹⁷ C.E. Crutchley, R.S. Hansen, *A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends*, "Financial Management" 1989, Vol. 18, No. 4, s. 36-46.

¹⁸ M. Burkart, F. Panuzi, *Agency Conflicts, Ownership Concentration, and Legal Shareholder Protection*, "Journal of Financial Intermediation" 2006, 15(1), s. 1-31.

typu spółek monitoringu sytuacji wewnętrznej. Pozwala to również na określenie, kto wchodzi w skład istotnych udziałowo akcjonariuszy dla danej spółki. Badania wskazują, że taki skład nie pozostaje bez wpływu na koszty agencji. Spółki, dla których akcjonariat opiera się w większym stopniu na osobach fizycznych, będących inwestorami, cechują się niższą kontrolą. Sprzyja to wyższym poziomom stosunkowo płynnych zasobów wewnątrz przedsiębiorstwa oraz cechuje się wyższym poziomem konsumpcyjnym na poziomie zarządczym¹⁹.

Innym ważnym aspektem w ramach DPSN jest polityka wynagrodzeń w spółkach dla zarządów i rad nadzorczych. Teoria agencji ten obszar określa mianem kontraktowania na linii pryncypał-agent. Zawarte w DPSN rekomendacje odnoszą się do długookresowej polityki wynagrodzeń uwzględniającej cele biznesowe oraz długoterminową sytuację spółki. Dlatego też – w myśl teorii agencji – kontrakty winny być określone czasowo z uwzględnieniem szczegółowych czynników wpływających na realizację owego kontraktu, gdzie rezultaty osiągnięte w przeszłości mogą być wykorzystywane w przyszłych kontraktach. Ma to wpływać na agentów nie realizujących w pełni swoich zadań, motywując ich do odpowiedniego zaangażowania²⁰.

Tabela 2. Zestawienie ilości rekomendacji i zasad zawartych w DPSN wpływających na zmniejszenie problemu agencji

Obszary	Rekomendacje	Zasady szczegółowe	Ilość rekomendacji i zasad bezpośrednio niwelujących skutki problemu agencji	% rekomendacji i zasad spełniających hipotezę
Polityka informacyjna i komunikacja z inwestorami	4	23	7	26%
Zarząd i Rada Nadzorcza	7	15	11	50%
Systemu i funkcji wewnętrznych	1	6	5	71%
Walnego Zgromadzenia i relacji z akcjonariuszami	3	18	3	14%
Konfliktu interesów i transakcji z podmiotami powiązanymi	1	6	4	57%
Wynagrodzenia	4	4	5	63%
SUMA	20	72	35	38%

Źródło: opracowanie własne.

¹⁹ B. Nikolov i T.M. Whited, *Agency Conflicts and Cash: Estimates from a Dynamic Model*, "Journal of Finance" 2013, s. 1883-1921.

²⁰ M. Ricketts, *The Economics of Business Enterprise. An Introduction to Economic Organisation on the Theory of the Firm*, New York, London, Toronto, Sydney, Tokyo, Singapore 1994, s.130-131.

Powyżej przedstawione zostały przykłady w ramach danych obszarów, które weryfikują pozytywnie założoną hipotezę. Patrząc całościowo na poszczególne kategorie jakie porusza DPSN, większość z nich zawiera 50% i więcej rekomendacji, i zasad zmniejszających skutki agencji, co zostało przedstawione w tabeli 2.

Całościowo 38% rekomendacji i zasad zawartych w DPSN w przypadku ich stosowania w świetle przeprowadzonych badań wpływa pozytywnie na obniżenie problemu agencji. Istotna jest jednak analiza szczegółowych obszarów, które w największym stopniu wpływają na omawiany problem. Dotyczą one bezpośrednio konfliktu interesów pryncypał-agent oraz sposobów kontrolnych, monitoringu jak również wynagradzania zarządu i rady nadzorczej zgodnie nie tylko z zakresem obowiązku, ale i osiąganymi wynikami, sytuacją podmiotu, co ma znaczący wpływ na minimalizowanie kosztów agencji. Należy jednak mieć na uwadze, że pozostałe czynniki w sposób pośredni również ograniczają problem agencji. Można zatem stwierdzić, że w obszarach najbliższych konfliktowi agencji realizacja rekomendacji i zasad zawartych w DPSN w znaczącym stopniu wpływa na obniżanie implikowanych skutków problemu agencji.

Podsumowanie

Omawiany problem, mimo dobrej identyfikacji teoretycznej, pozostaje stosunkowo trudny do uchwycenia w sposób empiryczny. Ponadto wraz z rozwojem firm i ich rozrastaniem się, nabiera ona coraz większego znaczenia. Zatem wszelkie próby niwelowania kosztów agencji, jak w przypadku DPSN zbiór rekomendacji i zasad funkcjonowania w wybranych obszarach, uznać należy za idee słuszne w swoich podstawach. Wprawdzie patrząc całościowo to 38% zawartych w DPSN zasad i rekomendacji odpowiada zidentyfikowanym czynnikom agencji, to istnieją obszary, dla których jest to znacznie ponad 50%, a nawet 70% zgodności. Ich bezpośrednio odwołanie do wskazywanych w literaturze światowej aspektów problemu agencji daje szansę podmiotom gospodarczym, że – mimo zarysowanych trudności weryfikacji empirycznej – istnieje możliwość ograniczania jego efektów. Powyższa analiza daje asumpt do przeprowadzenia badań weryfikujących, czy spółki stosujące rekomendacje i zasady zawarte w DPSN cechują się niższymi implikowanymi kosztami agencji. Jednak ze względu na krótki okres funkcjonowania DPSN badania takie będą mogły być przeprowadzone dopiero za kilka lat.

Bibliografia

- Ang J. S., Cole R. A., Lin J. W., *Agency Costs and Ownership Structure*, "Journal of Finance" 2000, nr 1 (55), s. 81-106.
- Bebchuk L.A., Fried J.M., *Executive Compensation as Agency Problem*, "Journal of Economic Perspectives" 2003, Vol. 17(3), s. 71-92.
- Bhojraj S., Sengupta P., *Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors*, "The Journal of Business" 2003, Vol. 76, No. 3, s. 455-475.
- Burkart M., Panuzi F., *Agency Conflicts, Ownership Concentration, and Legal Shareholder Protection*, "Journal of Financial Intermediation" 2006, Vol. 15(1), s. 1-31.
- Butz D.A., *Debt Financing and Manager-Shareholder Agency Costs*, UCLA Working Paper, 1993, s. 1-31.
- Chojnacka E., *Struktura kapitału spółek akcyjnych w Polsce w świetle teorii hierarchii źródeł finansowania*, CeDeWu, Warszawa 2012.
- Crutchley C. E., Hansen R. S., *A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends*, "Financial Management" 1989, Vol. 18, No. 4, s. 36-46.
- Easterbrook F., *Two Agency-Cost Explanations of Dividends*, "American Economic Review" 1984, s. 650-659.
- Eisenhardt K., *Agency Theory. An Assessment and Review*, "Academy of Management Review" 1989, Vol. 14, s. 57-74.
- Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016*.
- Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie *Regulamin Giełdy, tekst ujednolicony na dzień 1 września 2016*.
- Grant Thornton, *A Changing Climate Fresh Challenges Ahead*, "Corporate Governance Review" 2014, s. 14.
- Hawang L., Kim Y. O., *Does the Ownership Structure of Debt and Equity Affect the Agency Costs of Debt? Japanese Evidence*, "Journal of Accounting, Auditing, and Finance" 1998, Vol. 13, No. 1, s. 37-66.
- Martin G., Gómez-Mejía L.R., Berrone P. i Makri M., *Conflict Between Controlling Family Owners and Minority Shareholders: Much Ado About Nothing?*, "Entrepreneurship Theory and Practice" 2016, s. 999-1027.
- McKnight P. J., Weir, Ch., *Agency Costs, Corporate Governance Mechanisms and Ownership Structure in Large UK Publicly Quoted Companies: A panel Data Analysis*, "The Quarterly Review of Economics and Finance" 2009, Vol. 49, Issue 2, s. 139-158.
- Michalski G., *Agency Costs in Small and Medium Wood Industry Enterprises with Full Operating Cycle and Cash Levels*, "Procedia Economics and Finance" 2015, Vol. 34, s. 461-468.
- Nikolov B., Whited T. M., *Agency Conflicts and Cash: Estimates from a Dynamic Model*, "Journal of Finance" 2013, s. 1883-1921.
- Ricketts M., *The Economics of Business Enterprise. An Introduction to Economic Organisation on the Theory of the Firm*, New York, London, Toronto, Sydney, Tokyo, Singapore 1994.
- Schooley D. K., Dwayne Barney Jr. L., *Using Dividend Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Costs*, "The Journal of Financial Research" 1994, s. 363-373.
- Singh M., Davidson W. N., *Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms*, "Journal of Banking & Finance" 2003, Vol. 27, Issue 5, s. 793-816.
- Smith Jr., C. W., Watts R. L., *The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies*, "Journal of Financial Economics" 1992, 32, s. 263-292.

Streszczenie

Istotność oraz złożoność problemu agencji w codziennym funkcjonowaniu wielu organizacji sprawia, że badacze na całym świecie wskazują na różnego rodzaju czynniki, które mogą posłużyć do ograniczania wskazanego problemu, jednak brak wśród nich podejścia w pełni kompleksowego. Celem artykułu jest przede wszystkim dokonanie oceny dokumentu „Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW 2016” w kompleksowym ograniczaniu problemu agencji. Postawiona hipoteza stanowi, iż zawarte w dokumencie DPSN rekomendacje i zasady w większości stanowią odpowiedź na określone w literaturze światowej czynniki wpływające na występowanie problemu agencji. W tekście dokonana została dogłębna analiza porównawcza czynników wymienionych w DPSN, a zidentyfikowanych elementów problemu agencji w literaturze przedmiotu. Wskazuje ona, iż w odniesieniu do wyników badań na świecie, stosowanie się przedsiębiorstw do rekomendacji i zasad wskazanych w DPSN w sposób znaczący ograniczy występujący problem agencji, a zakres oddziaływania uznać należy za najbardziej kompleksowy z wszystkich zidentyfikowanych sposobów.

THE ROLE OF BEST PRACTICES FOR GPW LISTED COMPANIES 2016 IN LIMITING THE AGENCY PROBLEM

Summary

The significance and complexity of the agency's problem in the daily functioning of many organizations means that researchers around the world point to various factors that can be used to reduce the indicated problem, but they lack a comprehensive approach. The aim of the article is first of all to evaluate the “Good Practices of Companies Listed on the Warsaw Stock Exchange 2016” in the comprehensive reduction of the agency's problem. The hypothesis is that the recommendations and rules contained in the DPSN document are mostly a response to the factors affecting the occurrence of the agency problem defined in the world literature. In the text an in-depth comparative analysis of the factors listed in the DPSN was made, and the identified elements of the agency's problem in the subject literature. It indicates that in relation to global research results, compliance of companies with recommendations and principles indicated in the DPSN will significantly reduce the existing problem of the agency, and the scope of impact should be considered as the most comprehensive of all identified ways.

