

Funkcja kontrolna rady nadzorczej a redukcja kosztów agencji

Wstęp

Na świecie występują dwa rodzaje modeli organizacji organów statutowych spółek – jednopoziomowy (rada dyrektorów) i dwupoziomowy (rada nadzorcza i zarząd). W modelu dwupoziomowym, który występuje w Polsce, organami bezpośrednio odpowiedzialnymi za kreowanie wartości dla akcjonariuszy przez spółki są ich zarządy. Rady nadzorcze odpowiadają za ich kontrolę, zatwierdzanie najważniejszych decyzji oraz ewentualnie pomoc w podjęciu optymalnej decyzji poprzez doradzanie członkom zarządów. W warunkach kryzysu zaufania do rynków kapitałowych oraz instytucji państwowych rady nadzorcze odgrywają szczególne znaczenie i stają się gwarantem przetrwania spółek mimo wciąż obecnej pokusy nadużyć i kreowania kosztów agencji przez menedżerów najwyższego szczebla.

W niniejszym opracowaniu podjęto próbę oceny skuteczności funkcjonowania organów nadzoru. Jego celem jest prezentacja wyników badań na temat wpływu rad nadzorczych na redukcję kosztów agencji w polskich spółkach publicznych oraz próba odpowiedzi na dwa pytania. Po pierwsze, czy liczniejsze rady nadzorcze są skuteczne w redukowaniu kosztów agencji? Po drugie, czy struktura organów statutowych spółek (rad nadzorczych i zarządów) wpływa na skuteczność redukowania tych kosztów? Badania, których część jest zaprezentowana w niniejszym opracowaniu, mają przyczynić się do oceny modelu dwupoziomowego i pomóc w podejmowaniu decyzji dotyczących reform polskiego systemu corporate governance.

Opracowanie zostało podzielone na cztery części. W pierwszej opisano zadania rad nadzorczych oraz wady i zalety dwupoziomowego modelu funkcjonowania organów statutowych spółek. W drugiej zaprezentowano wyniki badań, szczególnie przeprowadzonych w modelu jednopoziomowym, na temat roli rad w redukowaniu kosztów agencji. W trzeciej przedstawiono metodę badawczą. W czwartej zaprezentowa-

* Dr, Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Łódzki, lbohdan@uni.lodz.pl, ul. Matejki 22/26, 90-237 Łódź

no wyniki własnych badań na temat wpływu rad nadzorczych na redukcję kosztów agencji. Całość kończy się podsumowaniem, w którym sformułowano najważniejsze wnioski.

1. Rady nadzorcze – zadania oraz wady i zalety funkcjonowania

Model dwupoziomowy nie jest modelem dominującym na świecie. Nawet w Europie w większości państw funkcjonuje model jednopoziomowy z radą dyrektorów lub istnieje możliwość wyboru sposobu organizacji organów statutowych spółek. Zdarzają się nawet modele hybrydowe, choćby duński model określany jako w połowie dwupoziomowy (ang. *semi two-tier*). Model dwupoziomowy występuje poza Polską również w Niemczech, Austrii i Czechach, a poza Europą na Tajwanie czy w Indonezji.

Różnice pomiędzy modelem dwupoziomowym i jednopoziomowym są fundamentalne. A. Cadbury (2002) wyróżnił cztery istotne. Po pierwsze, rada dyrektorów w modelu jednopoziomowym w pełni kontroluje spółkę, jednocześnie nadzorując menedżerów i inicjując działania. W modelu dwupoziomowym rada nadzorcza jest organem głównie nadzorującym i zatwierdzającym, a inicjowanie działań leży po stronie menedżerów (zarządu). Po drugie, wszyscy członkowie rady w modelu jednopoziomowym mają te same obowiązki. W modelu dwupoziomowym obowiązki członków rady nadzorczej i członków zarządu są rozdzielone. Po trzecie w skład rady dyrektorów wchodzi zarówno członkowie wewnętrzni, jak i zewnętrzni. W modelu dwupoziomowym jest to niedopuszczalne. Po czwarte, ze względu na inne obowiązki i inny sposób pracy, od członków rady nadzorczej oraz rady dyrektorów wymaga się innych kompetencji. B. Tricker (2009) podkreśla tylko jedną, ale za to zasadniczą różnicę pomiędzy modelem jednopoziomowym i dwupoziomowym. W modelu jednopoziomowym rada dyrektorów jest odpowiedzialna jednocześnie za wyniki spółki (ang. *performance*), jak i jej prawidłowe funkcjonowanie (ang. *conformance*). W modelu dwupoziomowym to zarząd poprzez formułowanie i wdrażanie strategii odpowiada za wyniki. Rada nadzorcza odpowiada tylko za prawidłowe funkcjonowanie. W praktyce do zadań rad nadzorczych Polsce należą m.in.: ocena sprawozdań finansowych spółek; ocena wniosków zarządów, co do podziału zysków albo pokrycia strat; powoływanie, odwoływanie i zawieszanie członków zarządów; określanie zasad wynagradzania członków zarządów, zawieranie kontraktów z członkami zarzą-

dów, zatwierdzanie wieloletnich planów rozwoju spółek, zatwierdzanie rocznych budżetów, wybór lub zatwierdzenie wyboru biegłych rewidentów, reprezentowanie spółek w sporach z zarządami, zatwierdzanie cen emisyjnych akcji, przyjmowanie jednolitych tekstów statutów spółek, a także wyrażanie zgody na: nabycie lub zbycie nieruchomości, udzielenie gwarancji, podjęcie inwestycji, zaciągnięcie zobowiązań, podwyższenie kapitału akcyjnego, nabywanie udziałów i akcji znacznej wysokości, nabycie lub zbycie ruchomości lub praw, utworzenie lub likwidację oddziałów spółek, utworzenie nowych przedsiębiorstw, ustanowienie prokury, prowadzenie interesów konkurencyjnych przez członków zarządów, zbycie lub zamianę akcji imiennych na akcje zwykłe [Bohdanowicz, 2009a].

Dyskusja na temat wyższości któregośkolwiek z obu modeli (modelu jednopoziomowego i modelu dwupoziomowego) wciąż pozostaje bez ostatecznej konkluzji. Zarówno model jednopoziomowy, jak i dwupoziomowy mają swoje silne i słabe strony. Wady i zalety obu modeli zostały na przykład przedstawione przez A. Cadbury'ego (2002), M. Spisto (2005) i C. Jungmana (2006). Przede wszystkim w modelu dwupoziomowym funkcje rady nadzorczej i zarządu są ściśle rozdzielone, a w skład obu organów wchodzi inne osoby. W efekcie członkowie rady nadzorczej są – przynajmniej teoretycznie – niezależni. Dodatkowo członkowie rady nadzorczej są powoływani przez akcjonariuszy lub mogą być przedstawicielami pracowników, a później sami powołują zarząd. Powiązanie pomiędzy akcjonariuszami, radą nadzorczą i zarządem jest oczywiste, a dzięki takiej zależności członkowie poszczególnych organów unikają konfliktu lojalności charakterystycznego dla członków rady dyrektorów w modelu jednopoziomowym. Tam członkowie starają się być jednocześnie lojalni wobec spółki, swoich kolegów z rady oraz prezesa. Szczególnie jest to widoczne w przypadku – dość powszechnej – kooptacji. Z drugiej jednak strony rozdzielenia rady nadzorczej i zarządu jest jednocześnie źródłem słabości modelu dwupoziomowego. Rada nadzorcza jest tak usytuowana w ustroju spółki, że jest organem pasywnym i reagującym. Jej rola – jak już zostało podkreślone – ogranicza się przede wszystkim do zatwierdzania, wyrażania opinii i ewentualnego odwoływania zarządu, a dodatkowo pomiędzy dwoma organami występuje wyraźna asymetria informacji na korzyść zarządu. Ta asymetria informacji jest jednym z obszarów zainteresowań teorii agencji.

2. Rola rad nadzorczych w redukowaniu kosztów agencji

Teoria agencji zwraca uwagę na relacje kontraktowe pomiędzy akcjonariuszami i menedżerami oraz problem maksymalizacji użyteczności obu tych grup. Akcjonariusze, będący pryncypałami, delegują na menedżerów wiele decyzji, które ze względu na posiadaną przez nich własność, powinny być ich domeną. Wtedy menedżerowie stają się ich agentami. Agenci również dążą do maksymalizacji własnej użyteczności i tym samym nie zawsze działają zgodnie z oczekiwaniami pryncypałów [Eisenhardt, 1989; Jensen i Meckling, 1976]. Menedżerom tym łatwiej jest maksymalizować własną użyteczność, iż wiedzą oni zdecydowanie więcej o planowanych strategiach spółek, ich działaniach operacyjnych oraz źródłach wyników finansowych niż zmuszeni do zaufania im akcjonariusze (asymetria informacji).

Problem agencji prowadzi do powstawania kosztów agencji. Są one związane z niechęcią menedżerów do podjęcia określonych działań, ich awersją do ryzyka oraz ograniczonym horyzontem działania. Wśród wielu różnych kosztów agencji są takie, które wiążą się bezpośrednio z realizacją strategii spółek. To np.: tendencje do nadmiernego inwestowania, budowania imperiów czy lokowanie nadwyżki środków finansowych w przedsięwzięcia o niskiej stopie zwrotu, gdy brakuje na rynku projektów o wystarczająco atrakcyjnej wartości bieżącej [szerzej: Ang, Cole i Lin, 2000; Aluchna, 2007; Jensen i Smith].

Badania na temat rad spółek jako mechanizmów zmniejszania kosztów agencji wskazały, że ich odpowiednia liczebność jest w stanie zredukować konflikt agencji. Trzeba jednak podkreślić, że opinie i wyniki badań na temat optymalnej liczebności nie są już jednoznaczne. Z jednej strony podkreśla się, iż liczniejsze rady są silniejsze i mają większy wpływ na efektywność spółek. Na przykład J.A. Pearce i S.A. Zahra (1991) wskazali, że liczne rady są dobrym mechanizmem łączenia spółki z jej otoczeniem i źródłem wiedzy o możliwych dla firmy opcjach strategicznych oraz odgrywają ważną rolę w kształtowaniu tożsamości spółki. Z drugiej jednak strony mniej liczne rady są w stanie szybciej osiągnąć konsensus, a tym samym szybciej podejmować decyzje. Dlatego negatywną zależność pomiędzy liczebnością rad a wynikami spółek potwierdzili w swoich badaniach m.in. D. Denis i A. Sarin (1999), D. Yermack (1996) czy T. Eisenberg, S. Sundgren, M. Wells (1998). W modelu dwupoziomowym, jak zostało podkreślone, rada ma mniejszy, bezpośredni wpływ na wyniki finansowe i proponowanie rozwiązań,

a większy na kontrolę i przyjęcie optymalnych opcji. Dlatego liczniejsze rady, z zastrzeżeniem istnienia ich optymalnego rozmiaru, powinny skuteczniej obniżać koszty agencji

Oprócz liczebności w badaniach światowych zajmowano się także wpływem wewnętrznej struktury rad spółek (ang. *board structure*), czy inaczej składu tych organów (ang. *board composition*) na koszty agencji. Odnoszono się do tego problemu w dwojaki sposób. Po pierwsze w modelu jednopoziomowym określano, czy oddzielone są funkcje prezesa (ang. *chief executive officer*) i przewodniczącego rady (ang. *chairman*). W modelu dwupoziomowym ten problem nie występuje. Po drugie, starano się określić proporcję członków nie-wykonawczych (ang. *non-executive officers*) i wykonawczych rady (ang. *executive officers*), podkreślając przy tym, że rady ze znaczącym udziałem członków niewykonawczych mogą zmniejszać prawdopodobieństwo podejmowania przez menedżerów decyzji maksymalizujących ich użyteczność kosztem użyteczności akcjonariuszy, poprzez skuteczniejsze monitorowanie oraz dbanie o reputację rady jako efektywnego i niezależnego organu decyzyjnego. Z tego powodu S. Rosenstein i J.G. Wyatt (1990) zauważyli, że akcje spółek, które decydują się na powołanie takich członków przynoszą nadzwyczajne stopy zwrotu (ang. *abnormal return*), czyli zwrot powyżej indeksu giełdowego. Tym samym dyrektorzy niewykonawczy przyczyniali się do kreowania wartości dla akcjonariuszy i minimalizowania kosztów agencji. W modelu dwupoziomowym rady nadzorcze oczywiście składają się tylko z członków nie-wykonawczych, ale ich względna liczebność w stosunku do zarządu, co stanowi odpowiednik struktury rad w modelu jednopoziomowym, może świadczyć o tym, że te organy mają reputację silniejszych, a właściciele traktują je jako istotne centra monitorowania zarządów oraz obniżanie kosztów agencji. Dlatego można założyć, iż większa liczebność rad nadzorczych w stosunku do liczebności zarządów świadczy o sile i reputacji tych organów jako mechanizmów ograniczenia kosztów agencji, co będzie pozytywnie wpływać na zmniejszanie kosztów agencji.

3. Metoda badawcza

3.1. Próba badawcza

Próbie badawczą stanowiły polskie spółki publiczne z sektorów nie-finansowych (przemysłowych oraz handlu i usług) notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2010-2011 rok.

Analizy dotyczyły tylko tych spółek, które opublikowały raporty roczne. Łącznie przeprowadzono 520 obserwacje na temat 266 spółek. Wszystkie dane pozyskano z raportów rocznych.

3.2. Zmienne

Hipotezy testowano za pomocą analizy danych panelowych (uogólniona metoda momentów). Służył do tego następujący model:

$$\text{Koszty agencji}_i = \alpha_i + \beta X_i + \gamma Y_i + \varepsilon_{it}$$

gdzie wektor X_i zawiera zmienne niezależne (liczebność rady nadzorczej oraz struktura organów statutowych), wektor Y_{it} składał się ze zmiennych kontrolnych, ε_i opisywał losowe zakłócenia. Przedmiotem zainteresowania w niniejszym badaniu był wektory X_i .

3.2.1. Zmienna zależna

Zmienną zależną są koszty agencji. Koszty agencji były w światowych badaniach szacowane za pomocą różnych zmiennych symptomatycznych. Na przykład: wskaźnika globalnego obrotu aktywami (ang. *asset utilisation ratio*), wskaźnika poziomu kosztów operacyjnych (ang. *expense ratio*), wskaźnika koszty sprzedaży, ogólnego zarządu i administracyjne do przychodów ze sprzedaży (ang. *selling, general and administrative ratio*) wskaźnika udziału aktywów płynnych w aktywach razem (ang. *asset liquidity ratio*), wskaźnika przepływy pieniężne do aktywów razem (ang. *free cash flows to total assets*), a czasem za pomocą miar rentowności (ang. *firm performance*) np. wskaźnika q Tobina. W niniejszym opracowaniu jako zmienną symptomatyczną opisującą koszty agencji wykorzystano wskaźnik koszty sprzedaży, ogólnego zarządu i administracyjne do przychodów ze sprzedaży [Florackis i Ozkan, 2009; Singh i Davidson III, 2003].

Wskaźnik koszty sprzedaży, ogólnego zarządu i administracyjnych do przychodów ze sprzedaży obliczany był jako relacja kosztów niezwiązanych bezpośrednio z produkcją z układu kalkulacyjnego rachunku zysków i strat, czyli właśnie kosztów sprzedaży oraz ogólnego zarządu i administracyjnych do przychodów ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów. Wysokie wartości tego wskaźnika mogą wskazywać na nadmierne koszty agencji.

3.2.2. Zmienne niezależne

Pierwszą zmienną niezależną była liczebność rady nadzorczej. Ta zmienna w modelu jednopoziomowych opisuje liczebność całej rady dyrektorów tj. łącznej liczby członków wewnętrznych i zewnętrznych [Florackis i Ozkan, 2009], często wykorzystując przy tym logarytm natu-

ralny. Analogicznie w niniejszym badaniu obliczano logarytm naturalny z liczebności rady nadzorczej.

Drugą zmienną niezależną była struktura organów statutowych. W badaniach na temat kosztów agencji przeprowadzonych w modelach jednopoziomowych najczęściej ocenia się relację członków zewnętrznych i wewnętrznych [Ghosh, 2006], udział w radach członków zewnętrznych [Florackis i Ozkan, 2009] lub coraz częściej udział tylko dyrektorów niezależnych [Henry]. Inaczej strukturę organów statutowych mierzona np. w badaniach K. Campbella, J. Jeżaka i L. Bohdanowicza (2006). Tu obliczano ją jako liczbę członków rady nadzorczej podzieloną przez liczbę członków zarządu. W niniejszym badaniu ta zmienna była obliczana jako liczba członków rady nadzorczej podzielona przez sumę liczebności rady nadzorczej i zarządu.

3.2.3. Zmienne kontrolne

Pierwszą zmienną kontrolną był stopień koncentracji struktury własnościowej. Zgodnie z założeniami teorii agencji wzrost stopnia koncentracji własności prowadzi do zmniejszenia kosztów agencji. Dla określenia tej zmiennej można zastosować różne miary. Niektóre pozwalają na jednoczesne uwzględnienie udziału w głosach wszystkich inwestorów posiadających znaczące pakiety akcji (np. indeks Herfindahla lub łączny udział we własności kilku największych inwestorów), inne uwzględniają tylko udział we własności największego inwestora [Earle, Kucsera i Telegdy, 2005]. Zmienne te są ze sobą mocno skorelowane. W niniejszym badaniu zastosowano ten ostatni wariant i zmienną symptomatyczną opisującą stopień koncentracji struktury własnościowej była zmienna udział we własności największego inwestora. Przy jej kalkulacji starano się uwzględniać zarówno bloki posiadane przez niego bezpośrednio, jak i pośrednio. Wartości tej zmiennej uwzględniano jako ułamki dziesiętne. Jeśli największy akcjonariusz posiadał 35,75% akcji zarządzanej przez siebie spółki (praw do głosu), to do obliczeń zapisywano wartość 0,3575.

Drugą zmienną kontrolną był free float. Ta zmienna była mierzona jako udział w prawach do głosowania właścicieli bloków mniejszych niż 5%. Jej wprowadzenie do modelu było uzasadnione ze względu na sposób mierzenia zmiennej opisującej koncentrację własności. Ten sposób postępowania pozwalał zminimalizować błąd wynikający z nieuwzględnienia pozostałych, poza największym, dużych bloków akcji.

Trzecią zmienną kontrolną był udział w strukturze własnościowej członków zarządu. W klasycznych założeniach teorii agencji, opisanych przez M.C. Jensena i W.H. Mecklinga (1976), relacja pomiędzy własnością menedżerską i problemem agencji ma charakter prostoliniowy, a punkt optymalny w jego rozwiązaniu występuje w momencie, gdy menedżerowie posiadają wszystkie akcje spółki. Założenie o prostoliniowym charakterze tej zależności było później podważane [Morck, Shleifer i Vishny, 1988; Kole, 1995; Short i Keasey, 1999], tym niemniej wzrost udziału we własności menedżerów jest nadal uważany za jeden z najważniejszych sposobów zmniejszania kosztów agencji. Przy obliczaniu tej zmiennej, oprócz bezpośrednich udziałów członków zarządu, uwzględniano również powiazaną z nimi własność rodzinną. Wartości tej zmiennej uwzględniano jako ułamki dziesiętne, a kalkulacje przeprowadzono na podstawie bloków większych niż 5% praw do głosowania.

Czwartą zmienną kontrolną był udział w strukturze własnościowej inwestorów instytucjonalnych (finansowych). Inwestorzy instytucjonalni są postrzegani jako ci właściciele, którzy biorą coraz aktywniejszy udział w nadzorowaniu spółek oraz minimalizowaniu kosztów agencji [Gillian i Starks, 2003]. Można przyjąć, że ich większy udział we własności prawdopodobnie będzie zmniejszał te koszty. Wartości tej zmiennej, podobnie jak pozostałych zmiennych opisujących koncentrację i struktury własnościowe, uwzględniano jako ułamki dziesiętne, a kalkulacje przeprowadzono na podstawie bloków większych niż 5% praw do głosowania.

Piątą zmienną kontrolną była liczebność zarządu spółki. Tą zmienną obliczano analogicznie jak zmienną liczebność rad nadzorczych. Do analiz wykorzystano logarytm naturalny z liczebności zarządów spółek.

Szóstą zmienną kontrolną był wskaźnik zadłużenia. Wskaźnik zadłużenia liczony był jako relacja zobowiązań razem do aktywów razem. Ta zmienna kontrolna ma szczególne znaczenie przy ocenie wyników spółek, gdyż wpływ na nie ma również struktura kapitału. Jest to związane z kosztem kapitału oraz odmiennym postrzeganiem przez inwestorów ryzyka inwestycji w akcje spółek o różnym poziomie zadłużenia [Jerzemowska, 1999].

Siódmą zmienną kontrolną była wielkość spółki. Zmienną symptomatyczną opisującą wielkość spółki był logarytm naturalny z wartości

księgowej aktywów razem. Jest to jeden z najczęściej wykorzystywanych sposobów odzwierciedlenia tej wielkości [Kiel i Nicholson, 2003].

4. Wyniki badań

4.1. Statystyki opisowe

W tabeli 1 znajdują się statystyki opisowe dla rozpatrywanych zmiennych. Średnia wartość zmiennej opisującej koszty agencji tj. wskaźnika poziomu kosztów administracyjnych wyniosła 0,1935. Średnia arytmetyczna dla logarytmu naturalnego z liczebności rad nadzorczych wyniosła 1,7206 i była wyższy od średniej dla logarytmu naturalnego z liczebności zarządu, która wyniosła 1,0332, co oczywiście wynika również z zapisów kodeksu spółek handlowych, który ustala minimalną liczebność rad nadzorczych spółek publicznych na poziomie 5 członków, a zarząd można sprawować jednoosobowo. Natomiast średnia arytmetyczna wskaźnika struktury organów statutowych wyniosła 0,6580.

Z poniższej tabeli można również odczytać statystyki opisowe dla zmiennych kontrolnych. Średnia arytmetyczna stopnia koncentracji struktur własnościowych (udziału we własności największego akcjonariusza) wyniosła 0,4422. Mediana, której wartość nie jest zamieszczona tabeli wyniosła 0,4505 i była zbliżona do mediany w innych polskich badaniach P. Tamowicza i M. Dzierżanowskiego (2001), gdzie miała wartość 45,8. Najniższy free float w badanej próbie wynosił 0,0172 a najwyższy 1, czyli w tym przypadku nie było akcjonariusza posiadającego blok akcji przekraczający 5%. Średnia arytmetyczna dla tej zmiennej wyniosła 0,3621, natomiast średnie arytmetyczna dla zmiennych udział w strukturze własnościowej inwestorów instytucjonalnych (finansowych) oraz udział w strukturze własnościowej członków zarządu wyniosły odpowiednio 0,1271 i 0,1982. Średnie arytmetyczne z dwóch ostatnich zmiennych kontrolnych tj. wskaźnika zadłużenia oraz logarytmu naturalnego z aktywów razem wyniosły odpowiednio 0,4633 i 19,2895.

Tablica 1. Statystyki opisowe

Zmienna	Średnia	Odchylenie standardowe	Minimum	Maksimum
WSKKADM	0,1935	0,1671	0,0189	2,3674
LRN	1,7206	0,1781	1,6094	2,4849
SORS	0,6580	0,0978	0,3125	0,8750

SKSW	0,4422	0,2174	0	0,9828
FF	0,3621	0,1847	0,0172	1
USWII	0,1271	0,2673	0	0,8139
USWCZ	0,1982	0,2727	0	0,9828
LZS	1,0332	0,4721	0	2,3979
WSZAD	0,4633	0,2355	0,0551	2,3241
AR	19,2895	1,5815	15,3429	24,7205

Opis akronimów: WSKKADM – wskaźnik koszty sprzedaży, ogólnego zarządu i administracyjne do przychodów ze sprzedaży; LRN – logarytm naturalny z liczebności rady nadzorczej; SORS – struktura organów statutowych; ZRNP – zróżnicowanie rady nadzorczej pod względem płci (Indeks Blaua); SKSW – stopień koncentracji struktur własnościowych (udział we własności największego akcjonariusza); FF – free float; USWII – udział w strukturze własnościowej inwestorów instytucjonalnych (finansowych); USWCZ – udział w strukturze własnościowej członków zarządu; LZS – logarytm naturalny z liczebności zarządu spółki; WSZAD – wskaźnik zadłużenia; AR – logarytm naturalny z aktywów razem.

Źródło: Opracowanie własne.

4.2. Analiza danych panelowych

W tab. 2 znajdują się wyniki analizy regresji (uogólnionej metody momentów). Przy zgromadzonych danych i zastosowanej metodzie zaobserwowano pozytywną zależność pomiędzy wysokością kosztów agencji a liczebnością rad nadzorczych ($p < 0,001$). Liczniejsze rady nie są w stanie obniżyć kosztów agencji, natomiast decydującym czynnikiem wydaje się być ich względna siła, reputacja oraz postrzeganie przez właścicieli roli tego organu, gdyż na obniżenie kosztów agencji wpływała struktura organów statutowych. Mniejsze koszty agencji były tam, gdzie rady były zdecydowanie liczniejsze w stosunku do zarządów ($p < 0,001$). W tym przypadku można również oczekiwać, iż rady są aktywniejsze oraz lepiej wewnątrznie zorganizowane. Aktywniej biorą też udział w projektowaniu strategii, która przyczynia się do kreowania wartości dla akcjonariuszy. Takie tezy są dodatkowo wsparte przez negatywną zależność pomiędzy liczebnością zarządu a wysokością kosztów agencji. Podobne wyniki uzyskano dla jednego okresu, przy zastosowaniu analizy regresji wielorakiej metodą najmniejszych kwadratów [Bohdanowicz, 2012].

Tablica 2. Analiza regresji (uogólniona metoda momentów)

Zmienne niezależne i kontrolne	Zmienna zależna WSKKADM
LRN	0.644554*** (5.179900)
SORS	-2.306473*** (-4.281444)
SKSW	-0.046111 (-1.259747)
FF	0.043312 (1.005449)
USWII	0.025555 (1.213756)
USWCZ	0.053804* (2.380506)
LZS	-0.509927*** (-4.475061)
WSZAD	-0.001328 (-0.055470)
AR	-0.028227*** (-6.260226)
Wyraz wolny	1.659039*** (5.695401)
N	520
Skorygowane R kwadrat	0.142926
Statystyka Durбина-Watsona	0.264601

Opis akronimów: WSKKADM – wskaźnik koszty sprzedaży, ogólnego zarządu i administracyjne do przychodów ze sprzedaży; LRN – logarytm naturalny z liczebności rady nadzorczej; SORS – struktura organów statutowych; ZRNP – zróżnicowanie rady nadzorczej pod względem płci (Indeks Blaua); SKSW – stopień koncentracji struktur własnościowych (udział we własności największego akcjonariusza); FF – free float; USWII – udział w strukturze własnościowej inwestorów instytucjonalnych (finansowych); USWCZ – udział w strukturze własnościowej członków zarządu; LZS – logarytm naturalny z liczebności zarządu spółki; WSZAD – wskaźnik zadłużenia; AR – logarytm naturalny z aktywów razem.

* poziom istotności 0,1; ** poziom istotności 0,05; *** poziom istotności 0,01

W nawiasach wartości statystyki t-Studenta.

Źródło: Opracowanie własne.

Zakończenie

Silne rady nadzorcze są istotnym mechanizmem obniżania kosztów agencji. Skuteczna realizacja ich funkcji nadzorczych jest jeszcze bardziej istotna w okresie niepewności na rynkach produktów i stagnacji na rynkach kapitałowych. Pokazały to również niniejsze badania. W ich trakcie próbowano odpowiedzieć na dwa pytania. Po pierwsze, czy liczniejsze rady nadzorcze są skuteczne w redukowaniu kosztów agencji? Po drugie, czy struktura organów statutowych spółek (rad nadzorczych i zarządów) wpływa na skuteczność redukowania tych kosztów?

Na pierwsze pytanie trzeba odpowiedzieć negatywnie. Sama liczebność nie jest czynnikiem decydującym o ich aktywności, a wręcz przeciwnie. Zbyt liczne rady ze względu na swoją ociążałość w podejmowaniu decyzji i efekt grupowego myślenia mogą być nieskuteczne w redukowaniu kosztów agencji i wypełnianiu funkcji nadzorczych. Ale wydaje się, że ta zależność ma charakter krzywoliniowy i liczebność do pewnego stopnia wpływa korzystnie na efektywność sprawowania nadzoru, a dopiero po osiągnięciu pewnego progu, zaczyna wpływać negatywnie. Pokazały to zresztą cytowane w niniejszym opracowaniu wyniki badań prowadzonych w modelach jednopoziomowych [Yermack, 1996], co później również uwzględniono w wielu kodeksach dobrych praktyk corporate governance [Bohdanowicz, 2009b].

Na drugie pytanie można odpowiedzieć pozytywnie. Tam gdzie rady nadzorcze są liczniejsze względem zarządów, a można również spodziewać się, że silniejsze i aktywniejsze, skuteczniej ograniczają koszty agencji i zapobiegają maksymalizacji użyteczności agentów (menedżerów) kosztem użyteczności pryncypałów (akcjonariuszy). Natomiast tam, gdzie rady nadzorcze są mniej liczne w stosunku do zarządów, są bardziej bierne i mniej skuteczne w monitorowaniu menedżerów. Rozwiązania prawne, ale i wyniki badań pokazują również, że decydujący wpływ na wewnętrzną strukturę i pracę tych organów mają struktury własnościowe i postrzeganie przez kluczowych właścicieli [Bohdanowicz, 2009a]. Jeśli stworzą oni silne zarządy i słabe rady nadzorcze, to obecne rozwiązania kodeksowe wzmocnione jeszcze naturalną asymetrią informacji wynikającą ze specyfiki modelu dwupozomowego, nie zapewnią skuteczności w redukowaniu kosztów agencji. Przedstawione tu wyniki badań dają podstawę do zakwestionowania obecnych rozwiązań prawnych i poparcia pojawiających się postulatów

umożliwienia spółkom wyboru pomiędzy rozwiązaniem jednopoziomowym i dwupoziomowym [Jeżak, 2010].

Literatura

1. Aluchna M. (2007), *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2007.
2. Ang J. S., R.A. Cole, J. W. Lin (2000), *Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Finance”, Nr 1.
3. Bohdanowicz L. (2009b), *Liczebność organów statutowych polskich spółek publicznych* [w:] *Nadzór korporacyjny a przedsiębiorstwo*, Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego 1/2009, Sopot.
4. Bohdanowicz L. (2012) *Rada nadzorcza jako mechanizm redukcji kosztów agencji: Wyniki badań polskich spółek publicznych*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wyd. UŁ, Łódź.
5. Bohdanowicz L. (2009a), *Profesjonalizm w funkcjonowaniu rad nadzorczych spółek akcyjnych*, Wyd. UŁ, Łódź.
6. Cadbury A. (2002), *Corporate Governance and Chairmanship: A Personal View*, Oxford University Press, Oxford.
7. Campbell K., Jeżak J., Bohdanowicz L. (2006), *Board of Directors Remuneration and Firm Performance: Evidence from Polish listed companies* [w:] D. Zarzecki (red.), *Czas na pieniądź: Zarządzanie finansami, inwestycje i wycena przedsiębiorstw*, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
8. Denis D., A. Sarin (1999), *Ownership and board structure in publicly traded companies*, „Journal of Financial Economics”, Nr 2.
9. Earle J.S., Kucsera C., Telegdy A. (2005), *Ownership Concentration and Corporate Performance on the Budapest Stock Exchange: do too many cooks spoil the goulash?*, „Corporate Governance: An International Review”, nr 2.
10. Eisenberg T., S. Sundren, M. Wells (1998), *Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms*, „Journal of Financial Economic”, Nr 1.
11. Eisenhardt K. (1989), *Agency Theory: An Assessment and Review*, „Academy of Management Review”, Nr. 1.

12. Florackis Ch., Ozkan A. (2009), *The Impact of Managerial Entrenchment on Agency Costs: An Empirical Investigation Using UK Panel Data*, „European Financial Management”, nr 3.
13. Ghosh A. (2006), *Determination of Executive Compensation in an Emerging Economy*, „Emerging Markets Finance and Trade”, 2006, nr 3.
14. Gillian S., Starks L. (2003), *Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: a Global Perspective*, „Journal of Applied Finance”, nr 2.
15. Henry D., *Agency Costs, Corporate Governance and Ownership Structure: Evidence from Australia*, http://69.175.2.130/~finman/Orlando/Papers/Agency_costs_governance_ownership.pdf
16. Jensen M.C., Meckling W.H. (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics”, 1976, nr 4.
17. Jensen M.C., C. W. Smith, *Stockholder, manager and creditor interests: Applications of agency theory*,
18. http://www.jgxysx.net/wlkc/cwglx_second/admin/webedit/uploadfile/2010929145417855.PDF.
19. Jeżak J., *Ład korporacyjny: Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C.H. Beck, Warszawa 2010.
20. Jerzemowska M. (1999), *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
21. Jungmann C. (2006), *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems*, „Company and Financial Law Review”, 2006, nr 4
22. Kiel G., Nicholson G. (2003), *Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance*, „Corporate Governance: An International Review”, nr 3.
23. Kole S.R. (1995), *Measuring managerial equity ownership: A comparison of sources of ownership data*, „Journal of Corporate Finance”, 1995, nr 3-4.
24. Morck R., Shleifer A., Vishny R.W. (1988), *Management Ownership and Market Valuation*, „Journal of Financial Economics”, nr 1.
25. Pearce J.A., S.A. Zahra (1991), *The Relative Power of CEOs and Boards of Directors: Associations with Corporate Performance*, „Strategic Management Journal”, nr 2.

26. Rose C. (2005), *The Composition of Semi-Two Tier Corporate Boards and Firm Performance*, „Corporate Governance: An International Review”, nr 5.
27. Eisenberg T., S. Sundren, M. Wells (1990), *Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms*, „Journal of Financial Economic”, Nr 1.
28. Short H., Keasey K. (1999), *Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK*, „Journal of Corporate Finance”, nr 1.
29. *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, The European Commission, 23 September 2009.
30. Singh M., Davidson III M.W. (2003), *Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms*, „Journal of Banking and Finance”, nr 5.
31. Spisto M. (2005), *Unitary Board and Two-tiered Board for the New South Africs?*, „International Review of Business Research Papers”, nr 2.
32. Tamowicz P, Dzierżanowski M. (2001), *Własność i kontrola polskich korporacji*, „Organizacja i Kierowanie”, nr 2.
33. Tricker B. (2009), *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices*, Oxford University Press, Oxford.
34. Yermack D. (1996), *Higher valuation of companies with a small board of directors*, „Journal of Financial Economics”, Nr 2.

Streszczenie

Celem niniejszego opracowania była prezentacja wyników badań na temat wpływu rad nadzorczych na redukcję kosztów agencji w polskich spółkach publicznych. Opisane badania pozwalają na ocenę dwupoziomowego modelu organizacji organów statutowych spółek, a prowadzono je w oparciu o założenia teorii agencji. Postawione hipotezy dotyczą wpływu liczebności rad nadzorczych oraz struktury organów statutowych na wysokość kosztów agencji. Testowano je za pomocą analizy danych panelowych. Próba badawcza obejmowała 520 obserwacji na temat 266 spółek z sektorów niefinansowych notowanych na GPW w Warszawie. W trakcie badań potwierdzono, iż negatywny wpływ na redukcję kosztów agencji mierzonych wskaźnikiem koszty sprzedaży, ogólnego zarządu i administracyjne do przychodów ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów ma liczebność rad nadzorczych, natomiast pozytywny struktura organów statutowych tj. liczebność rady nadzorczej w stosunku do liczebności zarządu.

Słowa kluczowe

ład korporacyjny, teoria agencji, koszty agencji

Supervisory board, its control function, and agency costs (Summary)

The main aim of the paper was the presentation of the results on the influence of supervisory boards on agency costs reduction in Polish listed companies. The research examines agency theory and helps to evaluate two-tier board model. The sample consisted of 520 observations on 266 non-financial companies listed on the Warsaw Stock Exchange. I had conducted panel data analysis and supported the hypotheses that board structure i.e. percentage of supervisory (non-executive) board members in comparison to management (executive) board members positively affects agency costs reduction measured as selling, general and administrative expense ratio and board size negatively affects agency costs reduction.

Keywords

corporate governance, agency theory, agency costs