

**Wojciech Misiński**

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu  
e-mail: wmisinski@poczta.onet.pl

---

## **PRZYCZYNY (I KONSEKWENCJE) NIEKOMPLETNOŚCI ORAZ NIEWYŁĄCZNOŚCI STRUKTUR PRAW WŁASNOŚCI WSPÓŁCZESNYCH SPÓŁEK KAPITAŁOWYCH**

---

## **REASONS (AND CONSEQUENCES) OF INCOMPLETENESS AND NON-INCLUSION OF PROPERTY RIGHTS STRUCTURES OF CONTEMPORARY CAPITAL COMPANIES**

---

DOI: 10.15611/pn.2017.493.13

JEL Classification: D23

**Streszczenie:** Celem artykułu jest próba udzielenia odpowiedzi na pytanie: jak wyjaśnić sytuację, gdy wieloletni, posiadający olbrzymią wiedzę i doświadczenie, uzdolnieni menedżerowie podejmują decyzje prowadzące do bankructwa przedsiębiorstwa, kryzysu całych krajowych gospodarek, a nawet regionów czy całego świata gospodarczego? Odpowiedź na to pytanie wymaga nie tylko analizy uwzględniającej konstrukcję konkretnych rozwiązań instytucjonalnych, ale także głębokiej transformacji aksjomatów paradygmatu ekonomii głównego nurtu. W tym celu w artykule dokonano:

- analizy (nie)prawdziwości założenia racjonalności podejmowanych decyzji,
- reinterpretacji (rozszerzeń) twierdzeń nowej ekonomii instytucjonalnej,
- prezentacji etapów ewolucji instytucjonalnych uwarunkowań wykonywania praw własności (podejmowania decyzji o sposobach wykorzystania rzadkich zasobów).

Zaprezentowane w artykule twierdzenia oraz sformułowane do nich rozszerzenia wraz z faktem pogłębiającej się niekompletności i niewyłączności praw własności są przyczyną pojawienia się niekontrolowanej przez nikogo apropriacji. Wzajemne napędzające się zjawiska oportunistyczne, asymetrii informacji i ograniczonej racjonalności umożliwiają (napędzają) „moralny hazard”, tj. ryzyko podejmowania przez decydentów nieumocowanych na prawach własności decyzji (apropriacji) niezgodnych (w tym bardziej ryzykownych) z interesem (w tym akceptowalnym poziomem ryzyka) właścicieli umocowanych na prawach własności. W konsekwencji musi to prowadzić do spadku efektywności systemów społeczno-gospodarczych, bankructw firm, które nigdy nie powinny upaść, kryzysów w skali sektorów gospodarczych, krajów, a nawet kryzysów ogólnoświatowych.

**Słowa kluczowe:** nowa ekonomia instytucjonalna, teoria praw własności, teoria kosztów transakcyjnych, teoria agencji, kompletność i wyłączność praw własności.

**Summary:** The aim of the article is to answer the question: how to explain the situation, when many years of talented managers who have enormous knowledge and experience make decisions leading to the bankruptcy of the enterprise, the crisis of entire national economies and even regions or the entire economic world. The answer to this question requires not only an analysis taking into account the construction of specific institutional solutions, but also a deep transformation of the axioms of the mainstream economics paradigm. To this end, the article states:

- analysis of (in)appropriateness of assumption of the rationality of decisions made,
- interpretation (extensions) of the claims of the new institutional economics,
- presenting the stages of the evolution of institutional conditions for the exercise of ownership rights (making decisions on how to use scarce resources).

The theorems presented in the article as well as formulated extensions to them together with the fact of the deepening incompleteness and non-inclusion of property rights are the cause of uncontrolled *apropriation*. Mutual driving opportunistic opportunism, asymmetry of information and limited rationality enable (fuel) “moral hazard”, i.e. the risk of decision-makers unowned on the rights of proprietary (incompatible) decisions (including more risky) with interest (including an acceptable level of risk) of owners authorized under the ownership rights. As a result, it has to lead to a decline in the efficiency of socio-economic systems, bankruptcies of companies that should never fail, crises in the scale of economic sectors, countries and even global crises.

**Keywords:** new institutional economics, theory of property rights, theory of transaction costs, agency theory, completeness and exclusivity of property rights.

## 1. Wstęp

Zarządzanie to „sztuka podejmowania racjonalnych decyzji”<sup>1</sup>. Choć nie jest to najstarsza, ale jest to najprawdopodobniej najkrótsza i najprostsza definicja, jednocześnie, zdaniem autora, najlepiej oddająca istotę zarządzania.

Czy podejmowanie racjonalnych decyzji jest łatwą sztuką? Praktyka dowodzi, że nie. Jedni ludzie odnoszą sukces, a inni porażkę, jedne firmy rozwijają się, a inne bankrutują, jedne kraje odnotowują wzrost gospodarczy, a inne przeżywają kryzys. Poszukując przyczyn sukcesów i porażek, można by stwierdzić, że jedną z przyczyn jest fakt, że jedni ludzie posiadli „sztukę” podejmowania racjonalnych decyzji, a inni jej nie posiadli. Taka odpowiedź dzieli jednak ludzi na zdolnych i mniej zdolnych, co z pewnością jest prawdą w przypadku sztuk – malarstwa, rzeźby, śpiewu, tańca czy pisarstwa. Jak jednak wyjaśnić sytuację, gdy wieloletni, posiadający olbrzymią

---

<sup>1</sup> Pomijam w tym momencie relacje, w tym szczególnie sprzeczności zachodzące między poszczególnymi miarami racjonalności, tj. celowością, skutecznością, korzystnością i efektywnością. Poza sferą zainteresowań znajduje się także kategoria racjonalności grupowej, np. organizacji, państwa czy narodu, co wynika z akceptacji założenia, iż kategoria racjonalności przypisana jest jedynie aktorom (ludziom). Założenie to tym samym akceptuje twierdzenie H. Lebensteina, zgodnie z którym „to nie „przedsiębiorstwa” czy „gospodarstwa domowe” „działają”. Działają [...] tylko pojedynczy „aktorzy”, mający swoje własne cele, preferencje i ograniczenia” [Gruszecki 2002, s. 125].

wiedzę i doświadczenie uzdolnieni menedżerowie podejmują decyzje prowadzące do bankructwa przedsiębiorstwa, kryzysu całych krajowych gospodarek, a nawet regionów czy całego świata gospodarczego? Czy obecna nauka o zarządzaniu jest w stanie odpowiedzieć na pytania o rzeczywiste przyczyny i źródła kryzysów lat 20. XX wieku, kryzysu finansowego z początku XXI wieku czy obecnych kryzysów finansów publicznych w krajach Unii Europejskiej? Na powyższe pytania starają się odpowiedzieć w swojej bestsellerowej książce D. Acemoglu i J.A. Robinson, konkludując „Kraje wzrastają, kiedy budują sprzyjające rozwojowi instytucje polityczne i ekonomiczne, a upadają – często w spektakularny sposób – gdy instytucje te kosztują lub przestają działać; wówczas naród pogrąża się w zastoju i upadku” [Acemoglu, Robinson 2012]. Powyższa teza, zdaniem autora prawdziwa, jest jednak niewystarczająca, jeśli ma się na uwadze analizę konkretnych zjawisk społeczno-gospodarczych. Wymaga nie tylko uzupełnienia analizą uwzględniającą konstrukcję konkretnych rozwiązań instytucjonalnych, ale także głębokiej transformacji aksjomatów paradygmatu ekonomii głównego nurtu.

## 2. (Nie)prawdziwość założenia racjonalności podejmowanych decyzji

Mimo powszechnej krytyki jednym z głównych założeń paradygmatu w większości teorii ekonomicznych jest koncepcja jednostki *homo oeconomicus* (z łac. „człowiek ekonomiczny”, „człowiek racjonalny”), zakładająca że człowiek jest istotą działającą racjonalnie oraz dążącą zawsze do maksymalizacji osiąganych zysków i dokonywania wyborów ze względu na wartość ekonomiczną rezultatów tych wyborów.

Rzeczywistość (czytaj: kryzysy czy bankructwa) dowodzi jednak, że wybory ludzi (aktorów życia społeczno-gospodarczego) nie są takie racjonalne, jak to zakłada teoria ekonomii. Do obiektywnego wyjaśnienia przyczyn wielu negatywnych zjawisk społeczno-gospodarczych tylko częściowo przybliży nas zarówno:

1) rozróżnienie przez H.A. Simona [Simon 1976; 1959] racjonalności rzeczywistej oraz racjonalności proceduralnej, przez które należy rozumieć, iż:

- racjonalność rzeczywista odnosi się do wyniku decyzji gospodarczej; decyzja racjonalna to taka, która prowadzi do najlepszego możliwego wyniku,
- racjonalność proceduralna zaś odnosi się do sposobu podejmowania decyzji gospodarczej. W myśl takiego kryterium za racjonalną uznaje się decyzję, która w danych warunkach gospodarczych przybliży podmiot do najlepszego możliwego wyniku bardziej niż inne decyzje,

2) uwzględnienie zamiast klasycznego założenia człowieka racjonalnego (*homo oeconomicus*) założenia człowieka emocjonalnego (*homo sapiens oeconomicus*), który przy podejmowaniu decyzji ekonomicznych kieruje się innymi (pozaekonomicznymi, psychologicznymi) przesłankami, przez co jego decyzje nie są optymalne (racjonalne).

Nie wyjaśnia tego wystarczająco również koncepcja ograniczonej racjonalności w rozumieniu H. Simona, w myśl której człowiek często podejmuje decyzję pod wpływem impulsu lub z nawyku, a także kierując się ciekawością i zaspokajając potrzeby w zadowalającym go stopniu.

Nie w pełni wyjaśnia to również rozróżnienie przez Williamsona trzech rodzajów racjonalności, takich jak<sup>2</sup>:

- **Maksymalizacja**, która jest charakterystyczna dla ekonomii neoklasycznej, a którą można utożsamić z założeniem istnienia homo oeconomicusa, czyli jednostki działającej w pełni racjonalnie, maksymalizującej swoją funkcję użyteczności i dysponującej zarazem wszelkimi niezbędnymi informacjami, o zerowym koszcie ich pozyskania.
- **Ograniczona racjonalność**, która jako pól silna forma racjonalności jest założeniem nowej ekonomii instytucjonalnej. Założenie te przyjmuje, że jednostki działają „w intencjach racjonalnie, ale tylko w ograniczonym zakresie” [Williamson 1998 s. 58], przy czym ramy te wyznaczone są możliwościami poznawczymi. Należy przy tym zgodzić się ze stwierdzeniem O.E. Williamsona, że przyjęcie założenia „ograniczonej racjonalności” nie jest tylko pokrętnym sposobem przekonania, że informacja kosztuje. Przyczyn przyjęcia tego założenia przez nową ekonomię instytucjonalną należy poszukiwać raczej w akceptacji przez nią zasady nieokreśloności (sformułowanej przez U.C. Heisenberga), zgodnie z którą nie jest możliwe pozyskanie wszystkich niezbędnych informacji i nie jest to tylko kwestia doświadczenia, cierpliwości, maszyn i pieniędzy.
- **Racjonalność ograniczona**, charakterystyczna dla teorii ewolucyjnych, zgodnie z nią instytucje są raczej wytworem ignorancji niż zaplanowanych działań opartych na wiedzy.

Konsekwencją ograniczonych zdolności poznawczych i decyzyjnych jednostki ludzkiej jest postulat ograniczonej racjonalności, który jednak także nie w pełni wyjaśnia przyczyny wielu zjawisk społeczno-gospodarczych. Konieczne wydaje się bowiem uwzględnienie dwóch perspektyw oceny racjonalności, tj. perspektywy podmiotu i czasu.

Ma rację H. Simon, twierdząc że należy rozróżnić pomiędzy realnym światem a jego subiektywną percepcją przez podmioty gospodarujące. Tworzą one zatem zróżnicowane, subiektywne reprezentacje tej samej obiektywnej rzeczywistości empirycznej, tym samym zróżnicowane subiektywne racjonalności.

Perspektywa czasu związana jest natomiast z tym, że wraz z upływem czasu ulegają zmianie uwarunkowania rzeczywistości empirycznej, a tym samym subiektywna ocena racjonalności decyzji podjętych w przeszłości.

W konsekwencji prowadzi to do wniosku, że (nie)racjonalność – ani rzeczywista, ani proceduralna – nie jest ani kategorią obiektywną, ani jednoznacznie pozytywną<sup>3</sup>.

<sup>2</sup> Przypadki nieracjonalności lub irracjonalności nie są przedmiotem analizy O.E. Williamsona.

<sup>3</sup> Nie tylko w języku potocznym, ale także w pracach naukowych bardzo często kategorii racjonalności przypisywana jest jednoznacznie pozytywna ocena, nieracjonalności zaś – jednoznacznie negatywna.

Jest subiektywnym wyobrażeniem (subiektywnym kryterium) indywidualnego dążenia do maksymalizacji lub optymalizacji (rozumianej jako osiągnięcie zadowalającego poziomu) subiektywnej funkcji użyteczności. Przyjęcie powyższych założeń jest konieczne w procesach poszukiwania przyczyn lub co najmniej zrozumienia zjawisk społeczno-gospodarczych.

### 3. Twierdzenia nowej ekonomii instytucjonalnej

Motywy (napędem) podejmowania subiektywnych racjonalnie decyzji jest ich subiektywna użyteczność. Użyteczność zaś jest ściśle skorelowana z kategorią wartości zasobów, o wykorzystaniu których podejmowane są subiektywne decyzje. Skorelowanie zaś subiektywnej racjonalności indywidualnej z efektywnością ekonomiczną alokacji i wykorzystania zasobów wymaga prezentacji dwóch twierdzeń nowej ekonomii instytucjonalnej [Strzelecki 1984, s.11-13], czyli teorii praw własności i teorii kosztów transakcyjnych.

#### Twierdzenie 1

Wartość (czytaj: użyteczność) zasobów jest dla aktorów zależna od ich praw własności do tych zasobów

Mówiąc o własności, nie mówimy o „rzeczy”. Mówimy o prawach własności, to bowiem, co decyduje o ich wartości (użyteczności), to nie własność „jako taka”, ale prawa własności, tj. poziom ich kompletności i wyłączności. Skomplikowanie współczesnego świata, czego wyrazem jest m.in. wirtualność dóbr czy usług oraz transferowalność cząstkowych praw własności (np. prawa do zaniechania użytkowania, zniszczenia, przekazania praw do zarządzania czy dziedziczenia), powoduje, iż w rzeczywistości mamy do czynienia z różnorodnymi strukturami wiązek praw własności, które, będąc przedmiotem wymiany, posiadają różne poziomy wartości (użyteczności) dla poszczególnych aktorów. Co istotne, prawa własności odnoszą się nie, jak by się wydawało, do relacji między ludźmi a rzeczami, lecz do relacji międzyludzkich wynikających z faktu istnienia rzeczy (tj. wiązek praw własności do nich).

Przyjmując za prawdziwe powyższe twierdzenie, tj. traktując je jako aksjomat, można dokonać jego rozszerzenia.

#### Rozszerzenie twierdzenia 1

Różne struktury (czytaj: poziomy kompletności i niewyłączności) praw własności (wiązek praw własności) muszą tworzyć różne wartości (użyteczności) zasobów dla aktorów

Drugim z głównych twierdzeń nowej ekonomii instytucjonalnej (teorii kosztów transakcyjnych) jest stwierdzenie zależności poziomu kosztów transakcyjnych<sup>4</sup> od poziomu kompletności i/lub niewyłączności praw własności.

<sup>4</sup> Choć jednymi z pierwszych, którzy użyli pojęcia kosztów transakcyjnych byli R. Coase [Coase 1993] i J. Marschak [Marschak 1950, s. 71-100], to zdefiniował je dopiero, choć bardzo szeroko, jako koszty działania systemu gospodarczego K.J. Arrow [Arrow 1969, s. 59-73]. Kategoria ta bu-

## Twierdzenie 2

Wysokość kosztów transakcyjnych jest zależna od struktury (poziomu kompletności i/lub niewyłączności) praw własności do zasobów

Powyższe twierdzenie, wraz z zanegowaniem założenia szkoły neoklasycznej mówiącego o traktowaniu firmy jako funkcji produkcji (kosztów technologicznych), doprowadziło O.E. Williamsona do sformułowania głównej tezy teorii kosztów transakcyjnych: „**głównym celem i skutkiem ekonomicznych instytucji kapitalizmu jest oszczędzanie na kosztach transakcyjnych**” [Williamson 1998, s. 31]. Nie ujmuje na znaczeniu powyższej tezy, autor interesuje się konsekwencjami niejako odwrotnymi, które można sformułować jako rozszerzenie twierdzenia 2.

## Rozszerzenie twierdzenia 2

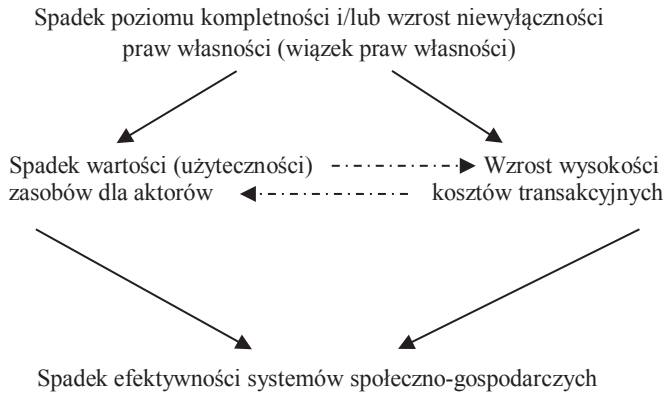
Spadek poziomu kompletności i/lub wzrost niewyłączności praw własności (wiązek praw własności) powoduje wzrost wysokości kosztów transakcyjnych

Prawdziwość rozszerzenia twierdzenia 2 oznacza równocześnie osłabienie realizacji ww. celu (tezy Williamsona) ekonomicznych instytucji kapitalizmu.

Rozszerzenie twierdzeń 1 i 2 prowadzi do wniosku, że spadek poziomu kompletności i/lub wzrost niewyłączności praw własności (wiązek praw własności) wpływa na spadek wartości (użyteczności) zasobów dla aktorów oraz na wzrost wysokości kosztów transakcyjnych (rys. 1).

---

dziła i budzi nadal wiele kontrowersji. „Część ekonomistów uważała, iż koszty te pojawiają się wyłącznie w momencie transferu praw własności, inni natomiast, iż są to koszty ustanowienia i wykonywania tychże praw, tym samym są kosztami używania mechanizmu rynkowego [Hardt 2005]. Pierwszego znaczenia kosztów transakcyjnych używali przedstawiciele teorii praw własności, drugiego – teorii kosztów transakcyjnych. Nowego rozumienia kosztu transakcyjnego dokonał Williamson, definiując je jako „koszty zawarcia i wykonania (egzekwowania) transakcji, koszty utraconych korzyści wynikające z postępowania stron kontraktu [...] można podzielić na koszty *ex ante* i *ex post*. Wśród kosztów *ex ante* wyróżnia się koszty projektowania, negocjowania i zabezpieczenia umowy, wśród kosztów *ex post* niedostosowania (inaczej koszty pośrednictwa), wydatki na monitorowanie, wydatki na składowanie ponoszone przez agenta oraz tzw. rezydualna strata [...], koszty renegocjacji, koszty bieżące związane ze strukturami zarządzania (*governance*) wykorzystywanymi do rozwiązywania sporów, koszty składowania zabezpieczającego wykonanie zobowiązań” [Czternasty, Czyżewski 2004, s. 74]. Równoległe do O.E. Williamsona analizy kosztów transakcyjnych dokonuje D. North, który pierwotnie definiuje je jako „a) koszty pozyskiwania informacji o okazjach do realizowania zysków, b) koszty negocjowania kontraktów, c) koszty realizacji kontraktów” [North, Thomas 1973, s. 93-94]. W późniejszym okresie jednak znacznie rozszerza znaczenie pojęcia kategorii kosztów transakcyjnych, przyjmując że kosztami transakcyjnymi są „wszystkie koszty wynikające z międzyludzkich transakcji” [North 1994, s. 1]. Powyższe uwagi jednoznacznie dowodzą, że jedna z kluczowych kategorii nowej ekonomii instytucjonalnej nadal budzi sporo wątpliwości. Jest ona pojmowana zarówno bardzo wąsko, jako koszty związane z realizacją konkretnych transakcji (tylko rynkowych bądź także hierarchicznych), jak i bardzo szeroko, jako koszty nie tylko ustanowienia i egzekucji instytucji, ale jako koszty funkcjonowania całego systemu społeczno-gospodarczego.



**Rys. 1.** Konsekwencje spadku poziomu kompletności i/lub wzrostu niewyłączności praw własności (wiązek praw własności)

Źródło: opracowanie własne.

Choć nie istnieje bezpośrednia zależność między spadkiem wartości (użyteczności) zasobów dla aktorów oraz wzrostem wysokości kosztów transakcyjnych, to ich współlistnienie pozwala na sformułowanie kolejnego rozszerzenia będącego rozszerzeniem rozszerzeń twierdzeń 1 i 2.

**Rozszerzenie rozszerzeń twierdzeń 1 i 2.** Prawdziwość rozszerzeń do twierdzenia 1 i twierdzenia 2 prowadzi do nieefektywności alokacji zasobów i w konsekwencji do spadku efektywności systemów społeczno-gospodarczych

Powyższe twierdzenie (rozszerzenie rozszerzeń) oznacza, że wraz z równoczesnym spadkiem wartości (użyteczności) zasobów dla aktorów oraz wzrostem wysokości kosztów transakcyjnych musi nastąpić nieefektywność alokacji zasobów, a następnie spadek efektywności systemów społeczno-gospodarczych. Praprzyczyna pozostaje jednak niezmienna. Jest nią poziom kompletności i wyłączności struktury praw własności.

Z powyższych względów tak ważne jest zrozumienie procesów społeczno-gospodarczych, które na przestrzeni wieków doprowadziły do obniżenia poziomu kompletności i/lub wzrostu niewyłączności praw własności (wiązek praw własności).

#### **4. Etapy ewolucji instytucjonalnych uwarunkowań wykonywania praw własności (podejmowania decyzji o sposobach wykorzystania rzadkich zasobów)**

W historii gospodarki kapitalistycznej możemy wyróżnić co najmniej cztery etapy<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> W związku z ewolucyjnym charakterem omawianych zjawisk trudne jest wyznaczenie dokładnych dat rozpoczęcia każdego z etapów. Możliwe jest natomiast zwrócenie uwagi na fakt, iż odstęp

#### **4.1. Etap „zamkniętych” spółek kapitałowych – okres pierwotnego oddzielenia własności od zarządzania**

Pierwszym i zarazem kluczowym momentem mającym wpływ na poziom kompletności i wyłączności praw własności było powstanie spółek kapitałowych. Za pierwszą na świecie spółkę kapitałową uznaje się powstałą 18 grudnia 1551 r., z inicjatywy kilku doświadczonych kupców i podróżników Company of Merchant Adventurers, zwanej też Kompanią Moskiewską. Nazwę spółka zawdzięcza faktowi, iż pomysłodawcy utworzenia spółki, m.in. Sebastian Cabot, Richard Chancellor oraz Sir Hugh Willough, za jej cel uznali nawiązanie stosunków handlowych z Chinami dzięki wykorzystaniu do tego wód przybrzeżnych Rosji jako tzw. przejścia północno-wschodniego, które wiodło prosto do Chin. Głównym celem pierwszych spółek kapitałowych było skonsolidowanie kapitału niezbędnego dla międzykontynentalnego transportu morskiego, m.in. utworzona w 1606 r, opisywana przez A. Smitha Holenderska Kompania Wschodnioindyjska.

Spółki te miały pierwotnie „zamknięty” charakter, co oznacza, że liczba właścicieli spółki pozostawała w zasadzie niezmienna i była spersonalizowana. W pierwszym okresie właściciele wybierali spośród siebie jedną lub kilka osób, które zarządzały operacyjnie spółką. Z upływem czasu i wzrostem spółek kapitałowych pojawili się profesjonalni menedżerowie, którzy zaczęli pełnić wybrane funkcje zarządu operacyjnego. Niemniej jednak okres „zamkniętych” spółek kapitałowych był jedynie formą prawną działalności osób fizycznych, które miały bezpośredni wpływ na podejmowanie nie tylko strategicznych, ale i operacyjnych decyzji. Tym samym oddzielenie własności od zarządzania miało marginalne znaczenie i nie wpływało na treść decyzji jako umocowanych na prawach własności.

#### **4.2. Etap „otwartych” spółek kapitałowych – okres pogłębienia spersonalizowanego oddzielenia własności od zarządzania**

Wraz z rozwojem kapitalizmu następował wzrost zapotrzebowania na kapitał. W celu jego pozyskania zaczęto tworzyć „otwarte” spółki kapitałowe. Ich głównym celem było pozyskanie niezbędnego kapitału w zamian za wynagrodzenie (głównie procentowy udział w zyskach). W pierwszym okresie ich funkcjonowania drugorzędne znaczenie miała możliwość uzyskania wynagrodzenia w formie wzrostu wartości udziałów lub akcji. Tym samym „otwarte” spółki kapitałowe stały się formą organizacji kapitału. Rozwój rynku kapitałowego (giełd) już na początku XX wieku przyczynił się równocześnie do rozdrobnienia akcjonariatu spółek akcyjnych, co de facto było przyczyną oddzielenia własności od zarządzania

Na skutki oddzielenia własności od zarządzania już w 1776 r. zwrócił uwagę A. Smith, uważając że spółki akcyjne są „sztuczną formą przedsiębiorstwa” [Gru-

---

pomiędzy kolejnymi etapami ulegają skróceniu. Pierwszy rozpoczął się ponad cztery wieki temu, drugi ponad wiek temu, trzeci kilkadziesiąt lat temu, ostatni kilkanaście lat temu.



szecki 2002, s. 125], a dyrektorzy takich spółek „zawiadują raczej cudzymi pieniędzmi niż własnymi, przeto nie można się spodziewać, aby dbali o te fundusze z taką samą starannością, z jaką troszczą się o własne fundusze wspólnicy w spółce prywatnej. [...] Dlatego też sprawy takiej kompanii (Holenderska Kompania Wschodnioindyjska – przyp. autora) prowadzi się zawsze mniej lub bardziej rozrzutnie” [Smith 1954, s. 469]. Mimo pogłębiającego się oddzielenia własności od zarządzania dopiero w 1932 r. zjawisko to opisane zostało przez A.A. Berle’a i G.C. Mensa [Berle, Means 1932], którzy po przeprowadzeniu analizy struktury akcjonariatu amerykańskich korporacji zauważyli, że wskutek zmiany modelu ze spółki „zamkniętej” na „otwartą” spółka przestała być jedynie formą prawną działalności osób fizycznych, a stała się formą organizacji kapitału. Postawili tezę, że organizacja własności we współczesnym im społeczeństwie amerykańskim ewoluowała w „system korporacyjny”. Przede wszystkim jednak autorzy ci pokazali, że spółki jako forma organizacji kapitału cechują się rozszczepieniem nierozdzielnych dotychczas ról – właścicielskiej i zarządczej. Ta pierwsza ma charakter inwestorski, druga wykonywana jest przez wykwalifikowanych zawodowych menedżerów. Obydwie grupy mają różne – często rozbieżne – interesy.

Akcjonariuszom zależy przede wszystkim na maksymalizacji wartości akcji i/lub zysku spółki przy rozsądnym poziomie ryzyka, przeznaczeniu jak największej części tego zysku na wypłatę dywidendy (z zachowaniem granic interesu spółki) i utrzymaniu płynności akcji (łatwym wyjściu ze spółki). Menedżerowie z kolei nastawieni są na korzyści osobiste, takie jak zawodowy prestiż czy wysokie wynagrodzenie.

Oddzielenie własności od zarządzania, przenosząc uprawnienia decyzyjne z poziomu właściciela na poziom menedżera, oznacza wzrost niekompletności i niewyłączności praw własności. Rozbieżność interesów właścicieli i menedżerów musi prowadzić do rozbieżności ich subiektywnych funkcji użyteczności dodatkowo potęgowanej przez: ograniczoną racjonalność, racjonalną apatię<sup>6</sup> drobnych akcjonariuszy, oportunizm, asymetrię informacji czy pokusę nadużyć. Mimo ogromnych wysiłków teorii agencji powstałej na kanwie koncepcji konfliktu agencyjnego jak do tej pory nie udało się stworzyć choćby teoretycznej koncepcji będącej w stanie w pełni zniwelować negatywne skutki rozbieżności interesów w procesie podejmowania decyzji w ramach niekompletnych i niewyłącznych struktur praw własności, co dobitnie potwierdziło doświadczenie kryzysu na rynkach finansowych w latach 2007-2009.

### 4.3. Etap własności osób prawnych – okres odpersonalizowania własności

Dalszy rozwój gospodarki kapitalistycznej, czego wyrazem był m.in. wzrost wielkości spółek kapitałowych oraz rozwój giełd finansowych, zdeterminował kolejny pro-

---

<sup>6</sup> Niski poziom aktywności w procesach podejmowania decyzji w drodze uczestnictwa w zgromadzeniach akcjonariuszy.

ces pogłębiający poziom niekompletności i niewyłączności praw własności. Był nim proces „zastępowania” osób fizycznych będących bezpośrednio właścicielami akcji lub udziałów osobami prawnymi. Proces ten miał i ma dwukierunkowy przebieg.

**W górę** – rozwój gospodarki kapitalistycznej spowodował z jednej strony kumulację kapitału w rękach prywatnych, z drugiej zaś wzrost ryzyka bezpośredniego inwestowania w coraz to bardziej skomplikowane technologicznie, geograficznie czy finansowo przedsięwzięcia. W konsekwencji wiele osób fizycznych posiadających skumulowane (także w wyniku dziedziczenia) wysokie kapitały, a nie posiadając wystarczającej wiedzy, informacji czy cechy przedsiębiorczości, zmuszonych było do ich konsumpcji lub pomnażania jedynie w drodze lokat kapitałowych. Naturalną alternatywą w stosunku do lokat bankowych stały się fundusze inwestycyjne. Idea funduszy inwestycyjnych wzięła się z pomysłu wspólnego inwestowania wprowadzonego w Holandii w 1774 r. przez holenderskiego kupca i pośrednika Abrahama van Ketwicha. Jednak dopiero prawie sto lat później, tj. w 1868 r., powstał pierwszy nieholenderski fundusz: brytyjski The Foreign and Colonial Government Trust. W USA fundusze rozpoczęły działalność w szerszym wymiarze dopiero w latach 20. XX wieku. 21 marca 1924 r. powołano do życia pierwszy fundusz inwestycyjny w Bostonie – Massachusetts Investor Trust, który działał na bardzo podobnych zasadach, na jakich do dnia dzisiejszego działają fundusze inwestycyjne. Udziały funduszu były sprzedawane każdej osobie, która wyraziła zainteresowanie danym funduszem. Jednocześnie fundusz miał prawo do transakcji odkupu udziałów w dowolnej chwili po cenie równej sumie aktywów danego funduszu podzielonej przez liczbę jednostek uczestnictwa.

W konsekwencji spowodowało to pojawienie się pośrednika (osoby prawnej) w strukturze praw własności spółek kapitałowych. Osoby fizyczne, będąc właścicielami jednostek uczestnictwa lub akcji funduszu inwestycyjnego, przestały być bezpośrednimi właścicielami akcji lub udziałów przedsiębiorstw. Pozycję osób fizycznych przejęły osoby prawne (fundusze inwestycyjne).

**W dół** – rozwój gospodarki kapitalistycznej spowodował wzrost liczby, o czym już wspomniano, coraz bardziej skomplikowanych technologicznie, geograficznie czy finansowo przedsiębiorstw. Z punktu widzenia przedsiębiorstwa oznaczało to wzrost ryzyka prowadzonej działalności, jak i trudności zarządcze (m.in. w wyniku wzrostu zatrudnienia). Antidotum na ten problem stało się pojawienie się struktur holdingowych. Spółki, w celu m.in. ograniczenia ww. rodzajów ryzyka, zaczęły tworzyć spółki córki. Osoby fizyczne, będąc właścicielami spółek, przestały być bezpośrednimi właścicielami akcji lub udziałów nowo tworzonych przedsiębiorstw (spółek córek). Pozycję osób fizycznych przejęły osoby prawne (spółki matki).

Oba powyższe procesy zastępowania osób fizycznych osobami prawnymi jako bezpośrednimi właścicielami spółek doprowadziły do odpersonalizowania własności na rzecz osób prawnych.

#### 4.4. Etap (prostej i złożonej) wymiany krzyżowej praw własności – okres przechodzenia od własności do aropriacji<sup>7</sup>

Pojęcie tzw. wymiany (w tym także dominacji) krzyżowej ma charakter pozaprawny, gdyż zarówno w polskich, jak i światowych regulacjach nie występują one w sposób bezpośredni. Światowe (a także polskie) regulacje prawne wręcz zakazują takich wymian. Zakaz ten jest w miarę łatwy do wyegzekwowania w przypadku, gdy spółka X posiada akcje (udziały) w spółce Y i równocześnie spółka Y kupuje (posiada) akcje (udziały) w spółce X. O wiele trudniejsze jest to w sytuacji, gdy spółka X posiada akcje (udziały) w spółce Y, spółka Y posiada akcje (udziały) w spółce Z, a spółka Z posiada akcje (udziały) w spółce X. Sytuacja komplikuje się jeszcze bardziej w przypadkach, gdy każda ze spółek jest utworzona w innym kraju. W praktyce struktury powiązań kapitałowo-akcyjnych przybierają nierzadko bardzo złożony charakter, w których nie jest możliwe wskazanie pierwotnych właścicieli spółki matki. Dodatkowym utrudnieniem są także często stosowane rozwiązania, gdy na czele takiej rozbudowanej, własnościowej struktury „holdingowej” znajdują się organizacje *non profit*, takie jak stowarzyszenia, fundacje czy fundusze powiernicze o nieidentyfikowalnych strukturach właścicieli.

Zjawiska prostej i krzyżowej wymiany doprowadziły do podejmowania decyzji o wykorzystaniu rzadkich zasobów przez osoby fizyczne nieumocowane na prawach własności, tj. na mocy Weberowskiej aropriacji.

Wszystkie cztery wyżej opisane procesy miały i mają kluczowe znaczenie dla poziomu kompletności i wyłączności praw własności. Pierwsze trzy procesy (etapy) prowadziły do wzrostu niekompletności i niewyłączności spółek kapitałowych z zachowaniem transferowalności praw własności. Czwarty proces (etap) doprowadził do zmiany jakościowej, tj. przejścia od decyzji umocowanych bezpośrednio lub pośrednio (na podstawie prawa do przekazania prawa do zarządzania, tj. cesji uprawnień własnościowych) na prawach własności do decyzji umocowanych na aropriacji, tj. szansy podejmowania decyzji o wykorzystaniu rzadkich zasobów przez osoby fizyczne nieumocowane na prawach własności.

Przeciwdziałaniem skutkom ww. procesów zajmuje się m.in. teoria agencji, często traktowana jako subteoria lub uzupełnienie teorii praw własności i teorii kosztów transakcyjnych. O ile teoria kosztów transakcyjnych szczególnie naciska kładzie na aspekty *ex post* procesów transakcyjnych, o tyle teoria agencji koncentruje uwagę na aspektach *ex ante* transakcji biurokratycznych, szczególnie pobudek i motywacji zachodzących w stosunku agencji między pryncypałem i agentem. Problem agencji rozważany jest z punktu widzenia choćby częściowej rozbieżności interesów pryncypała i agenta, niepewności oraz systemów kontroli zachowań (decyzji) agenta przez pryncypała.

---

<sup>7</sup> **Apropriacja**, z łac. *approprio* – przywłaszczyć. W teorii praw własności oznacza przywłaszczenie praw własności, tj. szansy podejmowania decyzji o sposobach wykorzystania rzadkich zasobów.

W centrum analizy teorii agencji znajdują się trzy kategorie kosztów agencji:

- pierwsza to koszty ponoszone przez pryncypała, aby można było kontrolować agenta i motywować go do zachowań zgodnych z interesem pryncypała;
- druga to koszty ponoszone przez agenta, aby wzbudzić zaufanie pryncypała;
- trzecia to koszty, które nie są kosztami rzeczywistymi, ale alternatywnymi, oznaczającymi utratę użyteczności przez pryncypała na skutek rozbieżności jego interesów z interesami agenta.

Najczęściej podmiotem analizy teorii agencji są wielkie spółki akcyjne, a precyzyjniej mówiąc – wewnętrzne relacje zachodzące między pryncypałem i agentem. Rządziej natomiast przedmiotem analizy są relacje zewnętrzne zachodzące między niezależnymi prawnie podmiotami.

Choć przedmiotem zainteresowania autora jest także opis relacji pryncypał – agent, to jest on prowadzony z perspektywy nie tylko teorii agencji, ale i założeń całej nowej ekonomii instytucjonalnej, a także procesów zmian struktury praw własności (niekompletność i niewyłączność) oraz odmienności funkcji użyteczności (celów) decydentów umocowanych i nieumocowanych na prawach własności.

Na rys. 2 zobrazowano trzy poziomy agencji:

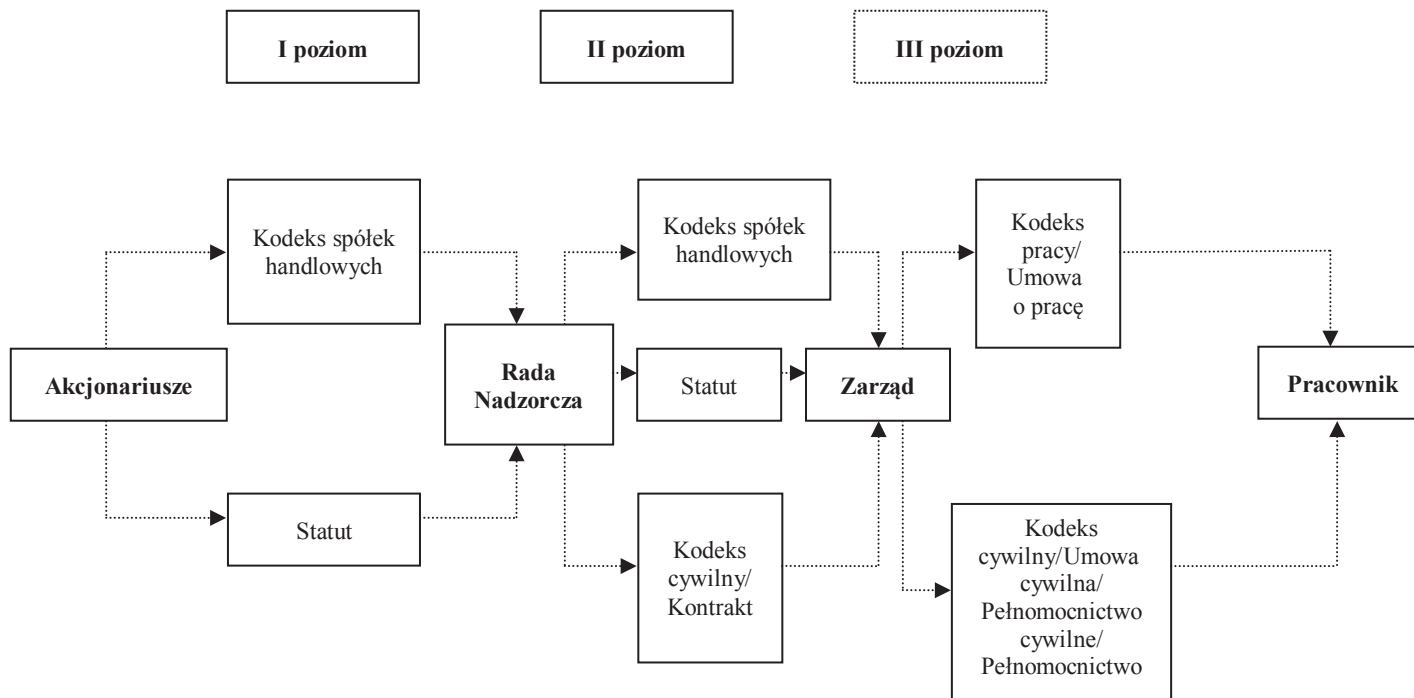
- Pierwszy poziom agencji obrazuje przekazanie części uprawnień właścicielskich w oparciu o przepisy kodeksu spółek handlowych i zgodnego z nim statutu spółki.
- Na drugim poziomie agencji prawa do zarządzania majątkiem spółki mogą dodatkowo ulec ograniczeniom z uwzględnieniem zapisów umowy cywilnej.
- W przypadku trzeciego poziomu dyspozycja majątkiem spółki może nastąpić w sposób bezpośredni na podstawie udzielonych pełnomocnictw, a w sposób pośredni – na podstawie umowy o pracę (oraz wewnętrznych regulaminów) lub umowy cywilnej.

Pierwszy i drugi poziom wykorzystujący prawo do przekazania praw zarządzania prowadzi do obniżenia poziomu kompletności i wyłączności praw własności podejmujących decyzje. Trzeci poziom oznacza transformację decyzji od umocowanych na własności (lub cesji praw własności) w decyzje opierające się na aropriacji, co prowadzi do skrajnych odmienności funkcji użyteczności (celów) decydentów umocowanych i nieumocowanych na prawach własności.

Teoria agencji stara się przeciwdziałać antyefektywnościowym skutkom ww. procesów poprzez instytucjonalne metody optymalizacji relacji: pryncypał – agent, tj. umowy oparte:

- na wynikach (celu, zysku, prostej lub złożonej wartości firmy),
- na zachowaniach.

Niestety proponowane rozwiązania są ułomne i dają się obejść przez agenta decydenta. Dotyczy to przede wszystkim ww. kosztów alternatywnych, oznaczających utratę użyteczności przez pryncypała na skutek rozbieżności jego interesów z interesami agenta. Są one łatwe do obejścia przez agenta decydenta, a trudne lub wręcz niemożliwe do zweryfikowania przez pryncypała. Sprzyja temu wysoki poziom asymetrii informacji i ograniczonej racjonalności spowodowanych oportunistycznym mo-

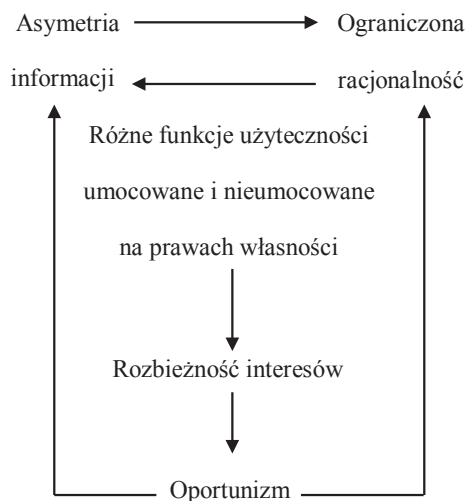


Rys. 2. Trzy poziomy agencji

Źródło: opracowanie własne.

tywowanym rozbieżnością interesów jako konsekwencji różnych funkcji użyteczności umocowanych i nieumocowanych na prawach własności.

Korelację ww. przyczyn z założeniami behawioralnymi NEI zaprezentowano na rys. 3.



**Rys. 3.** Źródła oraz korelacja asymetrii informacji i rozbieżności interesów

Źródło: opracowanie własne.

Przyczyną asymetrii informacji jest samoistna (zakładająca zerowy poziom oportunisty) ograniczona racjonalność. Oznacza to, że nawet w przypadku zerowego poziomu oportunisty i/lub bezosobowych źródeł informacji nie jesteśmy w stanie pozyskać wszystkich niezbędnych informacji i wiedzy o wszystkich wariantach doboru środków, co warunkuje podjęcie decyzji racjonalnej metodologicznie.

Rozbieżność interesów jest pochodną różnych funkcji użyteczności umocowanych i nieumocowanych na prawach własności, co z kolei jest główną przyczyną oportunisty będącego skutkiem realizacji własnych rozbieżnych celów decydentów. Oportunizm wtórnie potęguje bezpośrednio lub pośrednio (poprzez wzrost ograniczonej racjonalności) asymetrię informacji.

Uwzględnienie przedstawionych w artykule twierdzeń oraz sformułowanych do nich rozszerzeń, wraz z faktem pogłębiającej się niekompletności i niewyłączności praw własności, prowadzi w skrajnym przypadku do niekontrolowanej przez nikogo apropriacji. Wzajemnie napędzające się zjawiska oportunisty, asymetrii informacji i ograniczonej racjonalności umożliwiają (napędzają) „moralny hazard”<sup>8</sup>, tj. ryzyko

<sup>8</sup> Postępowanie się przyjętym w Polsce tłumaczeniem idiomu *moral hazard* jako „moralnego hazardu” wydaje się błędne. Sformułowanie to powinno raczej brzmieć „moralna pokusa” lub „pokusa nadużyć”.

podejmowania przez decydentów nieumocowanych na prawach własności decyzji (apropriacji) niezgodnych (w tym bardziej ryzykownych) z interesem (w tym akceptowalnym poziomem ryzyka) właścicieli umocowanych na prawach własności.

Z punktu widzenia właścicieli i decydentów kumulacja ww. procesów i uwarunkowań podejmowania decyzji prowadzi do konfliktowej różnorodności i rozbieżności subiektywnych racjonalności właścicieli na częściach ułamkowych i menedżerów podejmujących decyzje na podstawie apropiacji.

Z punktu widzenia przedsiębiorstwa oznacza to deformację racjonalności metodologicznej oraz deformację celów przedsiębiorstwa (jako organizacji) przez racjonalność subiektywną właścicieli na częściach ułamkowych i menedżerów podejmujących decyzje.

Opisane procesy powodują odmienność alokacji zasobów, pierwotnie – w skali mikro, tj. wewnątrz przedsiębiorstw i wtórnie – w skali makro, tj. systemów społeczno-gospodarczych, w stosunku do decyzji podejmowanych przez kompletnych i wyłącznych właścicieli. W konsekwencji musi to prowadzić do spadku efektywności systemu społeczno-gospodarczego.

## 5. Zakończenie

Opisane w artykule etapowo pojawiające się procesy pogłębiające niekompletność i niewyłączność praw własności spółek kapitałowych są bezpośrednią i główną przyczyną odmienności alokacji zasobów w stosunku do decyzji podejmowanych przez kompletnych i wyłącznych właścicieli. W konsekwencji musi to prowadzić do spadku efektywności systemów społeczno-gospodarczych, bankructw firm, które nigdy nie powinny upaść, kryzysów w skali sektorów gospodarczych, krajów, a nawet kryzysów ogólnoswiatowych.

## Literatura

- Acemoglu D., Robinson J.A., 2012, *Dlaczego narody przegrywają*, Wydawnictwo Zysk i S-ka, Poznań.
- Arrow K.J., 1969, *The Organization of Economic Activity: Issues Pertinent to the Choice of Market versus Nonmarket Allocation*, [w:] *The Analysis and Evaluation of Public Expenditure: The PPB System*, U.S. Joint Economic Committee, Government Printing Office, Washington D.C., vol. 1, s. 59-73.
- Berle A.A., Means G.C., 1932, *The Modern Corporation and Private Property*, New York.
- Coase R., 1993, *The Nature of the Firm. Origins. Evolution and Development*, Reprint Edition by Williamson O.E., Winter S.G., Oxford University Press, New York.
- Czternasty W., Czyżewski B., 2004, *Struktury instytucjonalne w mechanizmach alokacyjnych gospodarki rynkowej w warunkach transformacji systemowej*, [w:] Noga A. (red.), *Zmiany instytucjonalne w polskiej gospodarce rynkowej*, PTE, Warszawa, s. 74.
- Gruszecki T., 2002, *Współczesne teorie przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, s. 125.

- Hardt Ł., 2005, *Instytucje a koszty transakcyjne w nowej ekonomii instytucjonalnej*, Gospodarka Narodowa, nr 1-2.
- Marschak J., 1950, *The rationale for the demand for money and of „money illusion”*, *Metroeconomica*, no. 2, s. 71-100.
- North D.C., 1994, *Transaction cost Through Time*, Washington University, Washington, s. 1.
- North D.C., Thomas R.P., 1973, *The Rise of the Western World A New Economic History*, Cambridge University Press, Cambridge, s. 93-94.
- Simon H.A., 1959, *Theories of Decision Making in Economics and Behavioral Science*, *American Economic Review*, vol. 3.
- Simon H.A., 1976, *Działanie administracji. Proces podejmowania decyzji w organizacjach administracyjnych*, PWN, Warszawa.
- Smith A., 1954, *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, PWN, Warszawa, s. 5, 469.
- Strzelecki J., 1984, *Teoria praw własności. Geneza, podstawowe pojęcia i twierdzenia. Uwagi o zastosowaniu do analizy gospodarki socjalistycznej*, Wydawnictwo SGPiS, Warszawa, s. 11-13.
- Williamson O.E., 1998, *Ekonomiczne instytucje kapitalizmu*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Williamson O.E., Winter S.G., 1991, *The Economic Institutions of Capitalism. Firms, Markets, Relational Contracting*, Oxford University Press, New York.