



Gabriela Łukasik

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
Wydział Finansów i Ubezpieczeń
Katedra Finansów Przedsiębiorstw i Ubezpieczeń Gospodarczych
lukasikg@interia.pl

KONFLIKTY INTERESÓW W FINANSACH PRZEDSIĘBIORSTWA (DYSKUSYJNE PROBLEMY)

Streszczenie: Konflikty interesów stanowią ważny element funkcjonowania współczesnego przedsiębiorstwa działającego w zmiennych warunkach otoczenia i zróżnicowanych oczekiwaniach różnych grup interesariuszy. Artykuł jest próbą włączenia się do podejmowanej w literaturze przedmiotu dyskusji na temat przesłanek i konsekwencji konfliktu interesów w finansach. Pozwala na wypełnienie luki poznawczej w zakresie obszarów i skutków konfliktu interesów w przedsiębiorstwie, ze wskazaniem społecznego i psychologicznego aspektu jego działania.

Słowa kluczowe: konflikty interesów, modele przedsiębiorstw, interesariusze, teoria agencji, asymetria informacji.

JEL Classification: G02, G32.

Wprowadzenie

Poszukiwanie istoty współczesnego przedsiębiorstwa działającego w zmieniającym się otoczeniu wymaga przyjęcia różnych podejść do podstawowego podmiotu gospodarczego i modelu jego funkcjonowania. Klasyczne podejście do przedsiębiorstwa zakłada pełną racjonalność działania w warunkach doskonałego rynku i pełnej dostępności do informacji. Najnowsze podejście do finansów przedsiębiorstw i modeli ich funkcjonowania odwołuje się do mechanizmów behawioralnych i teorii interesariuszy, z uwzględnieniem społecznej odpowiedzialności biznesu.

Celami artykułu są analiza i ocena, w jakim stopniu i zakresie konflikty interesów decydują o prawidłowym funkcjonowaniu przedsiębiorstwa, z uwzględnieniem różnych obszarów decyzyjnych i możliwości ograniczenia negatywnych konsekwencji z tym związanych. Wskazano na nowe, dyskusyjne elementy w podejściu

do funkcjonowania przedsiębiorstwa, z wyróżnieniem nie tylko finansowego aspektu działania, ale i wymiaru społecznego oraz psychologicznego. Główną tezą badawczą przyjętą w rozważaniach jest stwierdzenie, że właściwa ocena przesłanek i ograniczenie negatywnych skutków występowania konfliktu interesów pozwala zabezpieczyć zrównoważony rozwój przedsiębiorstwa i efektywne relacje inwestorskie na rynku kapitałowym.

1. Obszary i przesłanki konfliktu interesów w przedsiębiorstwie

Współczesne przedsiębiorstwo działające w zmieniającym się otoczeniu, w warunkach ryzyka i niepewności wymaga uwzględnienia nowego podejścia do modelu jego funkcjonowania, z wyróżnieniem aspektów społecznych, finansowych, kulturowych, prawnych i organizacyjnych. Wynika to z przekonania, że tradycyjne ujęcie (neoklasyczne) przyjmuje jeden wspólny model racjonalności działania w warunkach doskonałego rynku i pełnej dostępności do informacji, z ograniczeniem (a nawet pomijaniem) indywidualnych potrzeb i zachowań podmiotów, ich zróżnicowanej wiedzy, kultury organizacyjnej, aspiracji, doświadczeń i różnych systemów wartości. Neoklasyczne podejście zakłada, że decydenci zachowują się racjonalnie, zgodnie z zasadą oczekiwanej funkcji użyteczności na efektywnym rynku, z założeniem pełnego związku między ryzykiem a oczekiwaną stopą zwrotu. Powoduje to pomijanie w rozważaniach indywidualnych cech i postaw, a tym samym konfliktu interesów różnych grup, zakładając pełną zbieżność ich celów (interesów). Przedsiębiorstwo jest natomiast układem złożonym, a na jego funkcjonowanie wpływają różne cele i motywacje uczestniczących w nim podmiotów, stanowiąc koalicję jednostek o konfliktowych oczekiwaniach. Niezbędne jest więc poszukiwanie nowych paradygmatów w naukach o finansach (w tym finansach przedsiębiorstw), z koniecznością interdyscyplinarnego, wieloaspektowego spojrzenia na procesy gospodarcze zachodzące w przedsiębiorstwie i jego relacje z otoczeniem.

Konflikty interesów można traktować jako nową kategorię w teorii finansów w warunkach tzw. teorii konfliktów finansowych, tak jak element ogólnej teorii konfliktów w obszarze nauk społecznych [Flejterski, Ziolo, 2017]. Często akcentuje się, że w warunkach ograniczoności zasobów sprzeczności i konflikty między ludźmi są zjawiskiem powszechnym, z dostrzeżeniem zarówno negatywnych, jak i pozytywnych ich konsekwencji, z podkreśleniem, że mogą one stanowić podstawę do nowych idei, postępu, rozwoju społecznego i osobistego. Problem ten dotyczy nie tylko finansów przedsiębiorstw (ujęcie mikroekonomiczne), ale i szerszego ujęcia makroekonomicznego, związanego z relacjami

między różnymi ośrodkami decyzyjnymi, w obrębie finansów publicznych, samorządowych, instytucji finansowych, bankowości.

Interdyscyplinarne i wieloaspektowe podejście do współczesnych teorii finansów i założeń funkcjonowania przedsiębiorstwa pozwala na wyróżnienie trzech głównych modeli przedsiębiorstwa: finansowego (z dominacją kapitału finansowego), behawioralnego (kapitału ludzkiego) i społecznego (z kapitałem społecznym) [Gruszecki, 2002, s. 191-248; Gajdka, 2013, s. 35-37; Łukasik, Błach, 2016, s. 17-20]. Każdy z modeli eksponuje różne cechy działania, różny zakres możliwości i różne obszary konfliktu interesów.

W modelu finansowym wiodącą rolę w wyborach i ocenach przedsiębiorstwa odgrywają kapitał finansowy oraz sposób jego wykorzystania w sferze realnej. Przedsiębiorstwo postrzega się jako system finansowy z wyróżnieniem przepływów pieniężnych i związanych z tym decyzji kapitałowych, z dominacją interesów właścicieli i możliwych konfliktów interesów w płaszczyźnie: właściciel–zarząd, właściciel–wierzyciel, właściciel większościowy–mniejszościowy (emittent–inwestor), w zależności od struktury własnościowej, pozycji rynkowej, specyfiki działania i związanego z tym ryzyka operacyjnego. Ważne są warunki dostępu do kapitału, sposoby podziału i kierunki alokacji kapitału, z różną oceną efektywności podejmowanych decyzji. W ujęciu behawioralnym podkreśla się konieczność indywidualnego traktowania różnych jednostek działających w przedsiębiorstwie, z wyróżnieniem autonomii wyborów i szerokiej wolności ekonomicznej. Podkreśla się odrębność celów i interesów, z indywidualnymi kryteriami racjonalności wyborów w warunkach ograniczeń poznawczych, emocji, indywidualizacji preferencji i różnej skłonności do ryzyka, zgodnie z elementami psychologii i własnymi wartościami etycznymi (w tym: etyki biznesu). Behawioralne podejście może powodować odmienny stosunek do racjonalności działania, rozróżnienia racjonalności inwestorów i menedżerów [Gajdka, 2013, s. 44-58]. Relacje ekonomiczne w tym układzie nie ocenia się w oparciu o modele teoretyczne, ale na podstawie analizy indywidualnych przypadków [Komorowski, 2011, s. 21-71]. Zamiast koncepcji optymalizacji wprowadza się rozwiązania satysfakcjonujące, które zyskują poparcie, mieszczące się w tzw. koncepcji racjonalności ograniczonej.

Przedstawiciele szkoły behawioralnej formułują tezę, że podejmowanie decyzji w krótkich okresach jest bardziej istotne od decyzji i działań długotrwałych. W centrum uwagi pozostają kapitał ludzki, wewnętrzna kultura przedsiębiorstwa, osobowość decydentów, subiektywne postrzeganie rzeczywistości, ograniczone możliwości poznawcze, z indywidualnym systemem wartości, stanowiącym podstawę budowy efektywnych relacji z otoczeniem. Podstawę konfliktu interesów mogą stanowić indywidualne cechy menedżerów, takich jak

nadmierny optymizm, nadmierna pewność siebie, utrwalone zasady postępowania czy też awersja do ryzyka [Wrońska-Bukalska, 2016, s. 51-76]. Obszarami konfliktu interesów są relacje między podmiotem gospodarczym a indywidualnymi decydentami (konflikty wewnętrzne) i między indywidualnym systemem wartości a systemem całego przedsiębiorstwa.

Spółeczny model (kontekst) funkcjonowania przedsiębiorstwa uwzględnia jego związku z otoczeniem (środowiskiem), w którym działa, z próbą zachowania wspólnoty interesów wszystkich podmiotów związanych z przedsiębiorstwem (interesariuszy). Im szerszy krąg interesariuszy, tym więcej zróżnicowanych oczekiwań wobec przedsiębiorstwa i szerszy zakres konfliktu interesów. Odpowiada to założeniom teorii interesariuszy jako koncepcji prowadzenia działalności gospodarczej przez budowanie przejrzystych, długoterminowych relacji ze wszystkimi zainteresowanymi podmiotami. Wartość dla interesariuszy można w tym układzie traktować jako komplementarną wobec wartości dla właścicieli, z przekonaniem, że o wartości przedsiębiorstwa decydują również zróżnicowane grupy interesów, z integracją celów ekonomicznych, społecznych i środowiskowych, a także wyróżnieniem społecznej odpowiedzialności biznesu [Paliwoda-Matiolanska, 2014]. Warunkiem takiego działania jest identyfikacja celów indywidualnych właścicieli z celami społecznymi, z pełną odpowiedzialnością społeczną i współdziałaniem wszystkich konfliktowych grup interesariuszy, co pozwala zachować zaufanie wobec przedsiębiorstwa i jego wiarygodność. Obszarem konfliktu interesów mogą być nie tylko relacje między różnymi grupami interesariuszy, ale i pomiędzy działaniem przedsiębiorstwa a oczekiwaniami społeczności lokalnej.

Analizując przesłanki powstania konfliktu interesów, wyróżnić należy szereg zagadnień, w różnym stopniu eksponowanych zarówno w teorii finansów przedsiębiorstwa, teorii przedsiębiorstwa, zasad jego organizacji, zarządzania, teorii motywacji i psychologii społecznej, jak i rachunkowości.

Pierwszą przesłanką konfliktu interesów jest oddzielenie praw własnościowych od funkcji zarządzania i związane z tym zagadnienia (teoria) agencji i kosztów agencji [Rychłowska-Musiał, 2008]. Rozdzielenie praw własnościowych od prawa dysponowania kapitałem, typowego dla spółek kapitałowych, jest przykładem relacji: pryncypał – akcjonariusz i agent – zarząd. Przedmiotem zainteresowania teorii agencji (*agency theory*) jest kształtowanie relacji umownych [Mamcarz, 2012, s. 51]. Problemy te traktowane są jako szczególnie rodzaj konfliktów, traktując je jako ważny element życia gospodarczego. W warunkach znacznego rozproszenia struktury własnościowej spółek może występować zjawisko przejmowania realnej kontroli nad przedsiębiorstwem przez menedżerów,

co powoduje nierzadko, że decyzje menedżerów nie służą w pełni realizacji celów właścicieli. Ponadto drobni indywidualni akcjonariusze nie dysponują odpowiednią mocą decyzyjną ani dostępem do informacji, aby aktywnie kontrolować działania zarządu. W takich warunkach zarząd może realizować własne cele, często sprzeczne z celami przedsiębiorstwa jako całości oraz jego właścicieli. Niespełnienie oczekiwań dawców kapitału własnego co do oczekiwanej stopy zwrotu może powodować wycofanie kapitału, zmianę kierunku inwestowania, z konsekwencjami dla wartości przedsiębiorstwa. To rozdzielenie funkcji własności i zarządu wymaga właściwego nadzoru właścicielskiego (ładu korporacyjnego) traktowanego jako kształtowanie właściwych zasad i relacji między zarządem a właścicielami, dotyczących podziału praw i odpowiedzialności między różne grupy interesów.

Tradycyjne rozumienie ładu korporacyjnego odnosi się do sposobów uwzględnienia interesów akcjonariuszy. Szersze podejście uwzględnia nie tylko zależności między zarządem a właścicielami, ale i pozostałymi interesariuszami (zgodnie ze społecznym podejściem do przedsiębiorstwa), co powinno ograniczyć koszty agencji, zapewnić budowę pozytywnego wizerunku na rynku, zwiększenie wiarygodności i atrakcyjności inwestycyjnej spółki, [Jensen, Meckling, 1976, s. 178; Fama, 1980, s. 155; Gajdka, 2013, s. 36; Łukasik, red., 2013, s. 37].

Teoria agencji wiąże się z problemem asymetrii, traktowanym również jako podstawę konfliktu interesów. Jest to konsekwencją różnego dostępu do informacji różnych grup interesariuszy, z możliwością celowego wykorzystania informacji dla kształtowania relacji zgodnych z własnymi celami. Problem asymetrii informacji może wynikać zarówno z celowego działania przedsiębiorstwa (świadome ukrywanie informacji), niedoskonałości systemu informacyjnego (w ramach systemu rachunkowości), w tym ograniczonej użyteczności decyzyjnej, systemu informacji (np. sprawozdawczości), jak i nadmiernych kosztów dostępu do informacji lub niewłaściwych (mało skutecznych) kanałów komunikacji.

Stopień asymetrii informacji może wynikać również ze specyficznych czynników charakteryzujących przedsiębiorstwa. Podmioty gospodarcze o dłuższym okresie działania na rynku i bardziej stabilne cechuje niższy stopień asymetrii informacji. Zawsze jednak pozostaje obszar przewidywanych zmian strukturalnych w przedsiębiorstwie, które powodują, że historyczne informacje o jego działalności nie mogą być wykorzystane dla oceny spodziewanych (przyszłych) wyników finansowych, a tym samym właściwego prognozowania przyszłych przepływów pieniężnych. Decyduje to o ograniczeniu efektywności wyboru kierunku alokacji kapitału (negatywna selekcja), czy też o niewłaściwym wykorzystaniu kapitału (hazard moralny), co powodować może zakłócenia w prawidłowym przepływie

kapitału w systemie rynkowym [Łukasik, red., 2013, s. 42-43]. Asymetria informacji decyduje w zasadzie o konfliktach interesów we wszystkich wyróżnionych obszarach, zarówno w relacjach wewnątrz przedsiębiorstwa, jak i kontaktach z otoczeniem.

Ważna jest treść przekazywanej informacji o dokonaniach przedsiębiorstwa i perspektywie jego rozwoju. Chodzi m.in. o to, aby inwestorzy zrozumieli i akceptowali strategię przedsiębiorstwa, oceniali długookresowo swoje korzyści, z możliwością wyznaczenia godziwej wartości akcji (*fair value*) [Marcinkowska, 2004, s. 71]. Prawidłowa polityka informacji to nie tylko ograniczenie asymetrii, ale i zapewnienie, że oczekiwania rynku i jego interesariuszy będą uzasadnione aktualną sytuacją finansową, a także percepcją spodziewanych zmian, z zachowaniem wiarygodności, użyteczności decyzyjnej, przydatności, możliwości zrozumienia, z ograniczeniem kosztów pozyskania danych.

Kolejną grupą przesłanek występowania konfliktów interesu jest skłonność do ryzyka różnych grup interesariuszy, co w szerszym ujęciu można sprowadzić do wyróżnienia elementów psychologii i behawioralnego podejścia do finansów przedsiębiorstw (psychologiczne mechanizmy rzeczywistych zachowań). Dotyczy to skłonności nie tylko do ryzyka, ale i różnych systemów wartości, norm etycznych, różnych cech osobowościowych decydentów, z różnym potencjałem przedsiębiorczości. Może to dotyczyć takich cech jak: nadmierna pewność siebie, wysoka samoocena, nadmiernie optymistyczne czy pesymistyczne prognozy, przekonanie o posiadaniu lepszej wiedzy, a w konsekwencji różne podejście do racjonalności działania. Jest to więc ważna przesłanka nowego spojrzenia na finanse przedsiębiorstwa, z akcentowaniem indywidualnych zachowań człowieka, ograniczenia procesu poznawczego, co decyduje o ograniczonej racjonalności wyborów, w warunkach niepewnej przyszłości (teoria perspektyw).

2. Konsekwencje konfliktu interesów w wyborach przedsiębiorstwa

Skutki wyborów przedsiębiorstwa w sytuacjach konfliktowych można rozpatrywać i oceniać w różnych obszarach działania przedsiębiorstwa, ze wskazaniem możliwych szans, ograniczeniem negatywnych konsekwencji i kierunków zmian (tabela 1). Należy jednak uznać, że zmiany mogą być źródłem rozwoju, podstawą procesów dostosowawczych do zmieniających się oczekiwań różnych grup interesów. Można więc zgodzić się ze stwierdzeniem, że „[...] bez sprzeczności i konfliktów organizacja się nie rozwija” [Wrońska-Bukalska, 2016, s. 121 i n.].

Pierwszym obszarem decyzyjnym przedsiębiorstw związanych z konfliktem interesów jest wybór struktury źródeł finansowania (struktury kapitału)

w powiązaniu z przyjętą strategią rozwoju. Dotyczy to nie tylko zróżnicowania dostępu do kapitału i jego kosztu, ale i wyboru poziomu dźwigni finansowej, wyboru bardziej konserwatywnej strategii (strategii przetrwania) wobec bardziej ofensywnej strategii rozwoju. Zarząd, działając we własnym interesie, nie zawsze identyfikuje się z ekonomicznym interesem akcjonariuszy. Różna może być także skłonność zarządzających do zmiany bezpiecznych zachowań na postawy bardziej agresywne, ukierunkowane na wzrost korzyści finansowych, np. poprzez akceptację ryzyka związanego z łatwiejszym dostępem do kapitału pożyczkowego (bez dostatecznej oceny konsekwencji z tym związanych). Istnieje również możliwość wystąpienia rozbieżności w zakresie wyboru struktury i instrumentów pozyskiwania kapitału, niedostosowanych do rzeczywistych warunków działania przedsiębiorstwa (szczególnie w grupie podmiotów gospodarczych o wysokim ryzyku operacyjnym) oraz nieefektywnego podziału ryzyka pomiędzy różnych kapitałodawców. Przyczynia się to do nieprawidłowej selekcji przedsięwzięć inwestycyjnych jako konsekwencji oceny i szacowania kosztu kapitału, wyznaczającego kierunek alokacji pozyskiwanych środków, co nie pozostaje bez wpływu na realną (rzeczywistą) możliwość spełnienia przez przedsiębiorstwa oczekiwań kapitałodawców w stosunku do faktycznie uzyskiwanych przepływów pieniężnych. Jest to również problem substytucji aktywów, zmiany klasy ich ryzyka, które w większym stopniu obciążą wierzycieli i doprowadzi do „rozwodnienia” ich roszczeń.

Podkreślić należy również konsekwencje różnego postrzegania ryzyka finansowego w zakresie oczekiwań wierzycieli dotyczących zabezpieczenia ich interesów, nie zawsze akceptowanych przez zarząd. O ile w przypadku kredytu bankowego problem rozwiązują zasady zawierania umów kredytowych, o tyle zabezpieczenie interesów obligatariuszy może być bardziej utrudnione, m.in. poprzez akceptację przez rozwiązania normatywne emisji obligacji niezabezpieczonych. Co prawda wyższe oprocentowanie daje nierzadko „premię za ryzyko”, ale nie stanowi to gwarancji zachowania zdolności emitenta do pełnej realizacji jego zobowiązań. Stąd też coraz częściej obligatariusze oczekują dodatkowych zabezpieczeń poprzez wprowadzenie tzw. konwenantów ograniczających decyzje przedsiębiorstwa naruszające interesy wierzycieli (np. w zakresie polityki dywidendy, ograniczenie we wzroście zadłużenia zabezpieczenia płatności przez dodatkowe fundusze).

Konflikty interesów różnych grup interesariuszy mogą więc decydować o [Łukasik, Błach, 2016, s. 16]:

- poziomie przyjętej dźwigni finansowej niedostosowanej do ryzyka operacyjnego i faktycznej zdolności pożyczkowej przedsiębiorstwa (przekroczenie poziomu zadłużenia ponad krańcową zdolność pożyczkobiorcy).
- rezygnacji z pozytywnego wykorzystania efektu dźwigni finansowej, pomimo spełnienia warunków wzrostu zadłużenia,
- przyjęciu niewłaściwej struktury terminu wymagalności zobowiązań i związanego z tym ryzyka utraty płynności,
- emisji papierów wartościowych pomimo niekorzystnych prognoz w koniunkturze rynkowej.

Podkreślić należy w tym miejscu ponownie ujęcie behawioralne wyróżniające cechy osobowościowe menedżerów. Badania wskazują, że menedżerowie wykazujący nadmierną pewność siebie wykorzystują w większym stopniu kapitał dłużny, co wynika z faktu, że przeszacowują oni przyszłe efekty i nie doszacowują prawdopodobieństwa niepowodzenia [Wrońska-Bukalska, 2016, s. 8 i in.]. Dążenie do struktury optymalnej jest więc konsekwencją kompromisu pomiędzy oczekiwaniami różnych grup interesów, co wskazuje, że trudno wyznaczyć jedną, modelową, obiektywnie uzasadnioną optymalną strukturę kapitału.

Konflikty interesów dotyczą również wyborów związanych z kierunkami alokacji kapitału, tj. wyborów przedsięwzięć o różnym rozkładzie ryzyka i różnej wewnętrznej stopie zwrotu. Wiąże się to także z wyborem struktury kapitału i związanym z tym średnim ważonym kosztem kapitału, stanowiącym stopę dyskontową w ocenie efektywności inwestycji. W rzeczywistości to jednak zarząd (ewentualnie właściciele) decydują o kierunkach alokacji kapitału, dysponując również kapitałem pożyczkodawców, którzy mają ograniczone możliwości wpływu na zarządzanie aktywami (szczególnie obligatariusze). Im wyższy jest udział długu w strukturze źródeł finansowania, tym w większym stopniu zarząd (w imieniu właścicieli) decyduje o alokacji środków wniesionych przez kapitałodawców, co wpływa w konsekwencji na koszty agencji – koszty bankructwa i koszty transakcyjne pojawiające się w relacjach między wierzycielami a przedsiębiorstwem jako dłużnikiem.

Konflikty interesów w tym obszarze mogą powodować niedoinwestowanie lub przeinwestowanie, różną strukturę czasową inwestycji, czy też niewłaściwy dobór parametrów i metod oceny efektywności (niewłaściwa ocena przewidywanych przepływów pieniężnych czy też szacunku kosztu kapitału). Występować może również wybór przedsięwzięć inwestycyjnych o wyższym poziomie ryzyka w stosunku do ograniczeń budżetowych. Asymetria informacji może równocześnie powodować ukrycie nieefektywnych decyzji finansowych, ograniczających ocenę rzeczywistego poziomu ryzyka.

Konfliktowe oczekiwania różnych grup interesów występują również w obszarze polityki dywidendy realizowanej w spółkach kapitałowych, z uwzględnieniem nie tylko podziału nadwyżki pieniężnej na zysk zatrzymany i przeznaczony dla właścicieli, ale i rozbieżności w oczekiwaniach i ocenie sposobu realizacji dywidendy (dywidenda gotówkowa, bezgotówkowa). Konflikty występują pomiędzy zarządem i akcjonariuszami oraz aktualnymi akcjonariuszami i potencjalnymi inwestorami, którzy mogą różnie traktować decyzje o wypłacie dywidendy i zatrzymaniu zysku (inwestorzy wzrostowi a inwestorzy dochodowi).

Podkreślić należy również, że podejście behawioralne, w tym teoria perspektyw, uzasadnia większe preferencje dla wypłaty dywidendy zgodnie z tezą, że ludzie wyżej cenią wybory zadowalające niż przyszłe możliwe straty kapitału. Stąd też ogłoszenia o zmniejszeniu dywidendy silniej wpływają na cenę rynkową akcji niż ogłoszenie o wzroście dywidendy [Gajdka, 2013, s. 39]. W konsekwencji sygnalizacyjna funkcja polityki dywidendy może mieć różne znaczenie dla różnych grup inwestorów [Grullon i in., 2005].

Nie bez znaczenia jest również dążenie zarządu do ochrony swojej pozycji i realizacji własnych interesów [Jensen, Meckling, 1976]. Słuszne jest więc stwierdzenie, że „[...] jeżeli nie ma wystarczających projektów inwestycyjnych oferujących wyższą stopę zwrotu niż minimalna (rynkowa) oczekiwana stopa zwrotu przez inwestorów, to należy przekazać wolne środki pieniężne właścicielom i pozwolić im na indywidualną ich alokację” [Damodaran, 2007, s. 1022-1023]. Z drugiej strony menedżerowie przy większej asymetrii informacji mogą postrzegać zewnętrzne źródła finansowania jako bardziej kosztowne i trudniej dostępne niż źródła wewnętrzne, co może ograniczyć wypłatę dywidendy. Inaczej oceniać mogą politykę dywidendy również wierzyciele, którzy traktują te decyzje w aspekcie zdolności pożyczkowej przedsiębiorstwa, szans i możliwości realizacji zobowiązań w przyszłości, z różnym zabezpieczeniem bezpieczeństwa pożyczkodawców.

Konflikty interesów, zarówno w grupie struktury kapitału, jak i kierunków alokacji i podziału zysku, mogą w konsekwencji decydować o zmianie w obszarze płynności finansowej, z różną oceną ryzyka z tym związanego. Rozbieżności inwestorów i różne oceny ryzyka utraty płynności mogą wpływać na wybory bardziej agresywnej lub konserwatywnej strategii płynności, tj. np. utrzymywania płynności w wartościach granicznych lub nadpłynności, z nieuzasadnionym wzrostem kapitału obrotowego i ryzykiem kosztów utraconych korzyści. W konsekwencji konfliktowe oczekiwania różnych grup interesariuszy mogą powodować rozbieżności pomiędzy rzeczywistą siłą ekonomiczną przedsiębiorstwa, wyrażoną jego wartością ekonomiczną a rynkową (zewnętrzną) oceną dokonaną podmiot gospodarczego, co może negatywnie wpływać na efektywność alokacyjną rynku kapitałowego.

Tabela 1. Konsekwencje konfliktu interesów w przekroju obszarów decyzyjnych

| Obszary decyzyjne | Skutki konfliktu interesów |
|--|--|
| 1. Wybór struktury kapitału (z uwzględnieniem relacji: kapitał własny – zadłużenie) | <ul style="list-style-type: none"> – zmiany ryzyka finansowego niezgodne z oczekiwaniami grup interesów, – poziom dźwigni finansowej niedostosowany do ryzyka operacyjnego i faktycznej zdolności pożyczkowej, – rezygnacja z wykorzystania dodatniego efektu dźwigni finansowej pomimo spełnienia obiektywnych warunków do wzrostu zadłużenia, – negatywny efekt dźwigni finansowej zmieniający stopę zwrotu dla właścicieli i niekorzystne zmiany kosztu kapitału (WACC) wpływające na decyzje alokacyjne, – niekorzystne zmiany wartości rynkowej przedsiębiorstwa jako reakcja inwestorów na ryzyko finansowe |
| 2. Wybór instrumentów pozyskiwania kapitału z różną preferencją dla sektora bankowego i rynku papierów wartościowych | <ul style="list-style-type: none"> – preferencje dla sektora bankowego lub rynku papierów wartościowych wbrew oczekiwaniom interesariuszy, – wybór instrumentów zbyt złożonych w stosunku do możliwości oceny, monitorowania i zabezpieczenia ryzyka, – ograniczenie dostępu do kapitału pomimo racjonalnych przesłanek do jego uzyskania, – wybór instrumentów rynku papierów wartościowych pomimo negatywnych perspektyw koniunktury rynkowej |
| 3. Polityka dywidendy (podział wolnych przepływów pieniężnych) | <ul style="list-style-type: none"> – niedostosowanie polityki dywidendy do potrzeb kapitałowych przedsiębiorstwa, – niedostosowanie polityki dywidendy do oczekiwań inwestora (brak efektu klienteli), – ograniczenie sygnalizacyjnej funkcji dywidendy, – niedostosowanie polityki dywidendy do faktycznej płynności finansowej przedsiębiorstwa, – rozbieżności pomiędzy oczekiwaniem różnych grup interesariuszy w zakresie formy realizacji dywidendy |
| 4. Działalność inwestycyjna (kierunki alokacji kapitału) | <ul style="list-style-type: none"> – różne oceny ryzyka realizowanych inwestycji, – sprzeczności w ocenie efektywności inwestycji, – rozbieżności w realizacji zakresu inwestycji rzeczowych i finansowych, – podejmowanie przedsięwzięć zmieniających klasę ryzyka przedsiębiorstwa, – ukrywanie nieefektywnych decyzji kapitałowych ograniczających ocenę rzeczywistego poziomu ryzyka, – ograniczenie w zakresie realizacji inwestycji społecznie pożądaných |
| 5. Kształtowanie płynności finansowej | <ul style="list-style-type: none"> – wybór płynności finansowej (konserwatywnej, agresywnej) niezgodnie z oczekiwaniami interesariuszy, – utrzymanie nadwyżki płynności z akceptacją kosztów utraconych korzyści, – utrzymanie granicznych poziomów płynności z ryzykiem niewypłacalności |
| 6. Rynkowa ocena przedsiębiorstwa w stosunku do jego wartości ekonomicznej | <ul style="list-style-type: none"> – luka wartości lub przewartościowanie przedsiębiorstwa na rynku finansowym, – fałszywe przekonanie inwestorów o wyższej wartości przedsiębiorstwa w stosunku do czynników fundamentalnych, – niewłaściwe dostosowanie rzeczywistej stopy zwrotu inwestorów do podejmowanego ryzyka |

Źródło: Opracowanie własne.

Podsumowanie

Prawidłowe funkcjonowanie i rozwój przedsiębiorstw wymagają uwzględnienia motywacji i preferencji różnych grup interesów oraz występujących między nimi konfliktów. Konflikty mogą się pojawić na każdym etapie działania przedsiębiorstw, w różnych płaszczyznach, między odmiennymi grupami interesów. Ważne jest pytanie, jakie należy podjąć działania, aby ograniczyć negatywne konsekwencje konfliktu interesów.

Dla spółek kapitałowych ważne jest stworzenie formalnych regulacji w rozwiązaniach normatywnych (Kodeks Spółek Kapitałowych, systemy rachunkowości), a także istotna okazuje się prawidłowa kontrola działań zarządzających oraz wyznaczenie klarownych (racjonalnych) zasad zarządzania w ramach realizacji polityki ładu korporacyjnego powodującego, że ryzyko i odpowiedzialność są prawidłowo dzielone między różne grupy interesów.

Jedną z zasad ładu korporacyjnego to niedopuszczenie do sytuacji, w której część właścicieli poprzez wywieranie wpływu na zarządzających może uzyskać uprzywilejowaną pozycję i podejmować decyzje odpowiadające ich indywidualnym interesom, bez zabezpieczenia praw właścicieli (akcjonariuszy) mniejszościowych. Prawo poboru powinno wprawdzie zabezpieczać ustawowo utrzymanie pozycji każdego akcjonariusza w spółce (ochronna funkcja prawa poboru), ale rozstrzygnięcia w zakresie wyłączenia prawa poboru mogą być przedmiotem konfliktu między większościami i mniejszościami właścicielami.

Nie bez znaczenia są również prawidłowe relacje inwestorskie z długoterminowym zabezpieczeniem właściwego kształtowania kontaktów między rynkowo zorientowanym przedsiębiorstwem a uczestnikami rynku finansowego, z wykorzystaniem prawidłowego systemu informacji – jako głównego elementu komunikacji spółki z rynkiem. Istotne jest również włączenie pracowników w rozwój przedsiębiorczości, a zatem łączenie rozwoju podmiotu z osobistym rozwojem pracowników, co pozwala wykorzystać ich indywidualną kreatywność i współodpowiedzialność. Integracja celów i oczekiwań różnych grup interesów gwarantuje faktyczny rozwój przedsiębiorstwa w dłuższej perspektywie.

Literatura

- Damodaran A. (2007), *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Helion, Gliwice.
- Fama E.F. (1980), *Agency Problems and the Theory of the Firm*, "Journal of Political Economy", Vol. 88, No. 2, s. 288-307.

- Flejterski S., Ziolo M. (2017), *Intra- i intersektorowe konflikty interesów finansowych. W poszukiwaniu wstępu do teorii*, „Annales. Universitatis Mariae Curie-Skłodowska”, vol. LI, nr 4, Lublin, s. 107-114.
- Gajdka J. (2013), *Behawioralne finanse przedsiębiorstw. Podstawowe podejścia, koncepcje*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Grullon G., Michaely R., Benartzi S., Thaler R.H. (2005), *Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability*, “Journal of Business”, No. 5, s. 1659-1682.
- Gruszecki T. (2002), *Współczesne teorie przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Jensen M.C., Meckling W.H. (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, “Journal of Financial Economics”, Vol. 3, Iss. 4, s. 305-360.
- Komorowski J. (2011), *Cele i wartości współczesnego przedsiębiorstwa. Ujęcie behawioralne*, Oficyna Wydawnicza, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.
- Łukasik G., Błach J. (2016), *Strategie finansowe przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice.
- Łukasik G., red. (2013), *Relacje inwestorskie spółek kapitałowych*, Difin S.A., Warszawa.
- Mamcarz K. (2012), *Inwestorski marketing mix. Instrumenty sygnalizacji w komunikacji z inwestorami*, C.H.Beck, Warszawa.
- Marcinkowska M. (2004), *Roczny raport z działań i wyników przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Paliwoda-Matiolańska A. (2014), *Odpowiedzialność społeczna w procesie zarządzania przedsiębiorstwem*, C.H.Beck, Warszawa.
- Rychłowska-Musiał E. (2008), *Koszty agencji i optymalna struktura kapitału firmy w warunkach rozdzielania własności i kontroli*, „Economista”, nr 4, s. 499-520.
- Wrońska-Bukalska E. (2016), *Decyzje finansowe w warunkach nadmiernej pewności siebie menedżerów*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin.

CONFLICT OF INTEREST IN THE CORPORATE FINANCE (ISSUES FOR DISCUSSION)

Summary: Conflict of interest is an important issue for the modern enterprise which operates under the condition of the fluctuating business environment and diversified expectations of different groups of stakeholders. This paper attempts to contribute to the current conceptual debate on the premises and consequences of the conflict of interest in finance. It aims at bridging the cognitive gap related to the areas and consequences of the conflict of interest in the enterprise with regard to the social and psychological aspects of its operation.

Keywords: conflict of interest, business models, stakeholders, agency theory, asymmetric information.