

Dr hab. prof. Uniwersytetu Warszawskiego
Janusz Kudła
Wydział Nauk Ekonomicznych
Katedra Bankowości, Finansów i Rachunkowości

**Recenzja pracy i dorobku habilitacyjnego doktora Wojciecha Grabowskiego,
dotycząca postępowania o nadanie stopnia doktora habilitowanego**

Przedmiotem niniejszej recenzji jest dorobek habilitacyjny dr Wojciecha Grabowskiego oraz zaprezentowana przez niego praca habilitacyjna, w formie książki, pod tytułem: „Employee Stock Options, Payout Policy and Stock Returns: Shareholders and Optionholders in Large U.S. Technology Corporations”, wydanej w ramach serii Polish Studies in Economics, przez wydawnictwo Peter Lang Internationaler Verlag der Wissenschaften.

W przypadku przedstawionej książki za pozytywne należy uznać przede wszystkim opublikowanie pracy za granicą w języku angielskim, co ma ważne znaczenie dla publikacji wyników pracy. Praca ta stanowi bowiem oryginalny wkład naukowy w zakresie ekonomicznej oceny sposobów wynagradzania pracowników i menedżerów przy pomocy opcji oraz współwystępujących z nimi instrumentów takich jak dywidendy i odkupy akcji. Za ważne należy też uznać skupienie się przez Autora na danych amerykańskich oraz na branżach nowoczesnych technologii. Pozwala to mieć nadzieję, że uzyskane wyniki mają charakter przekraczający tylko i wyłącznie zastosowania krajowe oraz mogą stanowić podstawę do dalszych analiz tego zagadnienia na świecie. Należy podkreślić, że problematyka ta nie jest też często poruszana w polskiej literaturze ekonomicznej, co wynika ze stosunkowo niedawnego wprowadzenia takich instrumentów na polskim rynku. Spowodowane jest to w szczególności koniecznością osiągnięcia pewnego stopnia rozwoju rynku kapitałowego, a także rozwoju przedsiębiorstw o wysokim zaawansowaniu technologicznym. Działanie opcji wymaga do prawidłowego funkcjonowania efektywnej wyceny spółek oraz istnienia związku między zachowaniami podmiotów w spółkach (*insiderów*) a wyceną przedsiębiorstw. Wszystkie te cechy są cechami dojrzałych rynków kapitałowych, do których polski rynek na razie się nie zalicza. W tym kontekście wybór rynku amerykańskiego należy uznać za trafny i pozwalający na weryfikację większej liczby hipotez niż w przypadku rynku polskiego.

Podobnie, jeśli chodzi o branże technologiczne, to są one łatwiejsze do modelowania z uwagi na silniejszy wpływ informacji na ceny przedsiębiorstw oraz z reguły znaczną dynamikę wzrostu zysków. Reasumując wybór zakresu i tematyki pracy habilitacyjnej należy stwierdzić, że jest on prawidłowy, podobnie jak dobór materiału empirycznego.

Książka składa się z czterech rozdziałów i podsumowania. Autor stawia w niej hipotezę o istnieniu odrębnej od właścicieli i wierzycieli grupie interesariuszy w przedsiębiorstwach, którymi są opcjonariusze (posiadacze opcji pracowniczych lub programów odkupu akcji). Posiadacze opcji są wynagradzani kosztem inwestorów krótkoterminowych, nabywających akcje w celach spekulacyjnych. Wynagradzanie opcjonariuszy nie szkodzi jednak stopom zwrotu z akcji. Autor stara się ponadto określić: wpływ planów opcyjnych i odkupów na stopy zwrotu akcji, czynniki określające zastosowanie wspomnianych instrumentów oraz wpływ decyzji zarządczych na wypłaty dla opcjonariuszy.

W przypadku hipotezy drugiej o ponoszeniu kosztu wynagrodzenia opcjonariuszy przez akcjonariuszy uczestniczących w wykupach, nasuwa się pytanie, czy nie jest to efekt obciążenia próby przez dobór przedsiębiorstw, których akcje stale rosną. Przy relatywnie stałym wzroście wartości akcji zawsze osoby przestające być właścicielami (wskutek odkupu akcji lub zwykłej sprzedaży) tracą, skoro później ceny akcji są wyższe zgodnie z długoterminowym trendem. Pomocne przy rozstrzygnięciu tego dylematu byłoby określenie kiedy mamy do czynienia z inwestowaniem długoterminowym oraz co otrzymujący akcje w ramach programów opcyjnych z nimi robią (czy trzymają akcje, czy sprzedają i czy są to osoby dalej związane ze spółkami, np. ich menedżerowie, czy też osoby będące jedynie okazjnie związane z danym przedsiębiorstwem).

Podstawową metodą użytą w pracy jest analiza regresji dla danych panelowych z efektami stałymi. Oprócz tego w jednym przypadku użyto modelu Tobitowego dla danych panelowych, co skomentuje niżej przy okazji omawiania treści rozdziału trzeciego. Wyniki są prezentowane klarownie, a sama analiza regresji poprzedzona jest w każdym przypadku przytoczeniem statystyk opisowych i rozważaniami dotyczącymi wyboru szczegółów metody, np. w kilku przypadkach użyto zmiennych instrumentalnych w celu poradzenia sobie ze współliniowością. Dobór metod oceniam jako prawidłowy, aczkolwiek trochę brakuje mi analiz dotyczących kwestii wyboru postaci modelu, np. co uzasadnia użycie modelu z efektami stałymi? Zwykle modele z efektami zmiennymi dopasowują się lepiej do danych. Pewne wątpliwości budzi też użycie GLS na szeregu

czasowym mającym ledwie 7 lat. Oczywiście trudno pokonać obiektywne trudności w dostępie do danych, ale można na przykład było sprawdzić, czy wyniki byłyby powtarzalne np. w przypadku regresji Prais-Winstena dla danych panelowych (*panel corrected standard errors*), która jest odporniejsza na wpływ krótkich szeregów czasowych. Bardzo mało jest też przytaczanych statystyk opisujących uzyskane wyniki (przede wszystkim podane są: R^2 , statystyka F oraz statystyki istotności poszczególnych zmiennych), natomiast ciekawe jest, jak silny jest w badanej próbie problem autokorelacji i heteroscedastyczności, które są często utrapieniem badań panelowych.

W rozdziale pierwszym przedstawiony został podstawowy mechanizm stosowania preferencji dla opcjonariuszy, który polega na ograniczeniu wypłat dywidend, zmniejszających przyszłą wartość akcji na rzecz odkupów. Te ostatnie ograniczając liczbę akcji poprawiają rentowność akcji i poprawiają zyski posiadaczy opcji. Wykupy dokonywane są zazwyczaj przy relatywnie niskich cenach od akcjonariuszy krótkoterminowych. Zawarte dwa równania regresji, dotyczące 16 wielkich spółek technologicznych, potwierdzają skądinąd dość intuicyjny wniosek, że opcje oferowane są po spadkach cen, zaś wykonywane po wzrostach cen i w okresach wysokiej zmienności. Szkoda, że nie sprawdzono czy warunki te nie powinny występować łącznie, np. używając iloczynu zmiennych odpowiadających za zmienność i stopę rentowności. Może być bowiem tak, że okres wysokiej zmienności oznacza spadek cen akcji i realizację opcji *in the money*, bez czekania na korektę spadku cen, albo może inwestorzy wycofują się z opcji w momencie w którym uznają, że wzrosty są już odpowiednio duże. Zagadnienie to jest ciekawe, bo są to z reguły osoby mające większą wiedzę o stanie przedsiębiorstwa niż reszta inwestorów. Nie jest też do końca jasna przyczyna pominięcia poziomu lewarowania w pierwszym równaniu regresji. Być może przedsiębiorstwa silniej lewarowane są bardziej zainteresowane uzyskiwaniem wysokiej wartości dla akcjonariuszy (co potwierdzają regresje w rozdziale 4 zawarte w tabeli 4.4). Nie wiem, czy *a priori* należy odrzucić taki wpływ na opcjonariuszy, tym bardziej że dźwignia finansowa potencjalnie sprzyja też wyższej rentowności, a więc może prowadzić do tych samych skutków, co ograniczenie dywidend i zwiększenie skali odkupów.

Drugi rozdział zawiera przegląd badań dotyczących wyceny opcji pracowniczych oraz własne badanie dotyczące wpływu wzrostu używanych opcji i stosowania odkupu na uzyskiwane stopy zwrotu z akcji. W części teoretycznej autor wskazuje na różnice w wycenie za pomocą metod finansowych głównie bazujących na modelu Blacka-Scholesa

oraz metod wykorzystujących zmienność, szacowaną przy pomocy modeli ekonometrycznych typu GARCH. Wydaje się, że dosyć istotne z uwagi na czytelność rozważań byłoby przybliżenie amerykańskich zasad rachunkowych używanych przy wycenie opcji pracowniczych, gdyż używane były one w przytaczanych badaniach ekonometrycznych (SFAS123, APB25, 1993 *Exposure Draft*), a niekoniecznie są one dobrze znane czytelnikom europejskim. Jest to tym ważniejsze, że sposób opisu rachunkowego ma znaczący wpływ na przytaczane wyniki. Przeprowadzone w tym rozdziale badania własne nawiązują do cytowanych wyników analiz zagranicznych w dość luźny sposób. Uzyskane wyniki generalnie potwierdzają, że stopy zwrotu są pozytywnie skorelowane z wzrostem dochodów netto i wielkością odkupów oraz ujemnie z wartością opcji. Łączny efekt odkupów i wydawania opcji pracowniczych jest pozytywny, zgodnie z główną hipotezą pracy, aczkolwiek występują też lata, w których negatywny efekt związany z „rozwodnieniem” wartości opcji spowodowany przez kolejne emisje przeważa nad pozytywnym efektem wykupu. Nasuwa się w związku z tym pytanie, czy wyniki ekonometryczne ukazują świadomą politykę przedsiębiorstw w zakresie wydawania opcji, czy raczej są skutkiem zmian koniunktury giełdowej (spadków lub wzrostów cen akcji).

W rozdziale trzecim weryfikacji poddano przyczyny dokonywania odkupów, w tym tradycyjne hipotezy związane z niedowartościowaniem przedsiębiorstw, względnie posiadaniem nadwyżek środków bieżących oraz hipotezy łączące się z opcyjnymi planami pracowniczymi, czyli: finansowaniem opcji, przeciwdziałaniem spadkowi wartości wyemitowanych opcji oraz ograniczaniem wypłat dywidend. Potwierdzono hipotezę finansowania opcji dzięki wykupom. Wątpliwości rodzi potwierdzenie hipotezy niedowartościowania przedsiębiorstw, z uwagi na nieistotność zmiennej mierzącej koszt odkupów (EP) w równaniach regresji z efektami stałymi. W przypadku modeli Tobitowych nie została podana skala problemu braku odkupów. Teoretycznie można by się zastanawiać nad zrobieniem dwóch modeli: jednego określającego, co determinuje odkup w danym roku i drugiego opisującego, przyczyny wysokości odkupów, jeśli do nich już dojdzie. Takie podwójne podejście jest dość często stosowane w modelach wypłat dywidend. Wówczas pierwszy model miałby charakter probitowy lub logitowy, zaś drugi był zwykłą regresją panelową. Za najciekawszy wynik tego rozdziału należy uznać pozytywny wpływ dywidend na odkupy, zaprzeczający hipotezie substytucyjności. Można się tutaj zastanawiać (oprócz propozycji wytłumaczeń zaproponowanych przez

autora), czy nie jest to wyraz znaczącej „eksploatacji” finansowej badanej grupy przedsiębiorstw przez właścicieli, przy jednoczesnej chęci utrzymania dobrych parametrów finansowych (dywidendy i odkupy potencjalnie działają przeciwnie na rentowność akcji, stąd ich łączne użycie może ograniczyć ich wpływ na takie parametry jak chociażby EPS). Oczywiście przedstawione w dyskusji wyników wyjaśnienia są uzasadnione, w świetle przedstawionych wyników regresji.

Rozdział czwarty poświęcony został ocenie działań przedsiębiorstw, które mogły mieć wpływ na wartość opcji oraz akcji dla akcjonariuszy. Autor starał się wykazać, że inne czynniki decydują o wartości akcji a inne o wartości opcji. W szczególności istotne okazały się: poziom aktywów, dynamika wzrostu i poziom ryzyka. Ta ostatnia zmienna miała jednak odmienny wpływ na opcje i na akcje. Pozytywny wpływ na wypłaty z opcji miał poziom ryzyka, podczas gdy dla wzrostu wartości dla akcjonariuszy – negatywny. Należy zauważyć jednak, że miary ryzyka w znacznej części wykonanych regresji okazały się nieistotne (poza dwoma badaniami dotyczącymi wypłat gotówkowych z opcji wygasających w danym okresie). W tych regresjach, w których miary ryzyka były istotne pozytywna i istotna okazała się też niska dźwignia finansowa.

Można tu zadać sobie pytanie, czy np. opcje nie są stosowane właśnie w celu pobudzenia do podejmowania większego ryzyka przez w szczególności menedżerów. Innymi słowy, istotne jest to czy uzyskany wynik to przyczyna czy skutek zastosowania programów opcyjnych oraz czy specyfika bardzo dużych przedsiębiorstw wysokiej technologii nie zniechęca sama w sobie, do nadmiernego zadłużenia. Na przykład, być może posiadane przez analizowane przedsiębiorstwa środki własne są wystarczające (świadczą o tym relatywnie częste i duże odkupy akcji), a rynek dojrzały na tyle, że znaczące zwiększenie skali działalności przez zadłużenie nie jest możliwe. Dotyka to zresztą innej bardziej fundamentalnej kwestii, którą warto byłoby poruszyć, to jest określenia na ile dobór próby (wybór bardzo dużych przedsiębiorstw technologicznych) miał wpływ na uzyskane wyniki, a na ile reprezentują one teorie znane z finansów przedsiębiorstw, takie jak na przykład: teoria agencji wykorzystania gotówki w przedsiębiorstwie, teoria sygnalizacji przyszłej wartości zysków przy wykupach, manipulowanie wykupami w celu podniesienia wartości opcji itp. Wydaje się, że istnienie jakiejś próby kontrolnej przedsiębiorstw mogłoby pozwolić na lepsze „odsianie” wyników pozornych lub specyficznych dla wybranej branży (co przy okazji byłoby ciekawe samo w sobie).

Dorobek publikacyjny habilitanta, mimo że dość skromny ilościowo (22 publikacje), to konsekwentnie realizuje pewną myśl przewodnią, którą jest badanie zachowań przedsiębiorstw związanych ze sposobem użycia opcji do motywowania zarządów i pracowników a także procesów fuzji i przejęć wśród dużych przedsiębiorstw międzynarodowych. Szkoda, że znaczna część publikacji nie podlegała procedurze recenzyjnej, z uwagi na jej zamieszczenie w ramach serii komentarzy do czasopisma „Ekonomia”. Autor posiada także udział w publikacji o charakterze podręcznikowym oraz jedną publikację w *Global Business and Economics Review* i jedną w *Bezpiecznym Banku*. Wcześniej ukazała się też książkowa wersja jego pracy doktorskiej, pod tytułem: *Instrumenty pochodne a współczesne kryzysy finansowe*. Za pozytywne należy uznać prezentowanie licznych referatów na konferencjach międzynarodowych oraz przygotowywanie artykułów wspólnie z innymi autorami, w tym ze studentami.

Przedstawione powyżej uwagi polemiczne mają służyć przede wszystkim dyskusji naukowej oraz wskazać możliwe kierunki dalszego rozwoju badań programów opcji pracowniczych, które wydają się zadaniem nader ciekawym. Nie podważają one w żadnym stopniu oceny przedstawionej pracy habilitacyjnej. Na podstawie dokonanej oceny pracy habilitacyjnej oraz dorobku habilitanta stwierdzam, że są one, w mojej ocenie, wystarczające do spełnienia wymogów określonych przez ustawę z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dz. U. Nr 65, poz. 595, z późn. zm.). Na tej podstawie, zgodnie z wybranym trybem habilitacyjnym, wnoszę o dopuszczenie dr Wojciecha Grabowskiego do kolokwium habilitacyjnego.

Warszawa 15 stycznia 2013 r.


dr hab., prof. UW Janusz Kudła