

Czy menedżerskie opcje na akcje mogą być efektywnym instrumentem minimalizującym koszty agencji w spółkach akcyjnych?

Krzysztof Tapek

I. Źródła kosztów agencji w spółkach akcyjnych

Rozpowszechniona zarówno w polskiej, jak i zagranicznej literaturze teoria agencji może znaleźć zastosowanie we wszelkich jednostkach organizacyjnych, gdzie następuje podział pracy oraz rozbieżność celów zaangażowanych w korporację podmiotów. Fundamentalna definicja sformułowana przez M. C. Jensena i W. H. Mecklinga zakłada, że relacja agencji jest to kontrakt, w którym jedna lub więcej osób (*the principal(s)*) angażuje inną osobę (*the agent*) do działania w swoim interesie. Zaangażowanie to wiąże się z delegacją na agenta kompetencji do podejmowania decyzji dotyczących sfery majątkowej pryncypała³⁴⁹. W ten sposób dochodzi do rozdziału kapitału (osób spełniających funkcję finansujących i kontrolnych - pryncypałów) od zarządzania (osób spełniających funkcje decyzyjne - agentów). Obu stronom tej umowy przyświecają odmienne cele, w związku z czym dochodzi do tak zwanych „konfliktów agencyjnych”. Mogą one występować na różnych płaszczyznach, którymi w przypadku spółki akcyjnej są:

- a) akcjonariusze – menedżer,
- b) akcjonariusze – wierzyciel,
- c) akcjonariusz dominujący – akcjonariusze mniejszościowi,
- d) akcjonariusze aktualni – akcjonariusze potencjalni³⁵⁰.

Każda ze stron konfliktu agencyjnego dąży, w większym lub mniejszym stopniu, do maksymalizacji własnej korzyści. W zakresie stanowiącym przedmiot niniejszego opracowania (czyli na płaszczyźnie akcjonariusze - menedżer) akcjonariusze, będący właścicielami spółki (w znaczeniu ekonomicznym, ale nie prawnym) dążą do zwiększania własnej użyteczności poprzez wypłatę dywidendy, ryzykowne inwestycje, które jednakże mogą przynieść znacznie większą stopę zwrotu niż inwestycje „bezpieczne”. Z kolei celami menedżerów będą m. in. do:

- maksymalizacji własnych korzyści (zarówno majątkowych, jak i niemajątkowych),

³⁴⁹ M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, <http://ssrn.com/abstract=94043>, s. 5

³⁵⁰ E. Rychłowska – Musiał, *Miary kosztów agencji w spółkach akcyjnych*, Poznań 2011, s. 14

- tezauryzacja zysku w spółce a następnie jego inwestowanie celem budowania „imperium”, co z kolei wpływało będzie na wzrost prestiżu menedżera w środowisku,
- bezpieczne inwestycje, które co prawda nie mają szans przynieść ponadprzeciętnych stóp zwrotu, jednak zapewniają menedżerom stabilizację i minimalizują niebezpieczeństwo bankructwa pracodawcy,
- zwiększenie wydatków reprezentacyjnych oraz kosztów „obsługi menedżerów” (utrzymania samochodów, samolotów, inne).

Z powyższych względów tylko spółka, w której nie nastąpił rozdział kapitału od zarządzania, czyli gdzie menedżer posiada 100% akcji, może podejmować decyzje biznesowe optymalne i w pełni efektywne. W takiej spółce występują zerowe koszty agencji. Innymi słowy każda wydana przez menedżera złotówka stanowi dla niego koszt jednej złotówki i przynosi mu ona 100% korzyści. Jeśli manager zbędzie część (α) akcji w spółce, czyli zbędzie część roszczeń rezydualnych, to wciąż będzie konsumował 100% korzyści poza pieniężnych (np. koszty obsługi menedżerów), natomiast w zysku spółki (korzyściach pieniężnych) będzie uczestniczył w części $1-\alpha$. Tym samym każda wydana przez menedżera złotówka będzie dla niego kosztem $1-\alpha$ i uzyska z niej korzyść pieniężną na poziomie $1-\alpha$. To będzie motywowało menedżera do zwiększania konsumpcji korzyści poza pieniężnych i zwiększania wydatków na te cele kosztem korzyści pieniężnych, które odnoszą wszyscy akcjonariusze.³⁵¹

W przypadku rozdziału kapitału od zarządzania mamy do czynienia z konfliktem agencyjnym, spowodowanym przede wszystkim asymetrią informacyjną między akcjonariuszami a menedżerami. Asymetria przejawia się w przewadze, jaką mają menedżerowie w dostępie do informacji oraz w ograniczonej zdolności akcjonariuszy do weryfikacji sprawozdań i raportów sporządzonych przez menedżerów³⁵². Aby zniwelować skutki konfliktu konieczne jest ponoszenie kosztów agencyjnych. Stanowią one sumę:

- a) kosztów monitoringu działań menedżerów (*monitoring expenditures* - to wszelkie koszty, jakie ponosi pryncypał w celu wymuszenia na agencie określonych zachowań, np. koszty funkcjonowania rady nadzorczej, koszty motywacyjnych systemów wynagrodzeń, polityki premiowej),
- b) kosztów ponoszonych przez agenta celem zapewnienia realizacji interesów mocodawcy (*bonding costs* - koszty te ponosi agent z tytułu wejścia w relację zobowiązującą go do wykonania pracy na rzecz podmiotu zlecającego, np. nabycie akcji zarządzanej spółki, koszty polisy od odpowiedzialności za ewentualne szkody wyrządzone spółce),

³⁵¹ M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory...*, op. cit., s. 10-11.

³⁵² K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, Warszawa 2010, s. 17.

- c) straty rezydualnej (*residual loss* – to różnica pomiędzy wartością rezultatu, który byłby optymalny z punktu widzenia pryncypałów, czyli rezultatu osiągniętego w przypadku braku rozdziału kapitału i zarządzania, a wartością, która została osiągnięta pomimo poniesienia pozostałych kosztów agencyjnych; innymi słowy to wyrażone wartościowo obniżenie wartości spółki będące efektem oportunistycznych zachowań menedżera)³⁵³.

Koszty agencyjne stały się przedmiotem wielu analiz oraz badań. Na przełomie XX i XXI wieku badania empiryczne wśród małych i średnich przedsiębiorstw na amerykańskim rynku przeprowadzili J. S. Ang, R. A. Cole oraz J. W. Lin³⁵⁴. Z uzyskanych przez nich wyników wypływają następujące wnioski: po pierwsze koszty agencji są wyższe, gdy spółką zarządza menedżer – *outsider* (o średnio 3,4% - 5% - w zależności od przyjętej metody kalkulacji kosztów agencji), po drugie koszty agencji są odwrotnie proporcjonalne w stosunku do ilości akcji (udziałów) posiadanych w spółce przez menedżera, po trzecie koszty agencji wzrastają wraz z ilością udziałowców (akcjonariuszy) niebędących menedżerami.

II. Narzędzia ograniczania kosztów agencji

Znając źródła kosztów agencji warto dokonać przeglądu sposobów ich minimalizacji. Można tu wyróżnić dwie grupy instytucji, które przyczyniają się do redukcji powyższych kosztów. Są to instytucje ustawowe (przewidziane przede wszystkim w KSH) oraz mechanizmy pozaustawowe.

a) Mechanizmy ustawowe

Podstawowym ustawowym uprawnieniem akcjonariuszy, mającym na celu mobilizację menedżerów do działania w ich interesie, jest możliwość odwołania każdego członka zarządu w dowolnym czasie przez walne zgromadzenie. Kompetencja ta została też (obok uprawnienia do powoływania członków zarządu) przyznana reprezentantom akcjonariuszy, czyli radzie nadzorczej, który to organ został w modelu dualistycznym (funkcjonującym na gruncie KSH) wyposażony w kompetencje kontrolne i nadzorcze. Mimo generowania kosztów związanych z jej działaniem, rada nadzorcza sprawnie redukuje straty rezydualne³⁵⁵.

Zarządcy spółki muszą również, w przypadkach wskazanych w KSH (ewentualnie w statucie), uzyskiwać zgody walnego zgromadzenia, tudzież rady nadzorczej. Jako przykłady można wymienić:

³⁵³ M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory...*, op. cit., s. 6-7.

³⁵⁴ J. S. Ang, R. A. Cole, J. W. Lin, *Agency costs and ownership structure*, <http://ssrn.com/abstract=981268>.

³⁵⁵ Badania empiryczne na próbie spółek notowanych na GPW w latach 2010-2011 prowadził L. Bohdanowicz (*Funkcja kontrolna rady nadzorczej a redukcja kosztów agencji* [w:] *Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego*, 2012, numer 4, s. 53-69), który wykazał, że odpowiednie ukształtowanie struktury organów menedżerskich oraz aktywność rady nadzorczej wpływa na redukcję kosztów agencji w spółkach.

zbycie i wydzierżawienie przedsiębiorstwa, nabycie i zbycie nieruchomości, emisja obligacji zamiennych i z prawem pierwszeństwa, emisja warrantów subskrypcyjnych, zawarcie umowy holdingowej (art. 7 KSH), zawarcie niektórych umów z członkami zarządu. Mimo dość ograniczonego kręgu spraw oddanych bezpośrednio pryncypałom do zatwierdzenia, można stwierdzić, że dotyczy on spraw ważkich dla spółki. Dlatego instrument ten może być skutecznym sposobem redukcji kosztów agencji *ex ante*.

W spółce akcyjnej istnieje również obowiązek sporządzania rocznych sprawozdań finansowych, badanych przez biegłego rewidenta, a następnie zatwierdzanych przez walne zgromadzenie. Zwyczajne walne zgromadzenie udziela także absolutorium poszczególnym członkom zarządu ze sprawowania ich funkcji w poprzednim roku obrotowym. Są to jednak instrumenty oceny zachowań menedżerów *ex post*, a zatem ich efektywność jest mocno ograniczona.

Kolejnym ustawowym instrumentem *corporate governance*, wpływającym na zachowania menedżerów, są powództwa przeciwko zarządom, przewidziane w art. 483 KSH. Jednak z uwagi na przyjmowaną w orzecznictwie, restrykcyjną wykładnię przesłanek odpowiedzialności zarządców pociągnięcie ich do odpowiedzialności jest bardzo trudne. Oprócz niedołożenia należytej staranności (co jest jedynie przesłanką winy zarządcy), powód musi dowieść działania lub zaniechanie sprzeczne z prawem lub statutem oraz szkodę wyrządzoną spółce³⁵⁶. Polska regulacja (a w zasadzie sposób jej odczytania przez sądy) sprawia, że uzyskanie odszkodowania od członków zarządu jest możliwe jedynie w przypadku udowodnienia naruszenia ustawy lub statutu. Zarządcy nie ponoszą odpowiedzialności za błędne decyzje biznesowe ani za naruszenie obowiązku lojalności. Dla porównania, z badań empirycznych prowadzonych w stanie Delaware w latach 1999-2000, na próbie 1280 spraw sądowych (dotyczących spraw korporacyjnych) wynika, że 1003 sprawy (78%) zostały wniesione właśnie z powodu błędnych decyzji biznesowych (*breach of business judgement rule*, co może być dokonane przez naruszenie jednego z trzech obowiązków: lojalności, dobrej wiary lub działania z należytą starannością)³⁵⁷, 261 spraw (20%) dotyczyło naruszenia ustaw, natomiast pozostała część (16 spraw, to jest 2%) dotyczyła innych spraw³⁵⁸.

Trzeba pamiętać, że samo wytoczenie powództwa odszkodowawczego również wiąże się z wydatkami (opłata sądowa, obsługa prawna), które stanowiąc będą koszty agencji. Z drugiej strony większa popularność powództw odszkodowawczych zwiększy ryzyko zawodowe menedżerów i

³⁵⁶ K. Oplustil, *Instrumenty...*, op. cit., s. 784-790, tak również SN w wyroku z dnia 9 lutego 2006 roku, sygn. akt V CSK 128/05, Lexis.pl nr 401516.

³⁵⁷ C. W. Furlow, *Good Faith, Fiduciary Duties, And The Business Judgment Rule In Delaware*, <http://epubs.utah.edu/index.php/ulr/article/viewfile/249/221>, s. 1065-1066.

³⁵⁸ R. B. Thompson, R. S. Thomas, *Shareholder Litigation: Reexamining The Balance Between Litigation Agency Costs and Management Agency Costs*, http://ssrn.com/abstract_id=336162, s. 24-31.

skłoni ich do zaopatrywania się w polisy ubezpieczeniowe od odpowiedzialności za szkody związane z zarządzaniem spółką (*Directors' & Officers' Liability Insurance*). W rezultacie spółka, której będzie zależało na zaangażowaniu konkretnego menedżera, najprawdopodobniej pokryje koszty polisy i tym samym jej koszty agencji wzrosną. Co więcej, pokrycie przez spółkę kosztów polisy osłabi funkcję prewencyjną odpowiedzialności odszkodowawczej. Menedżer nie będzie ponosił konsekwencji swoich zachowań ani nawet kosztów polisy. W ten sposób u menedżera pojawi się „pokusa nadużycia”³⁵⁹, w rezultacie czego będzie on podejmował decyzje bardzo ryzykowne i często nieuzasadnione biznesowo, co doprowadzi do strat spółki i zwiększy straty rezydualne³⁶⁰.

Ze wszystkich powyższych względów odpowiedzialność odszkodowawcza zarządców powinna być bardzo starannie uregulowana, dla uzyskania optymalizacji kosztów agencji (gdyż *de facto* redukcja tych kosztów stanowi podstawowy jej cel).

Przy omawianiu reducentów konfliktów agencyjnych nie można pominąć instrumentów mających na celu minimalizację asymetrii informacyjnej. W najpełniejszej formie występują one w spółkach publicznych. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, przewiduje szereg obowiązków informacyjnych dla spółek giełdowych związanych z przekazywaniem informacji poufnych, bieżących i okresowych podmiotowi prowadzącemu rynek regulowany oraz do publicznej wiadomości za pomocą wybranej agencji informacyjnej. Ustawa ta przewiduje surowe sankcje administracyjno-karne za naruszenie tych obowiązków.

W spółkach, które nie są notowane na giełdzie, uprawnienia informacyjne akcjonariuszy są bardzo ograniczone. W zasadzie przewidują je jedynie art. 428 i 429 KSH, a zatem w mniejszych spółkach, w których akcjonariat nie jest aż tak rozdrobniony jak w spółkach publicznych, dysproporcja informacyjna jest większa.

b) Mechanizmy pozaustawowe

Po pierwsze, jeśli przyjąć założenie sformułowane przez M. C. Jensena³⁶¹, że konflikt agencyjny powstaje między właścicielami a menedżerami w zakresie podziału wolnych środków finansowych, można wyprowadzić dwa sposoby minimalizacji kosztów agencji: zadłużenie spółki oraz wypłata dywidendy akcjonariuszom³⁶². W pierwszym przypadku im większe jest zadłużenie

³⁵⁹ „Pokusa nadużycia”, nazywana też „ryzykiem moralnym” (*moral hazard*) polega na tym, że ochrona ubezpieczeniowa zwiększa prawdopodobieństwo wystąpienia zjawiska, przeciwko któremu się ubezpieczono.

³⁶⁰ K. Oplustil, *Instrumenty...*, op. cit., s. 755-760.

³⁶¹ M. C. Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, <http://papers.ssrn.com/abstract=99580>.

³⁶² E. Rychłowska – Musiał, *Miary...*, op. cit., s. 195-196.

spółki, tym mniejsze są koszty agencji, gdyż dług zmniejsza ilość wolnych środków w spółce. W drugim przypadku wzrost udziału dywidendy w wytworzonej nadwyżce finansowej obniża koszty agencji (im mniejszy strumień wolnej gotówki posiada spółka, tym mniejsze koszty agencji).

W nawiązaniu do powyższych wniosków, można stwierdzić, że spółki silnie wzrostowe, nastawione na inwestycje nie wykazują kosztów agencji (lub wykazują je na minimalnym poziomie), gdyż cele zarządu oraz akcjonariuszy są zbieżne³⁶³.

Po drugie, istnieje możliwość spisania z menedżerem umowy o zarządzanie, w której niejako *ex ante* zostaną przewidziane przykładowe sytuacje oraz zachowania, jakie menedżer jest zobowiązany podjąć, w razie ich zaistnienia. Jednak należy mieć na uwadze, że nie jest możliwe skonstruowanie „kompletnego kontraktu”, który przewidziałby wszystkie możliwe stany faktyczne, gdyż rzeczywistość gospodarcza jest zbyt skomplikowana³⁶⁴. W zasadzie, gdyby było możliwym skonstruowanie kompletnej umowy, zadania menedżerów sprowadzałyby się jedynie do reprezentacji spółki, nie byłoby już konieczne podejmowanie decyzji dotyczących prowadzenia spraw spółki, a koszty agencji wynosiłyby zero.

Dlatego bardziej efektywnym rozwiązaniem jest zawarcie z członkiem zarządu stosunku zobowiązaniowego, na podstawie którego jego cele staną się tożsame z celami pryncypałów. Są to tak zwane „kontrakty bodźcowe” (*incentive contracts*). Opierają się one na założeniu, że powiązanie wynagrodzenia menedżera z celami akcjonariuszy, którymi w szczególności są maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa oraz ich bezpośrednich dochodów, jest skutecznym instrumentem redukcji konfliktu agencyjnego³⁶⁵. „Kontrakty bodźcowe” mogą zawierać następujące zachęty dla menedżerów³⁶⁶:

- określenie warunków zwolnienia menedżera, gdy spółka nie osiąga dochodów na zakładanym poziomie,
- przyznanie menedżerowi części akcji przedsiębiorstwa,
- przyznanie menedżerowi opcji na zakup akcji przedsiębiorstwa.

III. Opcje menedżerskie jako instrument ograniczania kosztów agencji

Opcje menedżerskie na akcje największą popularność zdobyły w latach 90-tych w krajach Europy Zachodniej. W USA 95% spółek o dochodach przekraczających 3 miliardy dolarów posiadało

³⁶³ *Ibidem*, s. 196.

³⁶⁴ A. Shleifer, R. W. Vishny, A Survey of Corporate Governance, <http://ssrn.com/abstract=10182>, s. 7.

³⁶⁵ E. Fama, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, [http://business.illinois.edu/josephm/BA549_Fall%202010/Session%205/Fama%20\(1980\).pdf](http://business.illinois.edu/josephm/BA549_Fall%202010/Session%205/Fama%20(1980).pdf), s. 297.

³⁶⁶ Cz. Mojżesz, *Kontrakty niekompletne jako teoretyczna podstawa nadzoru korporacyjnego* [w:] *Strategiczne obszary nadzoru zewnętrznego i wewnętrznego*, [red:] S. Rudolf, Łódź 2002, s. 63.

programy opcyjne, w Wielkiej Brytanii 93%, natomiast w Europie kontynentalnej 63%³⁶⁷. Instrumenty te popularność zdobywały stopniowo – począwszy od lat 70-tych. Analizując ich udział w wynagrodzeniach menedżerów spółek amerykańskiego indeksu S&P 500 można dojść do wniosku, że początkowo stanowiły one niewielki ułamek wynagrodzeń, by po roku 1985 osiągnąć wskaźnik ok. 50%. W roku 2000 korzyści osiągane z opcji stanowiły 480% wynagrodzenia zasadniczego menedżerów. Po roku 2000 udział ten spadł³⁶⁸, jednak nadal jest on znaczący, a opcje menedżerskie na akcje wciąż cieszą się popularnością, choć coraz częściej wypierane zostają przez inne instrumenty bodźcowe.

W Polsce trend jest odwrotny, gdyż rynek opcji menedżerskich wciąż rośnie. Dla porównania w 2001 roku wśród spółek notowanych na GPW funkcjonowało 20 programów motywacyjnych, w 2007 roku znajdowały one zastosowanie w 29% spółek publicznych, natomiast na koniec czerwca 2012 roku na rynku głównym GPW notowanych było 434 spółki, z których 43,5% uchwaliło w latach 2003-2012 programy opcji menedżerskich. Największą popularność programy opcyjne zdobyły wśród spółek z sektora media i telekomunikacja (funkcjonują w 100% spółek z indeksu WIG-TELEKOM oraz 92% spółek indeksu WIG-MEDIA), natomiast najmniej programów działających w oparciu o płatności akcjami własnymi funkcjonuje w sektorze energetycznym (11,11%)³⁶⁹.

Opcja na akcje daje właścicielowi (uprawniony z opcji) prawo, lecz nie obowiązek, do zakupu (w przypadku opcji *call*) lub sprzedaży (w przypadku opcji *put*) określonego instrumentu bazowego po z góry określonej cenie (*strike price*, *exercise price*). Druga strona transakcji, czyli zobowiązany z opcji, ma obowiązek spełnić żądanie właściciela opcji. Przy zawieraniu umowy nabywca opcji płaci zbywcy (późniejszemu zobowiązanemu) premię (*premium*), co stanowi dla niego koszt zawarcia umowy. Za premię uprawniony nabywa możliwość późniejszego wyboru między realizacją opcji lub brakiem jej realizacji, co determinowane jest ceną rynkową instrumentu bazowego w określonym czasie.

Wśród opcji można wyróżnić dwa "style" - europejski i amerykański. Opcja europejska może być wykonana jedynie w określonym dniu (*maturity date*, *expiration date*), natomiast opcja amerykańska w dowolnym czasie między dniem zawarcia umowy opcji a dniem jej wygaśnięcia. Inną klasyfikacją jest podział na opcje *in-the-money* (ITM) i *out-of-the-money* (OTM). Opcje *in-the-money* dla opcji *call*, to opcje, których cena wykonania jest niższa niż wartość rynkowa instrumentu bazowego, natomiast dla opcji *put* oznacza to, że *strike price* jest wyższa od wartości rynkowej

³⁶⁷ D. Podedworna-Tarnowska, *Opcyjne programy motywacyjne w systemach wynagradzania menedżerów wyższego szczebla*, Zeszyty Naukowe, Szkoła Główna Handlowa. Kolegium Gospodarki Światowej, 2012, nr 33, s. 277.

³⁶⁸ M. C. Jensen, K. J. Murphy, *Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*, <http://ssrn.com/abstract=561305>, s. 25.

³⁶⁹ Trio Management, *Raport: Rynek opcji menedżerskich w Polsce. IV edycja*, s. 3.

instrumentu bazowego. Opcje *out-of-the-money* dla opcji *call*, to opcje, których *exercise price* jest wyższa niż wartość rynkowa instrumentu bazowego, natomiast dla opcji *put* cena wykonania jest niższa od wartości rynkowej instrumentu. Obok powyższych opcji można również wyróżnić opcje *at-the-money* (ATM), dla których cena rynkowa instrumentu jest równa lub bardzo zbliżona do *strike price*.

Programy opcji menedżerskich na akcje polegają na przyznaniu menedżerom opcji nabycia akcji po określonej cenie (najczęściej jest to cena akcji z daty przyznania opcji). Opcje są przyznawane najczęściej na dłuższe okresy czasu (w USA jest to ok. 10 lat, natomiast w Wielkiej Brytanii między 7 a 10 lat). Opcje mogą być wykonane po upływie określonego w umowie czasu, a niekiedy konieczne jest również spełnienie innych warunków, jak np. wzrost zysku, wzrost wartości rynkowej przedsiębiorstwa i inne. W USA najczęściej stosowany jest jedynie warunek upływu czasu, natomiast w Polsce realizacja opcji najczęściej jest uzależniona od efektywności menedżerów. Nabyte na podstawie umowy opcji instrumenty bazowe najczęściej nie mogą być zbyte przez określony czas. W momencie opuszczania spółki przez menedżera lub zakończenia trwania programu opcyjnego, menedżer może zatrzymać akcje nabyte, natomiast traci opcje niezrealizowane.

Wobec konfliktu agencyjnego istniejącego w spółkach akcyjnych, przyznanie menedżerom opcji na akcje wydawało się skutecznym i dość intuicyjnym sposobem na obniżenie kosztów agencji. Menedżer posiadający opcje będzie osobiście zainteresowany wzrostem wartości przedsiębiorstwa, sam stanie się akcjonariuszem, a zatem jego pobudki proporcjonalnie do ilości przyznanych mu opcji będą tożsame z pobudkami pryncypałów. Jednak programy opcyjne stały się źródłem wielu patologii w spółkach, co w szczególności uwidoczniło się w USA – kraju, gdzie były one najbardziej powszechne. Tam też w ostatnich latach pogląd o niezawodności opcji menedżerskich na akcje jako skutecznego instrumentu *corporate governance* został zrewidowany. Poniżej zostanie zaprezentowana argumentacja kwestionująca przydatność opcji menedżerskich jako instrumentu minimalizacji kosztów agencji.

Po pierwsze, opcje menedżerskie na akcje mogą zaburzać politykę dywidendową spółki. Menedżerowie posiadający opcje mają osobiste powody za minimalizowania wypłacanych dywidend. Dywidendy zmniejszają wartość przedsiębiorstwa, a więc po wypłaceniu dywidendy agentowi ciężiej jest uzyskać określony w umowie opcji cel, po którego osiągnięciu może zrealizować opcje (zakupić określoną ilość akcji po ustalonej cenie). Choć teoretycznie możliwe jest skonstruowanie kontraktu menedżerskiego przewidującego opcje na akcje, niezaburzającego polityki dywidendowej, w praktyce

jest to bardzo skomplikowane. Badania empiryczne prowadzone w latach 1992-2009³⁷⁰ wskazują, że istnieje negatywna zależność między opcjami menedżerskimi na akcje a wysokością dywidendy wypłacanej akcjonariuszom, przy czym zależność ta jest mniejsza w spółkach, które są systematycznymi płatnikami dywidendy, natomiast większa w przypadku spółek, które wypłacają dywidendę niesystematycznie.

Po drugie, koszt opcji na akcje dla spółki jest wyższy niż wartość tej opcji dla menedżera. Koszt opcji jest równy wartości rynkowej akcji, na które umowa opcji opiewa w momencie jej wykonania (ponieważ tyle za akcję jest gotowy zapłacić zewnętrzny inwestor). Z kolei dla menedżera opcja ta jest mniej warta, gdyż najczęściej nie może on akcji sprzedać, czy dokonywać krótkiej sprzedaży (dla dywersyfikacji swojego ryzyka inwestycyjnego). Dlatego opcje są relatywnie drogim instrumentem motywacyjnym (choć w wielu spółkach są one postrzegane jako instrument *de facto* darmowy)³⁷¹.

Po trzecie, przyznanie opcji menedżerom zwiększa ryzyko przewartościowania spółek. W spółce przewartościowanej wartość rynkowa wszystkich jej akcji jest o 100% lub więcej wyższa od faktycznej wartości spółki. Z tego powodu spółka nie jest w stanie osiągnąć takiej efektywności, jakiej spodziewają się po niej uczestnicy rynku oceniając jej możliwości na podstawie wartości rynkowej akcji (gdyż to właśnie wartość akcji jest głównym źródłem informacji dla zewnętrznego inwestora). Z czasem staje coraz trudniejsze utrzymanie wyników spółki, które usprawiedliwiałyby wyniki giełdowe. Jeśli zarząd w porę nie „zresetuje” wartości spółki – grozi jej bankructwo³⁷². Opcje na akcje stanowią kolejną (obok zagrożenia, że inwestorzy niewłaściwie odczytają komunikat zarządców, zagrożenia ze strony konkurencji, zagrożenia utraty prestiżu firmy) pobudkę dla menedżerów, aby nie podejmować żadnych działań mających na celu ustabilizowanie sytuacji spółki. Jeśli „zresetują” oni wartość spółki ich akcje drastycznie stracą na wartości lub nie będą mogli swoich opcji w ogóle zrealizować, gdyż zmienią się one w bezwartościowe opcje *out-of-the-money*.

Po czwarte, programy opcji menedżerskich na akcje sprzyjają manipulacjom ceną akcji przez menedżerów. Wśród opcji menedżerskich możemy wyróżnić opcje regularne – przyznawane w określonej dacie każdego roku (*scheduled options*) i opcje nieregularne – przyznawane w różnych datach, zgodnie z uznaniem przyznających (*irregular options*). Badania empiryczne prowadzone w amerykańskich spółkach z indeksu S&P 1500, na próbie 2800 spółek w latach 1998 do 2011 wskazują, że skumulowana anormalna stopa zwrotu (*cumulative abnormal stock return - CAR*) jest znacząco niższa w okresie 30 dni przed datą grantu, a znacząco wyższa po tej dacie (średnia różnica

³⁷⁰ A. Carrion, M. Kolay, *Do Managerial Stock Options Distort Dividend Policy?*, <http://home.utah.edu/~u0519018/Working%20Paper%20-%20DoOptionsDistortDividends%20-%2020110916.pdf>.

³⁷¹ M. C. Jensen, K. J. Murphy, *Remuneration...*, s. 38-39.

³⁷² *Ibidem*, s. 44-48.

ceny akcji w przeciągu od 30 dni przed datą grantu do 30 dni po tej dacie wynosiła dla opcji nieregularnych 8,16%, natomiast dla opcji regularnych 4,05%). Wskazuje to, że menedżerowie na różne dostępne sposoby wpływają na cenę akcji, by nabyć opcje po niższej cenie. Z badań tych wynika również, że po wprowadzeniu ustawy Sarbanesa-Oxleya (przewidującej m. in. wymogi ujawniania informacji o programach opcyjnych) wahania cen akcji związane z datą przyznania akcji menedżerskich zostały znacząco obniżone, przy czym manipulacje zostały efektywniej ograniczone w spółkach stosujących opcje regularne, a w mniejszym stopniu w spółkach przyznających opcje nieregularne³⁷³.

Po piąte, opcje menedżerskie zwiększają skłonności menedżerów do popełniania oszustw. Badania porównawcze programów opcji menedżerskich na akcje i programów przyznających akcje spółki wskazują, że menedżerowie wynagradzani opcjami na akcje są bardziej skłonni do oszustw (fałszowania dokumentacji księgowej, ukrywania strat, redukowania nadmiernych wskaźników zadłużenia) niż menedżerowie wynagradzani w akcjach, przy następujących założeniach:

- przyznania opcji o takiej samej wartości jak wartość akcji przyznanych w drugim przypadku,
- takiej samej efektywności wymiaru sprawiedliwości,
- takich samych kosztów korupcji (łapówki, fałszywy PR, zamówione analizy nierzetelnych audytorów)
- takiej samej straty wizerunkowej menedżera

w obu rozpatrywanych przypadkach³⁷⁴.

IV. Porównanie polskich spółek giełdowych stosujących programy opcyjne oraz niestosujących tych programów.

Dla stwierdzenia czy opisywane prawidłowości zachodzą również w warunkach polskich spółek przeprowadzono badania na próbie spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (**n**). Do próby dobrano taką samą ilość spółek stosujących programy opcji menedżerskich oraz niestosujących tych programów. Spółki do próby dobierane były parami z poszczególnych sektorów (jedna spółka stosująca opcje i jedna niestosująca z sektora). W badaniu uwzględniono zmiany w cenie akcji oraz kapitalizacji spółek ($\Delta x_t = \frac{x_t - x_0}{x_0} \cdot 100\%$) w okresie od 30 czerwca 2010 roku (x_0) do 12 września 2014 roku (x_t).

Wyniki badań wskazały, że:

³⁷³ L. Liu, H. Liu, J. Yin, *Stock Option Schedules and Managerial Opportunism*, <http://ssrn.com/abstract=2409955>.

³⁷⁴ M. Chesney, R. Gibson-Asner, *Stock Options and Managers' Incentives to Cheat*, <http://ssrn.com/abstract=651207>.

- a) w badanym okresie kapitalizacja spółek stosujących opcje wzrosła średnio o 24,50%, natomiast w spółkach niestosujących opcji spadła średnio o 36,25% ($\bar{X} = \frac{\sum_{i=1}^n \Delta x_i}{n}$),
- b) w badanym okresie cena akcji spółek stosujących opcje spadła średnio o 1,10%, natomiast w spółkach niestosujących opcji spadła średnio o 34,60% ($\bar{X} = \frac{\sum_{i=1}^n \Delta x_i}{n}$),
- c) w badanym okresie mediana (wartość środkowa) wzrostu (spadku) kapitalizacji spółek stosujących opcje wyniosła 2,725%, natomiast w spółkach niestosujących opcji mediana wzrostu (spadku) kapitalizacji wyniosła -39% ($Me = \frac{\sum_{i=1}^n \Delta x_i + 1}{2}$),
- d) w badanym okresie mediana (wartość środkowa) wzrostu (spadku) ceny akcji spółek stosujących opcje wyniosła -5,4%, natomiast w spółkach niestosujących opcji mediana wzrostu (spadku) ceny akcji wyniosła -35% ($Me = \frac{\sum_{i=1}^n \Delta x_i + 1}{2}$).

Z wyników powyższych można wyciągnąć wniosek, że w realiach polskich spółek giełdowych sprawdzają się hipotezy sformułowane powyżej, a to dążenie zarządu w spółkach, w których przyznane zostały opcje, do wzrostu cen akcji oraz wzrostu kapitalizacji spółki. W rezultacie zostaje zaburzona polityka dywidendowa. Oczywiście należy rozważyć również wpływ innych czynników na powyższe wyniki. Po pierwsze dopuścić należy możliwość, że tylko spółki, o pewniejszej sytuacji finansowej będą oferować opcje menedżerom i tylko w takich spółkach opcje menedżerskie będą *de facto* efektywnym instrumentem motywacyjnym). Po drugie, badany okres przypada na nietypowy czas dla spółek giełdowych, zapoczątkowany kryzysem finansowym roku 2008. Dla porównania przywołać można fakt, że indeks cenowy³⁷⁵ WIG20 w tym samym okresie wzrósł o 9,96% (w indeksie tym w 2012 roku nasycenie programami opcyjnymi wynosiło 65%)³⁷⁶, natomiast indeks dochodowy³⁷⁷ WIG wzrósł o 37,13%. Jednak nawet przy uwzględnieniu różnych czynników ekonomicznych, niezwiązanych z opcjami, uwidocznione powyżej wyraźne dysproporcje wskazują, że istnienie programów opcyjnych nie jest irrelewantne dla wyników finansowych spółek oraz notowań na rynku regulowanym.

V. Wnioski

Obecnie konstrukcja opcji menedżerskich jest dość mocno krytykowana, zwłaszcza w krajach anglosaskich. Mimo niewątpliwych zalet, jakie instrumenty te posiadają, ich nieumiejętne stosowanie

³⁷⁵ Przy obliczaniu wartości indeksu cenowego bierze się pod uwagę jedynie ceny zawartych w nim transakcji, nie uwzględnia się zaś dochodów z akcji (dywidend, praw poboru).

³⁷⁶ Trio Management, *Raport: Rynek opcji menedżerskich w Polsce. IV edycja*, s. 3.

³⁷⁷ Przy obliczaniu wartości indeksu dochodowego oprócz kursów akcji uwzględnia również prawa poboru i dywidendy.

grozi katastrofą. Obrazują to choćby losy takich spółek jak Enron, Waste Management Inc., Worldcom. Wymienione powyżej zagrożenia dla spółek, jak przeszacowanie, przeinwestowanie, skłonności menedżerów do maksymalizacji własnej użyteczności nawet kosztem naruszenia prawa, były dodatkowo akcelerowane przez mechanizm opcji menedżerskich na akcje. Mocna asymetria informacyjna i nieefektywność organów nadzorczych doprowadziły do krytycznych sytuacji. Z drugiej strony, w pewnym zakresie mechanizm opcji menedżerskich na akcje można połączyć z kryzysem finansowym, trwającym od roku 2008. Opcje motywowały menedżerów do podejmowania ryzyka, jednak nie zapewniały już mechanizmów, które hamowałyby to ryzyko na pewnym (niebezpiecznym) poziomie. Dlatego menedżerowie, dbając o wyniki zarządzanych firm, inwestowali w instrumenty finansowe, których mechanizmów do końca nie rozumieli, kierując się w większości przypadków jedynie wskazaniem agencji ratingowych. Załamanie na amerykańskim rynku instrumentów pochodnych spowodowało reakcję łańcuchową na całym świecie, zapoczątkowując obecny kryzys gospodarczy.

Należy zatem zrewidować sposób myślenia o menedżerskich opcjach na akcje. Owszem, mogą one być instrumentem minimalizacji kosztów agencji, jednak nie można ich stosować w tak niefrasobliwy sposób, jak do tej pory. Programy motywacyjne dla menedżerów należy konstruować na zasadzie „koszyka bonusów”, w którym obok akcji, premii opartych o kryteria lojalnościowe, rynkowe (kurs akcji) i nierynkowe (zysk operacyjny, EBITDA), mogą występować również opcje na akcje. W koszyku mogą także występować opcje *put*, które zostaną wykorzystane przez spółkę w przypadku nieuczciwego zachowania menedżera. Jak widać możliwości motywowania menedżerów jest bardzo dużo, ważne jest zatem, aby mądrze z nich skorzystać.

O autorze

Krzysztof Tapek jest doktorantem w Katedrze Polityki Gospodarczej Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Jagiellońskiego.

Streszczenie

Konflikt agencyjny występuje w wielu strukturach, w których doszło do rozdziału kapitału od zarządzania. Jedną z takich struktur są spółki kapitałowe, w tym w szczególności spółki akcyjne. Dla niwelacji konfliktu agencyjnego konieczne jest ponoszenie tzw. kosztów agencji. Prezentowanych jest wiele instrumentów, które mają pomóc w minimalizacji tychże kosztów. Mają one swoje źródło zarówno w ustawach, jak i w pozaustawowych mechanizmach ekonomicznych. Jednym z najszerzej stosowanych są opcje menedżerskie na akcje -instrument, który ma ujednolicić cele menedżerów i właścicieli. W ostatnim czasie, zwłaszcza po kryzysie finansowym roku 2008 opcje menedżerskie spotkały się z krytyką, a ich stosowanie zostało uznane za jedną z przyczyn kryzysu. W artykule podjęta zostanie próba odpowiedzi na pytanie czy menedżerskie opcje na akcje rzeczywiście stanowią efektywne narzędzie minimalizacji kosztów agencji w spółkach akcyjnych. Wnioski zostaną zestawione z badaniami empirycznymi przeprowadzonymi na próbie spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Summary

Agency conflict occurs in many entities, in which management is divided from capital. One of such entities are companies, in particular joint-stock companies. To minimize the agency conflict it is necessary to bear the agency costs. There are proposed various instruments aiming to minimize the agency costs. They originate from legal acts as well as from economical instruments. One of frequently used instruments are managerial stock options – the instrument aiming to unify the aims of managers and principals. Recently, especially after the financial crisis from 2008, managerial stock options are strongly criticised. Their usage was considered to be one of the crisis' causes. In current article the author will try to answer the question if managerial stock options are efficient instrument minimizing the agency costs in joint-stock companies. The conclusions will be compared with data acquired as a consequence of empirical research conducted on the joint-stock companies listed on Warsaw Stock Exchange.