

Recenzja
rozprawy doktorskiej mgr Michała Bartłomiejczyka
pt. „Executive remuneration and corporate performance. Evidence from the Warsaw
Stock Exchange companies”
napisanej pod kierunkiem naukowym dr hab. Marii Aluchny, prof. nadzw. SGH

Podstawę formalną do sporządzenia recenzji pracy doktorskiej mgr Michała Bartłomiejczyka pt. „*Executive remuneration and corporate performance. Evidence from the Warsaw Stock Exchange companies*”, stanowi pismo z dnia 29.09.2018, Dziekan Kolegium Gospodarki Światowej Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, prof. dr hab. Marzeny Weresy.

I. Określenie trafności wyboru i oryginalności problemu badawczego

Podjęta w rozprawie doktorskiej mgr Michała Bartłomiejczyka problematyka badawcza jest ważna i aktualna. Jej walory poznawcze związane są z podejmowanymi od wielu lat próbami identyfikacji i oceny zależności występujących między wynagrodzeniami naczelnej kadry kierowniczej a wynikami ekonomicznymi spółek. Doświadczenia kryzysu z początku XX wieku oraz ostatniego kryzysu finansowego pokazują jaki może być zasięg i globalne konsekwencje nieefektywnych praktyk stosowanych w ramach polityki wynagradzania menedżerów. Należy też podkreślić walor aplikacyjny rozprawy. Wyniki badań prowadzonych na próbie polskich spółek publicznych mogą dostarczyć interesujących wniosków dla potrzeb inicjatyw legislacyjnych mających na celu modyfikację istniejących i tworzenie nowych standardów nadzoru korporacyjnego na polskim rynku kapitałowym. W tym kontekście każda próba opisu i oceny zjawiska, jakim jest polityka wynagradzania kadry kierowniczej zasługuje na uznanie.

Badania poświęcone tej problematyce były i są prowadzone od wielu lat. Różne zespoły badawcze prowadzące analizy na próbach spółek funkcjonujących w różnych krajach i w ramach różnych systemów nadzoru korporacyjnego, stosujące różne narzędzia analiz statystyczno-ekonometrycznych, różne metody definiowania zmiennych używanych w badaniu i różne specyfikacje modeli, wskazują na występowanie diametralnie odmiennych relacji między badanymi kategoriami. Kluczowe znaczenie w tych badaniach ma związek między wysokością wynagrodzeń kadry kierowniczej a wynikami ekonomicznymi spółki. Dodatnia korelacja między tymi kategoriami mogłaby stanowić argument na poparcie tezy

formułowanej na gruncie teorii agencji, zgodnie z którą łagodzenie konfliktu interesów między akcjonariuszami a menedżerami jest możliwe przez zastosowanie systemów motywacyjnych opartych na wynikach.

Wyniki badań empirycznych są niejednoznaczne, co zostało podkreślone we Wstępie do rozprawy (s. 9). Są badania wskazujące na występowanie istotnej pozytywnej zależności, takie, w których nie stwierdzono żadnego związku, ale również można spotkać badania, w których zostały zidentyfikowane istotne a zarazem negatywne zależności między wysokością wynagrodzeń kadry kierowniczej a wynikami ekonomicznymi spółek. Należy jeszcze podkreślić, że tego rodzaju analizy są prowadzone przede wszystkim dla spółek funkcjonujących w ramach tzw. anglosaskiego modelu nadzoru korporacyjnego. Brakuje również kompleksowych badań w Polsce, zwłaszcza poświęconych wpływowi wynagrodzeń osób zarządzających spółkami na wyniki ekonomiczne. Zgadzam się zatem z przesłankami inspirującymi Autora do podjęcia takiego tematu badawczego. W tym kontekście można stwierdzić, że udało mu się prawidłowo zidentyfikować istniejącą lukę badawczą w obrębie piśmiennictwa światowego oraz polskiej literatury naukowej poświęconej tej problematyce.

II. Ocena poprawności i kompletności celu oraz hipotezy badawczej

Przyjęta konstrukcja metodologiczna (cel, hipoteza badawcza, układ rozprawy) wiążą ze sobą w sposób logiczny rozważania teoretyczne oraz część empiryczną. Podstawowym celem rozprawy jest **ocena relacji występujących między wynagrodzeniem prezesów zarządów spółek notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych a wynikami ekonomicznymi spółek mierzonych zmianami wartości rynkowej** (s. 6). Realizacja tak sformułowanego celu polega na weryfikacji hipotezy badawczej:

- Całkowite wynagrodzenie prezesa zarządu jest dodatnio skorelowane z wynikami spółki mierzonymi za pomocą wartości rynkowej dla spółek notowanych na Warszawskiej Giełdzie papierów Wartościowych, z wyłączeniem spółek finansowych.

Hipoteza ta została poddana empirycznej weryfikacji.

Oceniając cel rozprawy należy stwierdzić, że został on ujęty w sposób zawężony, ponieważ ogranicza się tylko do rozważań prowadzonych w warstwie empirycznej. Tymczasem trzy pierwsze rozdziały obejmują wiele ważnych i interesujących kwestii, które z jednej strony nawiązują do celu głównego, ale zarazem mogły zostać zaakcentowane w postaci celów szczegółowych. Przykładami takich celów byłoby wskazanie roli polityki

wynagradzania menedżerów w alternatywnych teoretycznych ujęciach nadzoru korporacyjnego, identyfikacja determinant wynagrodzeń kadry kierowniczej spółek i in.

III. Ocena merytoryczna

Przedstawiona do recenzji rozprawa doktorska została napisana w języku angielskim i obejmuje 264 stron, z czego tekst zasadniczy liczy 214 stron. Na treść rozprawy składają się: wstęp, cztery rozdziały, wnioski końcowe, bibliografia, spis tabel, wykresów i formuł, wykaz użytych skrótów oraz narzędzi statystycznych, trzy załączniki.

Treść recenzowanej pracy odpowiada jej tytułowi. Ogólna struktura pracy jest prawidłowa. Poszczególne rozdziały są ze sobą powiązane w logiczny sposób i występują w we właściwej kolejności. Warstwa teoretyczna obejmuje trzy rozdziały zawierające krytyczną reasumpcję literatury poświęconej problematyce nadzoru korporacyjnego, teoriom wynagrodzeń, polityce wynagradzania kadry kierowniczej. W rozdziale empirycznym Autor dokonał analizy wynagrodzeń osób zarządzających spółkami publicznymi w Polsce oraz oceny zależności między wynagrodzeniem całkowitym prezesa zarządu a wartością rynkową spółki. Każdy z rozdziałów pracy kończy się podsumowaniem i najważniejszymi autorskimi wnioskami płynącymi z prowadzonych rozważań.

Wstęp zawiera wymagane w pracy naukowej elementy: uzasadnienie wyboru tematu, cel pracy, hipotezę, zastosowane metody badawcze oraz charakterystykę każdego z rozdziałów.

Rozdział pierwszy został poświęcony prezentacji kluczowej z punktu widzenia tematu rozprawy koncepcji jaką jest nadzór korporacyjny, a także tworzących system nadzoru mechanizmów i standardów, wśród których bardzo ważnym jest polityka wynagradzania kadry kierowniczej. Rozdział rozpoczyna się od przeglądu definicji nadzoru korporacyjnego. Jest to zasadne ze względu na różnorodność ujęć definicyjnych, akcentujących różne cele jakie stoją przed instytucjami nadzorczymi i standardy, za pomocą których te cele są realizowane. Doktorant trafnie wskazuje na dwie kluczowe perspektywy funkcjonowania korporacji – podejście akcjonariusza lub interesariusza. Wybór jednej z tych perspektyw ma istotne implikacje jeśli chodzi o nadrzędny cel korporacji i wynikające z tego zasady konstruowania systemów motywowania kadry kierowniczej spółek.

Kolejny fragment pierwszego rozdziału przedstawia charakterystykę teorii wynagradzania oraz modeli nadzoru korporacyjnego. Wspólnym wątkiem prowadzonych tutaj rozważań jest wskazanie alternatywnych relacji wiążących wynagrodzenia menedżerów

z wynikami ekonomicznymi spółek, biorąc pod uwagę różne teoretyczne koncepcje przedstawiające zasady funkcjonowania korporacji. Wydaje się, iż bardziej zasadne byłoby zebranie tych rozważań w formie jednego punktu. Zastosowane podejście powoduje, że na przykład teoria agencji pojawia się raz jako jedna z teorii wynagrodzeń, drugi raz jako model nadzoru korporacyjnego. Teoria zasobowa, czy też teoria kosztów transakcyjnych nie są traktowane jako teoretyczne ujęcia nadzoru korporacyjnego, tylko jako teorie wynagrodzeń. O tożsamości rozważań prowadzonych w pkt. 1.3. i 1.4. świadczy to, że ich tabelaryczne podsumowanie jest identyczne i ma formę wskazania, jaki obraz zależności między wynagrodzeniami czołowych funkcjonariuszy spółek a wynikami ekonomicznymi wyłania się z alternatywnych koncepcji teoretycznych.

Ostatni fragment pierwszego rozdziału poświęcony jest przedstawieniu mechanizmów nadzoru korporacyjnego z podziałem na wewnętrzne i zewnętrzne, a dodatkowo jeszcze wyróżnione zostały mechanizmy motywacyjne opisane szerzej w dalszych częściach pracy. Doktorant wspiera rozważania teoretyczne na temat mechanizmów kontrolnych prezentacją rekomendacji dotyczących dobrych praktyk nadzorczych mających swoje źródło w regulacjach środowiskowych: Zasadach Nadzoru Korporacyjnego OECD oraz tzw. Raporcie Cadburego. Te dwa dokumenty zawierają klasyczne spojrzenie na kwestie odnoszące się odpowiedzialności i zasad funkcjonowania rady spółki, będące reakcją na skandale korporacyjne z początku XX wieku. Zarazem biorąc pod uwagę doświadczenia kryzysu finansowego z lat 2008-2009, a także rozwiązania dedykowane dla polskich spółek publicznych, celowe byłoby wskazanie również rekomendacji zawartych w Zaleceniach Komisji Europejskiej z lat 2004 (913/EC), 2005 (162/EC) oraz 2009 (385/EC), przeniesionych do polskiego systemu legislacyjnego w formie zapisów polskich wersji Kodeksów Nadzoru Korporacyjnego. Rozdział pierwszy kończy podsumowanie, z którego wynika, iż Doktorant optuje za teorią agencji jako platformą teoretyczną, która będzie podstawą dalszych rozważań.

Rozdział drugi rozwija wiodący wątek badawczy, którym jest polityka wynagradzania kadry kierowniczej jako narzędzie nadzoru korporacyjnego. Pierwszy fragment tej części pracy zawiera charakterystykę mechanizmów nadzorczych dla czterech krajów: Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Niemiec i Polski. Wybór tych krajów jest uzasadniony. Dwa pierwsze reprezentują tzw. anglosaski system nadzoru korporacyjnego, w Niemczech i Polsce funkcjonuje system kontynentalny. Porównując te dwa systemy mgr Bartłomiejczyk wskazuje na ich najważniejsze cechy: orientacja rynkowa lub bankowa,

monistyczny lub dualistyczny układ instytucji nadzorczych, perspektywa akcjonariuszy lub interesariuszy. W tym zestawieniu brakuje jeszcze jednej różnicy, związanej ze strukturą własności i kontroli – rozproszonym akcjonariatem w modelu anglosaskim i skoncentrowanym w modelu kontynentalnym (s. 70). Niezrozumiała jest konkluzja (powtórzona na s. 118 i 212), że polski model ma charakter hybrydowy, ponieważ wszystkie jego najważniejsze cechy zdecydowanie pozycjonują go w modelu kontynentalnym.

Kolejny fragment rozdziału drugiego zawiera opis systemów wynagradzania naczelnej kadry kierowniczej dla spółek amerykańskich, spółek działających w wybranych krajach Unii Europejskiej oraz polskich spółek publicznych. Doktorant porównuje wysokość, strukturę, skład pakietów motywacyjnych wypłacanych menedżerom w różnych krajach. Na tej podstawie przedstawia cechy wskazujące na narodową specyfikę standardów polityki wynagradzania. Zarazem jednak konfrontuje praktykę biznesową obserwowaną w korporacjach z wnioskami formułowanymi na podstawie rozważań teoretycznych, przede wszystkim w ramach teorii agencji. Na przykład dane empiryczne pokazują występowanie trendu polegającego na mniejszej zależności dochodów otrzymywanych przez menedżerów od cen rynkowych akcji (s. 97). Zdaniem Doktoranta świadczy to o zbliżaniu bodźców motywacyjnych menedżerów i akcjonariuszy, ponieważ ci pierwsi nie są zainteresowani podejmowaniem nadmiernego ryzyka. We wcześniejszych rozważaniach odnoszących się do źródeł konfliktu interesów między akcjonariuszami i menedżerami wskazane były różne postawy wobec ryzyka dwóch stron kontraktu, awersja do ryzyka u menedżerów i skłonność do ryzyka u akcjonariuszy, którzy mają większą możliwość dywersyfikacji swoich aktywów. Między tymi dwoma twierdzeniami jest zatem sprzeczność.

Fakt, iż mniej niż jedna trzecia polskich spółek publicznych stosuje LTIP jako składnik pakietów motywacyjnych dla osób zarządzających Doktorant traktuje jako czynnik pogłębiający konflikt interesów między menedżerami a akcjonariuszami (s. 115). Wydaje się, iż ta konkluzja jest zbyt daleko idąca. W Polsce mamy do czynienia z wysoką koncentracją własności i kontroli, co oznacza, iż w większości spółek publicznych występuje akcjonariusz dominujący lub większościowy. W tej sytuacji rola kontraktu opartego na wynikach jako najważniejszego narzędzia zbliżającego preferencje stron kontraktu nie jest tak istotna, jak w spółkach działających w warunkach outsiderskiego (otwartego) modelu kontroli nad korporacją. Akcjonariusze dominujący mają szereg innych narzędzi służących do dyscyplinowania menedżerów i ograniczania ich oportunistycznych zachowań.

Jedną z ważnych konkluzji wynikających z przedstawionych w rozdziale drugim rozważań jest ta odnosząca się do jakości informacji o polityce wynagrodzeń ujawnianych przez spółki. Nawet w krajach charakteryzujących się znacznie większą transparentnością (Stany Zjednoczone, kraje Europe Zachodniej) badacze zajmujący się tą problematyką napotykają na bariery informacyjne wynikające z braku porównywalnych w skali różnych krajów i różnych spółek standardów ujawnień zarówno zasad wynagradzania czołowych menedżerów, jak również samych informacji o wysokości całkowitego wynagrodzenia, a także poszczególnych jego składników. Jest to szczególnie widoczne w przypadku komponentów odroczonej (akcji, opcji na akcje), dla których oszacowanie ich skutków finansowych dla menedżerów może być różne w zależności od przyjętego modelu wyceny. Na podobne problemy, ale w zdecydowanie większej skali napotykają badacze prowadzący takie analizy dla polskich spółek publicznych.

Rozdział trzeci rozprawy zawiera rozważania, które stanowią podstawę do konstrukcji modelu służącego do weryfikacji postawionej w rozprawie hipotezy badawczej. Rozdział zaczyna się od prezentacji różnych podejść wykorzystywanych do definiowania efektywności spółki. Przykłady zostały zaprezentowane w tabeli 3.2.1. Biorąc pod uwagę kluczowe znaczenie sposobu pomiaru wyników spółki dla prowadzonych dalej analiz empirycznych, wydaje się, iż podsumowanie tego fragmentu pracy, stwierdzające, że to wartość rynkowa została wybrana jako wskaźnik efektywności, jest zbyt lakoniczne i wymagałoby szerszego uzasadnienia (s. 124).

Wśród czynników mających wpływ na efektywność spółki Autor wymienia czynniki wewnętrzne: wartości korporacyjne, elastyczność, pracowników i kierownictwo oraz czynniki zewnętrzne zaliczane do mikrootoczenia i makrootoczenia organizacji. Opisując politykę kadrową Autor optuje za modelem sukcesji na stanowiskach czołowych menedżerów polegającym na wyborze kandydata wewnętrznego, osoby zatrudnionej w organizacji (s. 129). W literaturze wskazywane są również atuty kandydatów zewnętrznych: nowe idee, świeżość spojrzenia, większa łatwość inicjowania zmian, sukcesy odnoszone na poprzednich stanowiskach. Ma to szczególne znaczenie w sytuacji, kiedy firma przechodzi kryzys i potrzebuje radykalnych zmian.

Kolejny fragment rozdziału trzeciego jest poświęcony prezentacji determinant wynagrodzeń czołowych funkcjonariuszy spółek. Ważną konstatacją wynikającą z tych rozważań jest podkreślany przez Doktoranta fakt występowania sprzężenia zwrotnego między kluczowymi zmiennymi będącymi przedmiotem analiz (s. 133). Weryfikowana w rozprawie

hipoteza badawcza wskazuje na wpływ wynagrodzeń na wyniki ekonomiczne. Zarazem wynik, rentowność spółki jest jednym z czynników decydujących o wysokości wynagrodzeń otrzymywanych przez osoby kierujące spółkami. Dodatkowo w dyskusji przedstawiane są inne czynniki, takie jak sprzedaż, aktywa, zadłużenie, które są brane pod uwagę przy ustalaniu dochodów menedżerów. Będą one pełnić funkcję zmiennych kontrolnych w prowadzonej w następnym rozdziale analizie empirycznej.

Bardzo ważną częścią trzeciego rozdziału jest fragment zawarty w pkt. 3.4., w którym zostały zaprezentowane wyniki badań empirycznych tożsamy z wiodącym problemem badawczym rozprawy, odnoszących się do wpływu wynagrodzeń kadry kierowniczej na wyniki spółek. Wnioski z tego przeglądu literatury powinny być podstawą do budowy modelu służącego do weryfikacji hipotezy badawczej. Po pierwsze mgr Bartłomiejczyk wskazał na najczęściej wykorzystywane w tego rodzaju badaniach metody pomiaru efektywności, którymi są wskaźniki: ROA, ROE, stopa zwrotu z akcji, TSR, wskaźnik Q Tobina w jego oryginalnej lub zmodyfikowanej postaci, czy też rentowność operacyjna aktywów (rzadziej). Po drugie przedstawiony przegląd zawiera listę zmiennych służących do określenia wysokości wynagrodzeń menedżerów, w tym przede wszystkim prezesa zarządu lub dyrektora generalnego. Zazwyczaj jest to wynagrodzenie całkowite, oraz poszczególne jego składniki, w tym dochody wynikające z programów partycypacji we własności. Są też badania, w których wynagrodzenie jest określone w sposób względny. Trzecim ważnym aspektem jest lista zmiennych kontrolnych używanych w badaniach: wielkość spółki, mierzona sumą aktywów lub przychodami ze sprzedaży, sektor, zmienne opisujące struktury własnościowe spółek, charakterystyki rad spółek oraz osób zarządzających. Doktorant wskazuje też na stosowane w badaniach opóźnienia czasowe między analizowanymi zmiennymi. Syntetyczne ujęcie tego przeglądu literatury zostało przedstawione w dwóch tabelach 3.4.1 oraz 4.4.1. Wydaje się, iż obie tabele powinny być umieszczone jako podsumowanie rozdziału 3. Przyjęty przez Doktoranta układ prezentacji tych treści powoduje, że dyskusja przedstawiona w pkt. 4.2. oraz 4.4.2 w części jest powtórzeniem rozważań umieszczonych w pkt. 3.4.

Rozdział czwarty stanowi najważniejszą, oryginalną część rozprawy, w której zostały przedstawione wyniki badań empirycznych mających na celu weryfikację przyjętej w pracy hipotezy badawczej. Badanie zostało przeprowadzone dla lat 2011-2015 na próbie liczącej od 337 do 363 spółek publicznych, z całkowitą liczbą obserwacji wynoszącą 1768. Roztropnym posunięciem było wykluczenie z badania spółek sektora finansowego. Doktorant słusznie

uzasadnił to specyfiką sprawozdawczości finansowej tego rodzaju podmiotów, znacznie większym stopniem lewarowania oraz większymi wymogami regulacyjnymi odnoszącymi się do polityki wynagradzania kadry kierowniczej w bankach (s. 177).

W badaniu zostały użyte dane pochodzące z jednostkowych sprawozdań finansowych. Było to podyktowane możliwością zebrania porównywalnych danych. Wydaje się, iż w przypadku spółek, które same nie prowadzą żadnej działalności operacyjnej, a jedynie administrują spółkami zależnymi, obraz sytuacji finansowej i majątkowej zawarty w sprawozdaniu jednostkowym może być zniekształcony (zaniżone przychody, suma bilansowa, wynik finansowy itp.). W próbie znalazła się na przykład spółka, której roczne przychody wynoszą 11 000 zł, w innej suma bilansowa jest równa 10 000 zł (tabela 4.5.1). W takiej sytuacji sprawozdania skonsolidowane są bardziej wiarygodnym źródłem informacji.

Zmienną objaśnianą w modelu jest wartość rynkowa spółki (kapitalizacja) na koniec roku. Uzasadnieniem jest teoria efektywnych rynków, zgodnie z którą cena akcji odzwierciedla wszystkie dostępne informacje, a także możliwość uzyskania tego rodzaju danych dla spółek publicznych. Wybór takiego miernika efektywności rodzi pewne wątpliwości. W żadnym z licznych badań empirycznych, na które powołuje się Doktorant nie zastosowano takiego podejścia. We wszystkich przytaczanych przykładach były to mierniki względne bazujące na informacjach księgowych (ROA, ROE) lub rynkowych (Q Tobin, stopa zwrotu z akcji). Użycie logarytmu naturalnego wpływa tylko na interpretację oszacowanych parametrów strukturalnych modelu (elastyczności). Zmienną objaśnianą jest całkowite wynagrodzenie prezesa zarządu. Autor słusznie podkreśla, że niska jakość ujawnień informacji dotyczących polityki wynagradzania osób zarządzających uniemożliwia użycie innych zmiennych pokazujących np. poszczególne składniki wynagrodzeń, w tym przede wszystkim LTIP.

Lista zmiennych kontrolnych obejmuje aktywa, przychody ze sprzedaży, sektor (zmienne zerojedynkowe), wskaźnik wartość rynkowa do wartości księgowej oraz wskaźnik zadłużenia. Kontrola ze względu na wielkość spółki jest oczywiście uzasadniona, ale należałoby zastosować tylko jedną zmienną kontrolną, a nie dwie, które są ze sobą silnie skorelowane. W żadnym z cytowanych badań nie były używane jednocześnie aktywa i przychody. Pewne wątpliwości budzi fakt, iż Autor nie użył zmiennych kontrolnych charakteryzujących strukturę własnościowe badanych spółek. W większości przywoływanych badań empirycznych wskaźniki koncentracji własności były wykorzystywane. Dodatkowym argumentem przemawiającym za celowością włączenia do analizy tego rodzaju zamiennych

jest wysoki stopień koncentracji własności i kontroli w polskich spółkach publicznych, który umożliwia praktycznie dla każdej spółki identyfikację typu akcjonariusza dominującego. W rozważaniach przedstawionych w pkt. 2.3.4 ta kwestia była podnoszona. Argument braku danych (s. 202 i 209) jest dyskusyjny ponieważ tego rodzaju informacje są dostępne w bazie danych wykorzystywanej w badaniu (INTERIA), ale również spółki publiczne mają obowiązek ujawniania akcjonariuszy notyfikowanych. Jest zatem możliwość zebrania tych informacji dla wszystkich spółek objętych badaniem. O znaczeniu typu akcjonariusza dominującego świadczy fakt, iż w jednej z wersji modelu zostały wyłączone spółki kontrolowane przez państwo (s. 204). Brakuje wyjaśnienia, dlaczego zdaniem Doktoranta badana zależność w takich spółkach może mieć odmienny charakter.

Wyniki przeprowadzonych estymacji nie potwierdziły hipotezy badawczej. W żadnym z analizowanych lat, dla bazowego modelu bez opóźnień czasowych, nie wystąpiła istotna statystycznie relacja między wynagrodzeniem prezesa zarządu a wartością rynkową spółki. Pewnym pocieszeniem może być to, że podobne wyniki otrzymali inni badacze zajmujący się tą samą problematyką. Wśród zmiennych kontrolnych statystycznie istotną zależność wykazały: aktywa (pozytywna korelacja), wskaźnik wartości rynkowej do wartości księgowej spółki (pozytywna korelacja) oraz wskaźnik zadłużenia (negatywna korelacja). Dodatkowo dla kilku zmiennych kontrolnych reprezentujących sektory wystąpiła pozytywna i statystycznie istotna zależność. Trudno jednak o wiarygodną interpretację tych wyników ponieważ na bazie rozważań czysto teoretycznych nie jest możliwe określenie przewidywanego charakteru takich zależności.

W Podsumowaniu pracy Doktorant zawarł syntezę najważniejszych jej elementów, w tym ustosunkował się do przyjętej hipotezy badawczej. Zaprezentowane wyniki badań empirycznych nie potwierdziły prawdziwości tej hipotezy. Otrzymane rezultaty zostały skonfrontowane z tezami formułowanymi na podstawie koncepcji teoretycznych. Zdaniem Doktoranta brak zależności między analizowanymi kategoriami świadczy o tym, że polityka wynagradzania osób zarządzających polskimi spółkami publicznymi nie prowadzi do łagodzenia konfliktu interesów między akcjonariuszami i menedżerami. Jest to interpretowane jako dowód na występowanie problemu agencji i małą skuteczność mechanizmów kontrolnych. O dojrzałości badawczej Doktoranta świadczy fakt, iż po pierwsze wskazuje, jakie mogą być jego zdaniem przyczyny wystąpienia tych mało satysfakcjonujących wyników (niska transparentność polityki informacyjnej polskich spółek publicznych, ograniczona liczba zmiennych kontrolnych). Po drugie przedstawia propozycje dalszych badań, w których

celowe byłoby wykorzystanie alternatywnych mierników efektywności spółek (zdecydowanie tak), a także bardziej szczegółowych informacji pokazujących poszczególne składniki pakietów wynagrodzeń otrzymywanych przez czołowych funkcjonariuszy spółek.

Reasumując, na podstawie przeprowadzonej oceny merytorycznej rozprawy, uważam, że jej cel, którym była: „...ocena relacji występujących między wynagrodzeniem prezesów zarządów spółek notowanych na Warszawskiej Gieldzie Papierów Wartościowych a wynikami ekonomicznymi spółek mierzonych zmianami wartości rynkowej” został zrealizowany, pomimo braku pozytywnej weryfikacji przyjętej hipotezy badawczej.

IV. Ocena formalnej strony pracy

Strona formalna pracy nie zawiera poważnych uchybień. Rozprawa jest napisana poprawnym, precyzyjnym i komunikatywnym językiem. Przypisy są konstruowane prawidłowo. Tabele w sposób czytelny zawierają syntezę prezentowanych treści oraz ilustrują najważniejsze wyniki badań empirycznych.

W kilku przypadkach opis pozycji bibliograficznych jest niepełny (np. Bettis, Bizjak, Kalpathy lub Korn, Ferry), brakuje dat dostępu do stron internetowych lub jest to prezentowane w różny sposób, w części monografii nie jest podane miasto wydania, w czasopismach stosowane są różne formaty (Vol., v., sam numer tomu), opis aktów normatywnych jest niejednolity, a ich wykaz niepełny (brakuje np. Kodeksu Spółek Handlowych).

Drobne potknięcia redakcyjne występują sporadycznie i nie dotyczą niedostatecznej precyzji terminologicznej, a wynikają przede wszystkim z błędów natury językowej, gramatycznej czy stylistycznej (przykłady poniżej). Można np. odnieść wrażenie, że Doktorant zbyt często używa czasu Present Perfect (wiele przykładów na s. 121 i następnych). Bardziej poprawny byłby czas Past Simple. Uwagi odnoszące się kwestii redakcyjnych i językowych nie obniżają wysokiej oceny strony formalnej pracy.

company's' (s. 54), should be valued same (s. 63), executives are performing poor, there are not too much other executives (s. 64), in the comparison companies (s. 128), the influence is weaker manager-controlled firms (s. 151), the equation ... is following (s. 157), only the companies who published (s. 176), the companies who specify (s. 185).

V. Ocena wykorzystywanych w rozprawie źródeł literaturowych

Rozprawa została osadzona w bogatych, dobrze dobranych źródłach bibliograficznych, wśród których znajdują się znaczące publikacje poświęcone wybranej problematyce badawczej. Na bibliografię składa się 240 pozycji. Są wśród nich liczne monografie i wydawnictwa ciągłe, w tym wiele anglojęzycznych, akty normatywne, źródła statystyczne, strony internetowe. Ocena ilościowa zastosowanych źródeł jest utrudniona ze względu na fakt, iż Autor nie podzielił ich na jednorodne grupy, tylko przedstawił jeden wspólny wykaz.

Doktorant korzysta ze źródeł literaturowych w sposób świadczący o dużej sprawności warsztatowej. Dzięki temu otrzymujemy kompleksowy, celowy oraz krytyczny przegląd piśmiennictwa. Istotnym atutem pozycji bibliograficznych użytych w rozprawie jest sięganie przez Autora przede wszystkim do źródeł pierwotnych. Dotyczy to zwłaszcza trzech pierwszych rozdziałów. Umożliwia to własną interpretację prezentowanych treści.

VI. Uwagi szczegółowe

- s. 29 – „the agency relationship gives rise to such problems as the information asymmetry”, to nie problem agencji jest przyczyną asymetrii informacji, ale asymetria informacji jest jednym ze źródeł problemu agencji;
- s. 30, 35, 62 – „the most optimal fee”, „the most optimal form”, „more optimal use of capital” – „najbardziej optymalne” oznacza „najbardziej najlepsze”;
- s. 36 – „external stakeholders, such as owners, supervisory board”, właściciele, akcjonariusze częściej są traktowani jako wewnętrzni interesariusze; rada nadzorcza jest instytucją nadzoru korporacyjnego a nie interesariuszem;
- s. 57 – „the two-tier system ... allows for the proper separation of the management function from the **corporate governance function**” – dwupoziomowy model nadzoru oznacza oddzielenie funkcji zarządczych od funkcji nadzorczych, sformułowanie „corporate governance function” odnosi się do tych dwóch funkcji (patrz definicja CG na s. 19);
- s. 58 – „financial institutions are more likely **to borrow** to the companies they control” – powinno być „lend”;
- s. 59 – „strong position of employees leads to higher quality of production” – to twierdzenie wymagałoby krótkiego uzasadnienia;

- s. 65 – „long-term motivational programs” – w literaturze częściej jest stosowany termin „Long-Term Incentive Plans” (LTIP), który jest używany w dalszej części rozprawy;
- s. 70 – typologia modeli nadzoru korporacyjnego została ograniczona do dwóch: anglosaskiego i kontynentalnego; zgadzam się ze twierdzeniem, że są to dwa główne modele, ale należałoby również wymienić inne modele: łaciński i japoński;
- s. 72 – lakoniczna uwaga na temat aktów prawnych regulujących zasady funkcjonowania banków w USA nie wyjaśnia roli jaką pełnią banki w strukturze właścicielskiej amerykańskich spółek;
- s. 74 – The Sherman Antitrust Act został uchwalony w roku 1890 a nie 1980;
- s. 85 – „compensation is defined as the money received by an employee” – definicja ta została zawężona do pieniężnych składników pakietów wynagrodzeń, należałoby jeszcze dodać składniki niepieniężne (fringe benefits), które zresztą są opisywane w dalszym fragmencie;
- s. 134 – rozważania prowadzone w punkcie 3.3.2 powinny być odnoszone nie do „labor market”, ale „managerial labor market”;
- s. 166 – powodem wykorzystywania w badaniach empirycznych spółek publicznych jest ich większa transparentność, a nie to, że muszą publikować sprawozdania on-line; wiele z badań, na które powołuje się Doktorant było prowadzonych w czasach „przedinternetowych”;
- s. 202 – w statystykach opisowych (tabela 4.5.1) bardziej wskazane byłoby używanie mediany niż średniej arytmetycznej; jeżeli średnia to powinna być ważona np. sumą bilansową lub przychodami; na przykład średni wskaźnik zadłużenia w roku 2015 wyniósł 14.72; ten wynik z pewnością został zniekształcony przez jedną obserwację dla spółki, w której zobowiązania ponad 1500-krotnie (!) przekraczają poziom aktywów;
- s. 205 – ponieważ estymacje parametrów modelu były przeprowadzone na próbie przekrojowej, oddzielenie dla każdego roku, nie było potrzeby wyznaczania statystyki Durбина-Watsona, służącej do testowania zjawiska autokorelacji składnika losowego; przyjęcie innej kolejności dla obserwacji użytych w badaniu dałoby inną wartość tego testu;
- s. 208 – w komentarzu do wyników estymacji Doktorant wskazuje na brak współliniowości między zmiennymi objaśniającymi; ten wniosek powinien zostać uzupełniony o tabelę pokazującą współczynniki korelacji dla każdej pary zmiennych.

VII. Ocena ogólna i wnioski

Podjęty w recenzowanej rozprawie problem badawczy jest niezwykle ważny i aktualny. Należy docenić magistra Michała Bartłomiejczyka za zainteresowanie się tak złożoną problematyką badawczą. Udowodnił bardzo dobrą znajomością teorii i modeli służących do opisu procesów składających się na nadzór korporacyjny, wykazując w ten sposób wiedzę w dyscyplinie naukowej nauki o zarządzaniu. W warstwie empirycznej pracy Doktorant zademonstrował umiejętność wykorzystania narzędzi analiz ilościowych do weryfikacji samodzielnie sformułowanych hipotez badawczych. Świadczy to o zdolności magistra Bartłomiejczyka do prowadzenia pracy naukowej.

Zważywszy na całokształt zaprezentowanych w pracy rozważań, uważam, iż recenzowana rozprawa stanowi oryginalne rozwiązania problemu naukowego, jakim jest ocena wpływu polityki wynagradzania kadry kierowniczej na wyniki ekonomiczne spółek. Najważniejszymi atutami pracy są:

1. Dokonanie kompleksowego, kompetentnego i krytycznego przeglądu piśmiennictwa poświęconego problematyce polityki wynagradzania kadry kierowniczej spółek, wypracowanie na tej podstawie modelu służącego do oceny wpływu wynagrodzeń menedżerów na efektywność spółek, który został użyty dla potrzeb analiz empirycznych.
2. Przeprowadzenie własnych, oryginalnych badań empirycznych z wykorzystaniem autorskiego modelu ekonometrycznego i prezentacja wyników pokazujących wpływ wynagrodzenia kadry kierowniczej na wartość rynkową spółek, przy wykorzystaniu obszernego materiału badawczego obejmującego obserwacje zebrane dla próby polskich spółek publicznych.

Za pewną słabość rozprawy uważam to, iż zastosowana w części empirycznej metodologia badawcza nie do końca była osadzone we wnioskach płynących z obszernych studiów literaturowych. Reasumując, zważywszy na całokształt zawartych w rozprawie rozważań, stwierdzam, że zamieszczone w recenzji uwagi i zastrzeżenia nie wpływają na moją ostateczną wysoce pozytywną ocenę pracy doktorskiej magistra Bartłomiejczyka.

W konkluzji końcowej stwierdzam, że przygotowana przez magistra Michała Bartłomiejczyka rozprawa doktorska zatytułowana „Executive remuneration and corporate performance. Evidence from the Warsaw Stock Exchange companies” spełnia wymogi określone Ustawie z dnia 14 marca 2003 roku o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki. Tym samym rozprawa może stanowić podstawę do ubiegania się o nadanie stopnia naukowego doktora nauk ekonomicznych w dyscyplinie nauk o zarządzaniu. Wnoszę zatem o jej dopuszczenie do publicznej obrony.