

Dorota Podedworna-Tarnowska

Opcyjne programy motywacyjne w systemach wynagradzania menedżerów wyższego szczebla

International Journal of Management and Economics 33, 266-285

2012

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

Dorota Podedworna-Tarnowska
Katedra Zarządzania Wartością SGH

Opcyjne programy motywacyjne w systemach wynagradzania menedżerów wyższego szczebla

Wprowadzenie

Kreacja systemów motywacyjnych pojawiła się w spółkach publicznych jako rezultat oddzielenia praw własności przedsiębiorstwa od zarządzania nim. Mają one na celu zbliżenie perspektywy właścicieli i agentów oraz zminimalizowanie istniejącego między nimi konfliktu interesów. W wyniku bezpośredniego włączenia menedżerów do udziału w efektach wzrostu firmy oczekuje się dążenia do maksymalizowania jej wartości. Systemy motywacyjne służą jednak również zatrzymaniu najlepszych, najbardziej wydajnych i strategicznych pracowników¹. Kreowanie wartości i zarządzanie nią, w dużym stopniu uzależnione jest zatem od swoistego rodzaju interesariuszy firmy, jakimi są menedżerowie. Wzrost wartości firmy wynikający z ich działań przekłada się nie tylko na ich indywidualne profity, ale także ma wpływ na relacje z wieloma innymi interesariuszami (m.in. inwestorami, dostawcami i odbiorcami).

Genezy systemów motywacyjnych można doszukiwać się w problemie konfliktu interesów zaobserwowanym przez A.A. Berle i G.C. Meansa² i sformalizowanym w pracach m.in. M.C. Jensena i W.H. Mecklinga³ oraz E.F. Famy⁴ jako teoria agencji. Według niej, działania wynajętych menedżerów najwyższego szczebla nie są zbieżne z celami właścicieli, a w skrajnych przypadkach mogą nawet prowadzić do destrukcji wartości przedsiębiorstw. Problemem wynagrodzeń menedżerów zajęli się w latach 80. M.C. Jensen i K.J. Murphy, którzy na podstawie badań przeprowadzonych w amerykańskich spółkach wykazali brak istotnego związku między wysokością wynagrodzenia prezesów a wartością spółek⁵. Wniosek swój wyciągnęli na podstawie korelacji tempa wzrostu wartości spółek i tempa wzrostu wynagrodzeń płaconych prezesom. Okazało się bowiem, że na każdy tysiąc dolarów wzrostu rynkowej wartości firmy w danym roku wynagrodzenie prezesa wzrastało przeciętnie tylko o 3 dolary⁶. W badaniach podjętych 10 lat później J. Liebman and B. Hall wskazali, że do końca lat 90. powiązanie płacy z wynikami firm skutkowało blisko dziesięciokrotnym wzrostem wynagrodzeń prezesów w porównaniu do lat 80. Autorzy ci uzasadniali to „namnożeniem się” opcji menedżerskich⁷. Z kolei obserwacje poczynione przez K.J. Murphyeego, wskazywały na różnorodność i heterogeniczność praktyk wypłat w różnych firmach, branżach, krajach oraz w różnym czasie⁸.

Interesującą tezę w tej kwestii postawili L. Bohdanowicz i J. Jeżak, na podstawie przeprowadzonych przez nich w Polsce badań mocno zakorzenionych w teorii agencji. Oceniając efektywność funkcjonowania spółek na podstawie trzech miar księgowych, tj. rentowności aktywów netto (ROA), rentowności kapitału własnego (ROE) i stopy wzrostu aktywów (SAR) oraz jednej miary rynkowej, a mianowicie stopy zwrotu dla inwestorów z inwestycji w walory danej spółki (TSR), potwierdzili pozytywną korelację między wielkością udziału we własności członków zarządów a wartością aktywów polskich spółek giełdowych, co ich zdaniem wiązało się z chęcią uzyskiwania wyższych wynagrodzeń⁹.

Proces konstrukcji systemów motywacyjnych, użyte narzędzia oraz proces realizacji są niezwykle skomplikowane. Jednym z rodzajów takich świadczeń są opcje menedżerskie. Choć znane od dawna w rozwiniętych gospodarkach, nie są jeszcze rozpowszechnione na szeroką skalę w naszym kraju. Obecnie w Polsce stają się coraz częściej wykorzystywanym narzędziem motywowania kluczowych menedżerów w spółkach publicznych. Jednocześnie w naszym kraju rośnie liczba zarówno wprowadzanych programów, jak i spółek, które te programy wprowadzają. Wprawdzie badania prowadzone przez różne instytucje się różnią, to jednak większość z nich potwierdza, że największy odsetek programów funkcjonuje w branży finansowej. Najszybciej tego typu programy wdrożyły spółki z kapitałem zagranicznym w ramach globalnego planu motywacyjnego opracowanego przez zagraniczną spółkę matkę. Programy takie funkcjonują też prawie we wszystkich spółkach należących do funduszy *private equity*¹⁰.

Celem artykułu jest przedstawienie charakterystycznych cech i znaczenia opcyjnych programów motywacyjnych w systemach wynagradzania menedżerów wyższego szczebla w ramach koncepcji zarządzania wartością oraz ich funkcjonowania w Polsce. Zawarto w nim przykład konstrukcji programu motywacyjnego, który został zaimplementowany w spółce Polimex-Mostostal SA., notowanej na GPW w Warszawie.

Cele systemów motywacyjnych w koncepcji VBM¹¹

Konstrukcja opcyjnych programów motywacyjnych, jak i szerzej, systemów wynagrodzeń menedżerów, jest pochodną wielu parametrów. Celem tych systemów jest przede wszystkim pozyskiwanie menedżerów i ich efektywne motywowanie. Programy te powinny być konstruowane w taki sposób, aby skutecznie motywować menedżerów do zachowań zgodnych z celami spółki i akcjonariuszy, ale jednocześnie aby mogły zaspokajać jego indywidualne cele. To motywowanie menedżerów do wydajności powinno spełniać dwa warunki¹²:

- 1) promować gotowość i zdolność do podejmowania i rozwiązywania nowych problemów w sposób twórczy i nowatorski, nagradzać umiejętności wykorzystania pojawiających się szans i okazji oraz elastycznego przystosowania do zmieniających się warunków;
- 2) wspierać interesy właścicieli, co oznacza, że menedżerowie myślą i działają, jak właściciele i inwestorzy, przy równoczesnej trosce o własny dobrobyt.

Wpływ na programy motywacyjne mają następujące elementy:

- 1) związane z parametrami pracy:
 - a) treści i wymagania pracy,
 - b) potencjał kompetencyjny,
 - c) efekty pracy,
 - d) oczekiwania pracowników,
 - e) postrzeganie wynagrodzeń przez pracowników;
- 2) związane z parametrami firmy:
 - a) możliwości finansowe firmy,
 - b) strategia firmy,
 - c) strategia zarządzania kapitałem ludzkim,
 - d) forma kontroli spółki,
 - e) sektor działalności,
 - f) typ własności,
 - e) faza rozwoju,
 - f) wielkość firmy,
 - g) typ kultury organizacyjnej;
- 3) związane z otoczeniem zewnętrznym:
 - a) rynek pracy i inne realia społeczne,
 - b) dobre obyczaje,
 - c) przepisy prawa.

TABELA 1. Cele systemów motywacyjnych w koncepcji VBM

Cele systemu	Uzasadnienie
Powiązanie systemu ocen i motywacji pracowników z realizacją celów organizacji zawartych w strategii VBM	Jedynie wewnętrzna spójność całego systemu VBM zapewnia jego efektywne funkcjonowanie (według najlepszych praktyk)
Motywowanie menedżerów, aby czuli się właścicielami firmy	Jedynie ekonomiczna identyfikacja z interesami akcjonariuszy pozwala na działania pomnażające bogactwo
Wzmocnienie poczucia odpowiedzialności wśród kadry kierowniczej za wyniki osiągnięte w długim okresie	Częste dbanie menedżerów wyłącznie o osiągnięcie korzyści krótkoterminowych, co w dłuższej perspektywie może działać na szkodę spółki
Upowszechnienie zasady i zapewnienie zrozumienia oraz akceptacji systemu motywacyjnego przez kadrę kierowniczą, aby menedżerowie znali swoją rolę w podnoszeniu wartości spółki	Koncentracja menedżerów na osiąganiu najlepszych rezultatów, a nie próbach obchodzenia jego zasad

Źródło: K. Sowińska-Bonder, D. Fietkiewicz, Motywowanie menedżerów do realizacji wzrostu wartości, [w:] Value Based Management. Koncepcje, narzędzia, przykłady, red. A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartosiewicz, Poltext, Warszawa 2008, s. 161.

System motywacyjny powinien upowszechniać zasady VBM i wesprzeć rozumienie ich działania, aby każdy objęty nim pracownik znał swoją rolę w kreowaniu wartości dla akcjonariuszy (tabela 1).

Programy motywacyjne w modelach wynagrodzeń

Model wynagradzania kluczowych menedżerów na świecie, ale też i w Polsce, jest zdecydowanie odmienny od struktury płacy pozostałych pracowników i składa się z:

- elementów stałych, takich jak płaca zasadnicza i inne świadczenia (np. samochód, mieszkanie itp.),
- elementów zmiennych krótkookresowych i długookresowych.

W koncepcji zarządzania wartością firmy w kontekście zastosowań systemów motywacyjnych najważniejszą rolę odgrywa wynagrodzenie zmienne. Jest ono z reguły wypłacane nieregularnie, a co najważniejsze – jest uzależnione od indywidualnych osiągnięć menedżera bądź też całej firmy. Uznaje się, że skłania ono menedżerów do współuczestniczenia w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa. Dlatego umożliwia ono zarazem wzrost wynagrodzeń menedżerów bez jednoczesnego stałego podwyższania kosztów wynagrodzeń¹³.

Zmienne elementy wynagrodzenia mogą mieć charakter krótkoterminowy (wszelkiego rodzaju premie, prowizje, ale też papiery wartościowe, opcje na akcje itp.) lub długoterminowy (wszelkiego rodzaju programy mające głównie wymiar własnościowy, tzw. programy uwłaszczeniowe w postaci przyznawanych akcji, opcji na akcje itp., ale również, choć znacznie rzadziej, gotówkowy w postaci odroczonej premii). Elementy krótkoterminowe należy uznać za motyvatory o słabszej sile oddziaływania na tworzoną wartość w długim okresie, gdyż zwykle uzależnione są od osiągnięcia krótkookresowych (rocznych) celów. Jest to więc kontrowersyjny element wynagrodzenia, który może prowadzić do manipulacji bieżącymi wynikami kosztem długoterminowego rozwoju firmy i zwrotu dla akcjonariuszy przez zaangażowanie w działania o dużym stopniu ryzyka. Natomiast elementy długoterminowe uzależnione są od realizacji długookresowych celów i wyników firmy oraz odpowiedniego okresu pozostawania w stosunku pracy. To one właśnie przez zbliżenie celów zarządu i właścicieli dają najlepsze rezultaty z punktu widzenia ich oddziaływania na uczestnictwo kierownictwa firmy w procesie kreowania wartości.

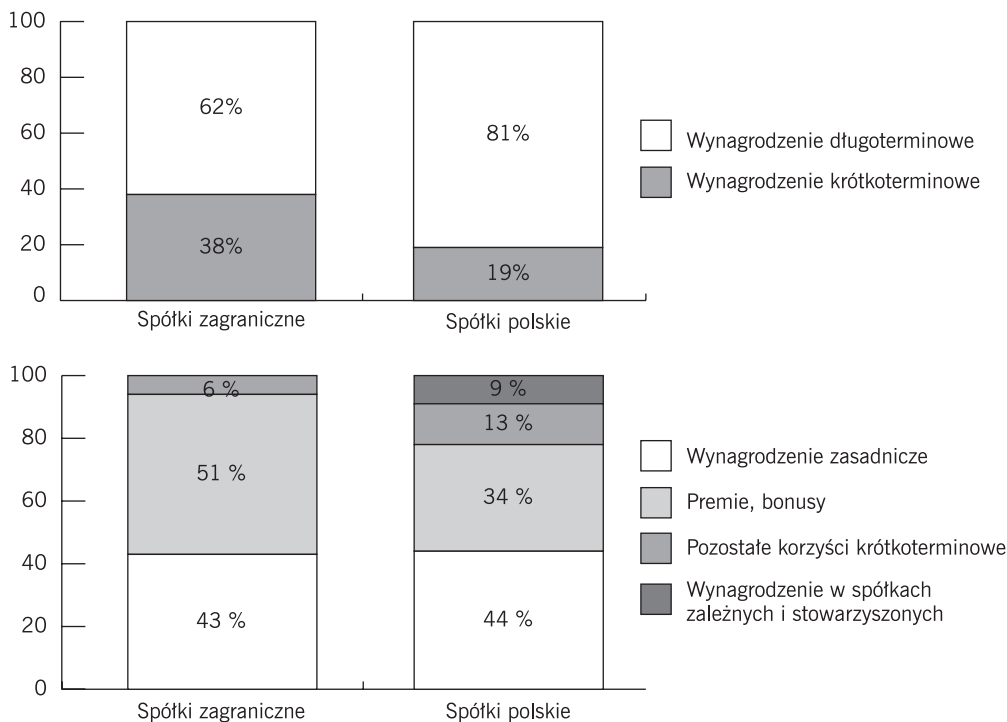
Wśród modeli wynagrodzeń wyróżnić można:

- dominację wynagrodzeń stałych,
- dominację wynagrodzeń zmiennych,
- mieszaną strukturę wynagrodzeń.

W zakresie polityki wynagradzania następuje istotna zmiana trendów, czego dowodzą badania firmy Hay Group¹⁴, które wskazują, że po pierwsze, 39 % firm na całym świecie zwiększyło lub zamierza zwiększyć udział zmiennego wynagrodzenia w pakie-

tach wynagrodzeń swoich pracowników. Po drugie, strategię dotyczące wynagrodzeń zmiennych stają się obiektem zainteresowania kadry zarządzającej i wskazuje na to aż 55 % badanych firm. Po trzecie, przedsiębiorstwa dostosowują systemy premiowania do strategii biznesowej. Deklaruje to aż 61 % firm, zaś nieco rzadziej wymieniana jest chęć poprawy wydajności organizacyjnej i usprawnienia działania zespołów (40 %). Po czwarte, premie są znacznie bardziej powiązane z wynikami finansowymi, a firmy stawiają sobie coraz bardziej wymagające cele. Ponad połowa (51 %) badanych firm do określenia wynagrodzenia zależnego od wyników wykorzystuje w większym stopniu wskaźniki finansowe, takie jak: przychody, zysk i sprzedaż, a w zaledwie 9 % firm kładzie się większy nacisk na zadowolenie pracowników. Po piąte, przy wprowadzaniu polityki dotyczącej zmiennego wynagrodzenia i mechanizmów jego przyznawania daje się zauważyć większy nacisk na mierzenie zwrotu z inwestycji, jaką stanowią przyznane premie. Jedno na pięć przedsiębiorstw już rozpoczęło wprowadzanie tych zmian w ciągu ostatnich dwóch lat i prawie dwa razy więcej (36 %) badanych planuje je wprowadzić w ciągu najbliższych dwóch lat.

RYSUNEK 1. Struktura wynagrodzenia w polskich i zagranicznych spółkach



Źródło: Wynagrodzenia prezesów największych spółek giełdowych. Polska na tle regionu. Raport Deloitte, s. 11, <http://www.deloitte.com/>.

Struktura wynagrodzenia w polskich i zagranicznych firmach różni się znacząco. Z badań przeprowadzonych przez firmę Deloitte¹⁵ wynika, że:

- udział wynagrodzenia długoterminowego jest prawie dwukrotnie niższy niż w spółkach zagranicznych,
- pomimo podobnego udziału płacy zasadniczej, spółki zagraniczne przyznają dużo wyższe premie niż pozostałe korzyści w porównaniu do spółek polskich,
- w Polsce przyznawane papiery wartościowe mają tylko w około 20 % wartości pakietu charakter długoterminowy, reszta programu zawiera elementy krótkoterminowe (rysunek 1).

Rodzaje opcji menedżerskich

Opcje menedżerskie są opcjami kupna (*call*) na akcje pracodawcy, wystawionymi przez pracodawcę, a nabywanymi przez pracownika. Uprawniają one ich posiadacza do nabycia w przyszłości określonej liczby akcji po z góry ustalonej cenie. Przez analogię do opcji finansowej, opcja menedżerska może być typu europejskiego, a więc zrealizowana tylko w dniu wygaśnięcia, lub amerykańskiego, a więc jej realizacja może nastąpić w dowolnym momencie do dnia wygaśnięcia¹⁶. Ponadto, zarówno w teorii, jak i w praktyce, opcje można sklasyfikować również według innych kryteriów (tabela 2).

TABELA 2. Rodzaje opcji menedżerskich

Kryterium	Rodzaj
Termin osiągnięcia wyników	<ul style="list-style-type: none"> • opcje przyznawane za przeszłe wyniki • opcje przyznawane za przyszłe wyniki
Powiązanie ze wskaźnikami wpływającymi na cenę akcji	<ul style="list-style-type: none"> • opcje powiązane ze wskaźnikami wpływającymi na cenę akcji, np. EBIT • opcje niepowiązane ze wskaźnikami wpływającymi na cenę akcji
Adresat opcji	<ul style="list-style-type: none"> • przyznawane pracownikom spółki matki • przyznawane pracownikom spółek powiązanych
Zakres uprawnionych	<ul style="list-style-type: none"> • przyznawane zarządowi • przyznawane kluczowym menedżerom • przyznawane wszystkim pracownikom
Rodzaj emitenta akcji	<ul style="list-style-type: none"> • opcje na akcje spółki matki • opcje na akcje spółki powiązanej
Formy realizacji (narzędzia realizacji, nośnika)	<ul style="list-style-type: none"> • dodatkowa emisja akcji • emisja obligacji z pierwszeństwem objęcia akcji • emisja obligacji zamiennych na akcje • emisja warrantów subskrypcyjnych, skorzystanie z usług subemitenta

Źródło: Opracowanie własne.

Ponieważ opcje należące do zmiennych składników wynagrodzenia nie powodują wpływu gotówki na płace, często błędnie uznawane są za bezkosztowe części wynagrodzenia. Wynika to również z faktu, że przez wiele lat brak było jasnych reguł uznawania opcji jako kosztu księgowego wpływającego na wyniki spółek. Skłaniało to do ignorowania tych wydatków i prowadziło do zaniedbywania dokładnego obliczenia, jaka kwota przekazywana była uprawnionym menedżerom drogą opcji. Jednak, jak podkreślają M.C. Jensen i K.J. Murphy, dla spółki kosztem przyznania opcji zakupu jej akcji jest koszt alternatywny wynikający z rezygnacji ze sprzedaży tych opcji na rynku¹⁷.

Procedura realizacji programu motywacyjnego

Programy motywacyjne realizowane są na podstawie stosownego regulaminu, w ramach którego określa się następujące parametry¹⁸:

- osoby uprawnione do nabywania akcji lub sposób ich wyboru,
- warunki, jakie muszą być spełnione, aby nabyć opcję,
- warunki, jakie muszą być spełnione, aby osoby, które nabędą opcję, mogły nabyć akcje,
- ograniczenia w zbywalności akcji,
- warunki utraty opcji,
- warunki dziedziczenia nabytych akcji lub opcji,
- terminy przyznania oraz realizacji opcji,
- warunki wykupu akcji od subemitenta usługowego w razie nieprzyznania lub niezrealizowania opcji.

TABELA 3. Realizacja przykładowego programu opcyjnego

Subemisja usługowa	
Etap 1	Podjęcie uchwały walnego zgromadzenia w sprawie ustanowienia programu motywacyjnego oraz upoważnienie rady nadzorczej do uchwalenia regulaminu programu motywacyjnego
Etap 2	Podjęcie uchwały walnego zgromadzenia w sprawie emisji akcji, wyłączenia prawa poboru akcji przez dotychczasowych akcjonariuszy, wprowadzenia akcji do publicznego obrotu oraz upoważnienia zarządu spółki do zawarcia umowy o submisję usługową
Etap 3	Podjęcie uchwały przez radę nadzorczą spółki w sprawie ustanowienia regulaminu programu motywacyjnego oraz określenia listy osób uczestniczących w programie
Etap 4	Wprowadzenie akcji spółki do publicznego obrotu, uzyskanie zgody KNF na zasady dystrybucji akcji
Etap 5	Zawarcie umowy z podmiotem pełniącym funkcję subemitenta usługowego

cd. tabeli 3

Subemisja usługowa	
Etap 6	Subskrybowanie i opłacenie akcji przez subemitenta usługowego
Etap 7	Rejestracja podwyższenia kapitału zakładowego
Etap 8	Zbywanie akcji przez subemitenta usługowego osobom uprawnionym w ramach programu motywacyjnego
Emisja obligacji zamiennych	
Etap 1	Podjęcie uchwały walnego zgromadzenia w sprawie ustanowienia programu motywacyjnego oraz upoważnienie rady nadzorczej do uchwalenia regulaminu programu motywacyjnego
Etap 2	Podjęcie uchwały walnego zgromadzenia w sprawie emisji obligacji zamiennych, emisji akcji oraz wyłączenia prawa poboru akcji przez dotychczasowych akcjonariuszy
Etap 3	Podjęcie uchwały walnego zgromadzenia w sprawie wprowadzenia akcji oraz ewentualnie obligacji do publicznego obrotu oraz upoważnienia zarządu spółki do zawarcia umowy o submisję usługową
Etap 4	Podjęcie uchwały przez radę nadzorczą spółki w sprawie ustanowienia regulaminu programu motywacyjnego oraz określenia listy osób uczestniczących w programie
Etap 5	Skierowanie publicznej lub niepublicznej propozycji nabycia obligacji zamiennych, objęcie wszystkich obligacji, które mają być podstawą opcji przez podmiot pełniący funkcję powiernika; wprowadzenie do publicznego obrotu akcji spółki, na które będą zamieniane obligacje
Etap 6	Opłacenie obligacji przez powiernika usługowego
Etap 7	Przeniesienie własności obligacji na rzecz osób uczestniczących w programie
Etap 8	Zamiana obligacji na akcje i podwyższenie kapitału zakładowego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie C. Pyszkowski, Menedżerskie programy motywacyjne, [w:] Wycena i zarządzanie wartością firmy, red. A. Szablewski, R. Tuzimek, Poltext, Warszawa 2006, s. 432.

Wśród najbardziej znanych form realizacji programów opcyjnych wymienić można wykorzystanie submisji usługowej, emisję obligacji zamiennych, emisję obligacji z prawem pierwszeństwa. Na przykład, w Polsce w 2007 r. spośród 65 spółek, które ujawniły szczegóły programów motywacyjnych, w 17 z nich program uprawniał do objęcia obligacji zamiennych na akcje, w 3 opcji na akcje, w 17 warrantów subskrypcyjnych, a w pozostałych – akcji¹⁹. Należy pamiętać, że akcje obejmowane w wyniku realizacji opcji pochodzą z nowych emisji albo są wcześniej odkupione z rynku przez spółkę. W tabeli 3 pokazano przykładową procedurę realizacji programu opcyjnego z wykorzystaniem submisji usługowej oraz emisji obligacji zamiennych.

Kryteria przyznania i realizacji opcji menedżerskich

Właściwie zaprojektowane zasady wynagradzania, wiążące interes kadry zarządzającej z interesami akcjonariuszy, mają dla procesu tworzenia wartości kluczowe znaczenie. Cele motywacyjne menedżerów wynikają bowiem z ich kompetencji i konieczności zaangażowania, co wynika ze złożoności celów firmy. Problem ten podkreślał m.in. A. Rappaport, który twierdził, że na każdym poziomie odpowiedzialności organizacyjnej należy uwzględnić to, w jaki sposób powiązać wynagrodzenia z wynikami spółki²⁰.

W kontekście zagadnienia płacenia za wyniki istotna jest sama praca menedżera, która, jak pisał P.F. Drucker, „powinna wynikać z jakiegoś zadania służącego osiągnięciu celów firmy”²¹. Praca ta winna charakteryzować się najszerszym możliwym zakresem kompetencji i władzy oraz wносить mierzalny wkład w sukces firmy. Natomiast cele w sferze wydajności powinny być czynnikami, którymi kierują się menedżerowie w swoich działaniach i które stanowią przedmiot ich kontroli.

Kluczowym problemem w systemach motywacyjnych są również mierniki efektywności, które mogą mieć charakter krótkoterminowych wskaźników opartych na statycznej analizie danych księgowych oraz długoterminowych wielkości opartych na analizie modeli wzrostu wartości wynikających z map wartości poszczególnych firm. Dlatego w tym kontekście uwypukla się kwestia zaprojektowania kryteriów uczestnictwa w programie i jego realizacji. Kryteria te z jednej strony warunkują nabycie określonej puli opcji na akcje, a z drugiej są wyrazem interesów i planów rozwojowych firmy. Powinny ze sobą współgrać tak, jak w systemie tworzenia wartości dla akcjonariuszy konieczne jest zapewnienie zgodności między miernikami opartymi na wynikach krótkookresowe i miernikami oceniającymi procesy długoterminowe mające na celu maksymalizację wartości firmy²². Wśród tych kryteriów wyróżnia się:

- kryteria lojalnościowe – staż w firmie oraz aktualny status zatrudnienia,
- kryteria rynkowe – kurs akcji lub jego korelacja z indeksami giełdowymi, które w zasadzie są poza bezpośrednią kontrolą zarządu²³,
- kryteria nierynkowe – osiągnięte wskaźniki finansowe (np. zysk operacyjny, zysk netto, EBITDA), możliwe do kontrolowania przez zarząd.

Słusznie zauważa P. Urbanek, że niezależnie od szczegółowych rozwiązań, jakie zostaną przyjęte w konkretnym przypadku, mierniki te powinny²⁴:

- wyrażać efektywność korporacji, którą należy rozumieć jako dążenie do osiągania nadwyżki ekonomicznej oraz realizacji celów stawianych przed korporacją,
- mieć obiektywny charakter, co oznacza, iż wartość miernika powinna być efektem procesów obiektywnej wyceny zachodzącej na rynku kapitałowym, rynku produktów i czynników produkcji, rynku pracy menedżerów,
- być niepodatne na możliwość manipulowania nimi przez kierownictwo spółek, m.in. przez stosowanie procedur tzw. kreatywnej rachunkowości,
- zależeć od czynników będących w dużym stopniu pod kontrolą menedżerów.

Na aspekt wynagrodzeń menedżerów w kontekście powiązań wyników spółek z uwłaszczeniem menedżerów zwracali uwagę wspomniani już autorzy L. Bohdanowicz i J. Jeżak. Wskazali oni potrzebę zbadania, czy spółki o dużych pakietach akcji w rękach menedżerów nie popadają w pułapkę wzrostu, dążąc do niego za wszelką cenę i równocześnie zaniedbując inne opcje strategiczne, np. wyróżnianie się na tle konkurencji w jakimś obszarze, m.in. rynkowym, technologicznym²⁵. To zagadnienie ma niebagatelne znaczenie, gdyż cele strategiczne firmy ewoluują, co potwierdzają m.in. badania Deloitte „Kondycja sektora dużych przedsiębiorstw 2010”, przeprowadzone na zlecenie Polskiej Konfederacji Pracodawców Prywatnych Lewiatan, wśród 388 aktywnych firm prywatnych i państwowych zatrudniających 250 osób i więcej, z siedmiu sekcji Polskiej Klasyfikacji Działalności (PKD)²⁶. Co ciekawe, prawie o połowę mniej firm niż rok wcześniej koncentrowało się na wzroście zysku (17,3 %) w porównaniu do 31,9 %, kiedy to cel ten miał znaczną przewagę nad innymi (tabela 4). Tylko 12,4 % zmierza do wzrostu wartości rynkowej wobec 18,4 % w poprzednim roku. Najwięcej spośród badanych przedsiębiorstw (25,1 %) za nadrzędny cel strategiczny uznało wzrost udziału w rynku, niewiele mniej stawia przede wszystkim na wzrost sprzedaży, a utrzymanie się na rynku jest celem 19,3 % przedsiębiorstw.

TABELA 4. Cele strategiczne przedsiębiorstw

Cel strategiczny	2009 (%)	2010 (%)
Wzrost zysku	31,9	17,3
Wzrost wartości rynkowej przedsiębiorstwa	18,4	12,4
Wzrost udziału w rynku	19,6	25,1
Wzrost sprzedaży	16,2	21,6
Utrzymanie się na rynku	10,1	19,3
Inny	3,8	4,3

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Szanse i zagrożenia rozwoju dużych firm w Polsce. Wyniki badania. Deloitte, PKPP Lewiatan, Warszawa 2011, s. 7.

Regulacje unijne w zakresie kształtowania i raportowania programów motywacyjnych

Prawidłowa konstrukcja pakietu wynagradzania menedżerów i otwartość informacyjna w tym zakresie stają się w obliczu wydarzeń ostatniego kryzysu coraz pilniejszą potrzebą biznesową²⁷. Wynika to z konieczności ciągłego motywowania menedżerów do

tworzenia wartości przedsiębiorstwa w warunkach niepewności rynkowej, ale też przede wszystkim potrzeby odbudowy zaufania inwestorów do zarządów spółek. O ile bezdyskusyjna jest prawidłowa konstrukcja modelu wynagrodzeń, o tyle kwestia otwartości informacyjnej może okazać się pod pewnymi względami dość kontrowersyjna. Ujawnianie informacji o indywidualnych wynagrodzeniach i ich powiązaniach z określonymi celami może bowiem prowadzić do ryzyka erozji przewagi konkurencyjnej zarówno w zakresie kluczowych obszarów koncentracji działalności firmy, jej strategii, jak i z punktu widzenia utrzymania kluczowych menedżerów.

Choć polskie spółki plasują się dość wysoko pod względem ujawniania informacji, to i tak pozostają daleko w tyle za spółkami zlokalizowanymi w Europie Zachodniej czy USA. Trudno bowiem z informacji raportowanych przez spółki uzyskać szczegółowe dane na temat programów motywacyjnych w nich obowiązujących. Publikowane przez nie informacje nie są spójne, a co więcej, ich zakres jest często dość ograniczony w porównaniu do stanowiska Komisji Europejskiej, która stoi na straży pełnej transparentności polityki wynagrodzeń spółek publicznych. Według jej zaleceń, które wprowadzono do dokumentu „Dobrych praktyk spółek notowanych na GPW”, struktura wynagrodzeń powinna zawierać²⁸:

- wyszczególnienie zmiennych i stałych elementów wynagrodzenia,
- określenie kryteriów wydajności stanowiących podstawę wypłaty zmiennych składników wynagrodzeń i uprawnień do opcji na akcje, akcje,
- wskazanie związku między wydajnością a wynagrodzeniem,
- parametry oraz uzasadnienie systemu premii rocznych i wszelkich innych świadczeń niepieniężnych,
- opis systemów funkcjonowania dodatkowych programów emerytalnych;
- ograniczenie wysokości odprawy z tytułu rozwiązania umowy,
- powiązanie zmiennych składników wynagrodzenia ze z góry określonymi kryteriami wynikowymi, w tym o charakterze innym niż finansowy,
- odroczenie w czasie o kilka lat wypłaty zmiennych składników wynagrodzenia w znacznej wartości, przy jednoczesnym obwarowaniu jej warunkami związanymi z wynikami przedsiębiorstwa,
- zapewnienie możliwości odzyskania zmiennych składników wynagrodzenia wypłacanych na podstawie danych, które okazały się w oczywisty sposób nieprawdziwe.

W ocenie instytucji europejskich nieodpowiednia struktura pakietów wynagrodzeń obowiązujących w wielu instytucjach i zachęcających do nadmiernego do ryzyka w istotnej mierze przyczyniła się do kryzysu finansowego. Odpowiedzią na to są nowe regulacje zawarte w tzw. Dyrektywie CRD III, zobowiązujące przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz instytucje kredytowe (w praktyce przede wszystkim banki i domy maklerskie) do prawidłowego projektowania wynagrodzeń kierownictwa wyższego szczebla i osób podejmujących decyzje dotyczące ryzyka. Dyrektywa ta nakazuje między innymi²⁹:

- zapewnienie zgodności polityki wynagrodzeń z prawidłowym i skutecznym zarządzaniem ryzykiem, strategią działalności, celami, wartościami i długoterminowymi interesami firmy;
- powiązanie wysokości zmiennych składników wynagrodzenia oraz odprawy z tytułu wcześniejszego rozwiązania umowy z wynikami danego pracownika i ogólnymi długoterminowymi wynikami firmy;
- wprowadzenie elastycznej polityki dotyczącej zmiennych składników wynagrodzenia, która będzie pozwalała na odroczenie, a nawet całkowite wstrzymanie ich wypłat (co najmniej 50 % wynagrodzenia zmiennego wypłacane w akcjach lub powiązanych z nimi instrumentach albo odpowiadających im niepieniężnych instrumentach, co najmniej 40 % wynagrodzenia zmiennego rozłożona na okres nie krótszy niż 3 do 5 lat);
- zastosowanie specyficznych mechanizmów, tj. odebrania wcześniej wypłaconej premii (*clawback*) oraz obniżenia wynagrodzenia o odroczonym terminie płatności (*malus*) w sytuacji słabszych wyników finansowych danej instytucji;
- konieczność powołania komitetów ds. wynagrodzeń, które będą wydawać kompetentną i niezależną opinię na temat polityki i praktyki wynagrodzeń oraz zachęt wprowadzanych z myślą o zarządzaniu ryzykiem, kapitałem i płynnością.

Opcyjne programy motywacyjne w spółkach notowanych na GPW w Warszawie w latach 2003–2010

Programy opcji menedżerskich są bardzo popularne w krajach anglosaskich. W USA 95 % spółek o dochodach przekraczających 3 mld dolarów ma takie programy, w Wielkiej Brytanii – 93 %, a w Europie kontynentalnej – 63 %. W 2001 r. w Polsce było dwadzieścia działających programów wśród spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie³⁰. Na koniec czerwca 2007 r. programy opcji menedżerskich funkcjonowały wśród 29 % spółek publicznych³¹, a do 2010 r. wdrożono 230 programów opcyjnych w blisko 200 notowanych spółkach³².

Uczestnicy programu w spółkach giełdowych w Polsce otrzymują prawo do objęcia średnio 4,5 % akcji spółki na dzień uchwalenia programu. Głównymi adresatami programów opcji menedżerskich są zarządy. Aż 92 % wszystkich programów obejmuje tylko zarząd lub zarząd i kluczową kadre spółki, z czego zarząd otrzymuje średnio 56 % instrumentów z całej puli programu³³. Do rzadkości na polskim rynku należy obejmowanie programami motywacyjnymi rad nadzorczych, które występuje w 5 % spółek giełdowych. Zainicjowanie lub kontynuowanie programów dla członków rad nadzorczych w okresie 2009–2010 wystąpiło w 6 spółkach notowanych na rynku głównym, tj. GTC, Petrolinvest, Netii, MCI Management, Centrozap, Budopol Wrocław oraz w dwóch z rynku New Connect, tj. Microtech International i Wadex³⁴.

Przeciętny okres trwania programu, obejmujący czas między datą uchwały WZA o wprowadzeniu programu a ostatnim dniem jego realizacji, wynosi 4,5 roku. Przy 3-letnim okresie nabywania uprawnień średni okres realizacji programu wynosi 2,6 roku. Natomiast na świecie programy takie trwają zwykle od 3 do 9 lat.

Uczestnik programu motywacyjnego w Polsce musi najczęściej spełnić 2 warunki: warunek lojalnościowy i jeden warunek dodatkowy (w 66 % przypadków nierynkowy, w 34 % rynkowy). Najpopularniejszymi warunkami nierynkowymi są zysk netto (32 %) oraz EBITDA (28 %). Kryteria rynkowe pełnią głównie rolę kryteriów uzupełniających, a wśród nich najczęściej, bo aż w 54 % wykorzystywane są kryteria bazujące na wroście kursu akcji (kurs średni, stosunek kursu zamknięcia do ceny emisyjnej i inne). Popularne jest również kryterium odniesienia zwrotu z akcji do zwrotu z indeksu WIG (38 %). Wśród innych kryteriów rynkowych wyróżnia się na przykład wzrost wartości rynkowej spółki. Istnieją też programy, w których warunek lojalnościowy jest uzupełniony o dwa lub trzy warunki dodatkowe³⁵.

Analiza wartości programów wykazuje, że 80 % z nich jest „w pieniądzu” (*in-the-money*)³⁶ już w momencie uchwalenia. Pozostałych 20 % programów jest „poza pieniądzem” (*out-of-the-money*)³⁷, a opłacalność ich realizacji uzależniona jest od wzrostu kursu akcji do poziomu przekraczającego zakładaną cenę wykonania³⁸. Gdy ten wzrost nie nastąpi, realizacja programów jest nieopłacalna. Na przykład, w 2008 r. programy oparte na opcjach na akcje okazały się nieefektywne z powodu niespełnienia kryterium objęcia uprawnień albo cena wykupu była wyższa od aktualnego kursu akcji spółki³⁹. Wskutek kryzysu spółki nie realizowały zamierzonych celów na akceptowanym przez akcjonariuszy poziomie, a ponadto w tym okresie obserwowaliśmy znaczną korektę wyceny rynkowej wielu spółek.

Program motywacyjny Grupy Polimex-Mostostal SA na lata 2009–2011

Polimex-Mostostal SA jest firmą inżynierijsko-budowlaną. Spółka oferuje szeroki asortyment usług świadczonych na zasadach generalnego wykonawstwa dla branży chemicznej, rafineryjno-petrochemicznej, energetycznej, ochrony środowiska oraz budownictwa przemysłowego i ogólnego. Firma działa także w obszarze budownictwa drogowego i kolejowego oraz infrastruktury komunalnej. Polimex-Mostostal jest największym w Polsce producentem i eksporterem wyrobów stalowych – około 25 % sprzedaży spółki stanowi eksport. Działalność eksportowa wspierana jest przez międzynarodową sieć sprzedaży – przedstawicielstwa lub lokalnie zarejestrowane oddziały oraz zakłady produkcyjne za granicą (tabela 5).

Spółka Polimex-Mostostal S.A. zadebiutowała na GPW w Warszawie w 1997 r. Obecny kształt uzyskała w 2004 r., w wyniku fuzji dwóch firm: Polimex-Cekopu S.A. (funkcjonującej od 1945 r.) oraz Mostostal Siedlce S.A. (funkcjonującej od 1973 r.).

TABELA 5. Grupa Kapitałowa Polimex-Mostostal SA

Energetyka	Budownictwo	Drogi i koleje	Produkcja
WBP Zabrze Sp. z o.o. Fabryka Kotłów SEFAKO SA Pracownia Wodno-Chemiczna EKONOMIA Sp. z o.o. Centrum Projektowe Polimex-Mostostal Sp. z o.o.	Polimex-Development Kraków Sp. z o.o. Polimex-Mostostal Development Sp. z o.o. Zakład Budowlano-Instalacyjny „Turbud” Sp. z o.o. S.C. Coifer Impex SRL PrAT „Polimex-Mostostal Ukraina”	TORPOL Sp. z o.o. PRInż-1 Sp. z o.o. WBP Zabrze Sp. z o.o. PXM Projekt Południe Sp. z o.o.	Energomontaż-Północ Gdynia Sp. z o.o. Energop Sp. z o.o. S.C. Coifer Impex SRL Czerwonograd ZKM Fabryka Kotłów SEFAKO S.A. Grande Meccanica SpA

Źródło: <http://www.polimex-mostostal.pl/pl/grupa-kapitalowa/produkcja>.

W skład zarządu spółki wchodzi cztery osoby, w tym: prezes zarządu – dyrektor generalny, wiceprezes zarządu – dyrektor pionu operacyjnego, wiceprezes zarządu – dyrektor pionu restrukturyzacji i spraw osobowych, wiceprezes zarządu – dyrektor zakładu energetyki.

Założenia programu motywacyjnego przyjęto w lipcu 2008 r.⁴⁰ Objęto nim kluczową kadrę kierowniczą spółki oraz wybranych spółek z jej grupy kapitałowej⁴¹, tj. prezesa i członków zarządu spółki, członków kadry kierowniczej spółki, prezesów zarządów spółek zależnych. W programie ustalono, że spółka wyemituje 23 217 183 warrantów subskrypcyjnych przeznaczonych do nabycia przez osoby uprawnione. Posiadacze warrantów zostali uprawnieni do objęcia, w zamian za posiadane warranty, akcji serii J spółki. Warranty te przydzielane miały być w każdym z lat objętych programem, tj. 2009, 2010 i 2011 r., w wysokości maksymalnie po 7 739 061 warrantów, a więc po 33,33 %. Przeznaczono je do nabycia w następujący sposób:

- 25 % przez prezesa zarządu spółki,
- 25 % przez pozostałych członków zarządu spółki,
- 50 % przez kluczowych pracowników kadry menedżerskiej spółki i prezesów zarządów spółek zależnych od spółki.

Do nabycia przez osoby uprawnione we wszystkich latach trwania programu motywacyjnego przeznaczono maksymalnie 23 217 183 warrantów, tj. ok. 5 % obecnego kapitału zakładowego spółki. Natomiast liczba warrantów przeznaczonych do nabycia przez osoby uprawnione w poszczególnych latach trwania programu motywacyjnego jest różna i uzależniona od dynamiki wzrostu poszczególnych kryteriów przydziału (tabela 6).

Prawo do nabycia warrantów przez osoby uprawnione powstaje z chwilą spełnienia się w danym roku co najmniej jednego z kryteriów przydziału, które opierają się na osiągnięciu w poszczególnych latach wymaganych wzrostów następujących parametrów:

- skonsolidowana EBITDA/akcje spółki,
- skonsolidowany zysk netto/akcje spółki,
- wyrażona w punktach procentowych różnica między procentową zmianą kursu akcji spółki a procentową zmianą wartości indeksu WIG za dany rok trwania programu motywacyjnego.

TABELA 6. Kryteria przyznawania warrantów w programie motywacyjnym Polimex-Mostostal SA

Kryterium przydziału	Zysk netto/akcję	Liczba warrantów	EBITDA/akcję	Liczba warrantów	Różnica między średnim kursem akcji a kursem WIG	Liczba warrantów
2009	15	1 547 812	15	1 547 812	4 pp	1 547 812
	18	2 063 750	18	2 063 750	6 pp	2 063 750
	21	2 579 687	21	2 579 687	8 pp	2 579 687
2010	15	1 547 812	15	1 547 812	4 pp	1 547 812
	18	2 063 750	18	2 063 750	6 pp	2 063 750
	21	2 579 687	21	2 579 687	8 pp	2 579 687
2011	15	1 547 812	15	1 547 812	4 pp	1 547 812
	18	2 063 750	18	2 063 750	6 pp	2 063 750
	21	2 579 687	21	2 579 687	8 pp	2 579 687

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Uchwała nr 29 Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy Polimex-Mostostal S.A. z dnia 4 lipca 2008 r.

Warranty za dany rok obrotowy przydzielane są osobie uprawnionej pod warunkiem zatrudnienia tej osoby lub pełnienia przez nią w danym roku obrotowym funkcji członka lub prezesa zarządu przez okres co najmniej dziewięciu następujących po sobie miesięcy. Utrata prawa do nabycia warrantów za dany rok następuje w przypadku rozwiązania umowy o pracę lub kontraktu menedżerskiego za wypowiedzeniem złożonym przez osobę uprawnioną przed końcem danego roku obrotowego albo rozwiązania z osobą uprawnioną umowy o pracę na podstawie art. 52 lub 53 Kodeksu Pracy⁴² lub też rozwiązania kontraktu menedżerskiego z przyczyn leżących po stronie osoby uprawnionej, uzasadniających natychmiastowe rozwiązanie kontraktu menedżerskiego w dowolnym momencie danego roku.

Każdy warrant nabyty przez osoby uprawnione upoważnia do objęcia jednej akcji zwykłej na okaziciela serii J spółki, o wartości nominalnej 4 gr każda⁴³. Akcje zostaną wprowadzone do obrotu na rynku regulowanym na GPW w Warszawie oraz będą miały formę zdematerializowaną. Cena emisyjna akcji równa jest średniej arytmetycznej kursów zamknięcia akcji spółki ze wszystkich sesji GPW w okresie od dnia 5 kwietnia 2008 r. do dnia 4 lipca 2008 r. włącznie. Realizacja prawa do objęcia akcji wynikającego z posiadania warrantów nabytych przez osoby uprawnione może nastąpić najwcześniej po upływie trzech lat od przyznania warrantów. Warranty mogą być zatem wykonane w następujących okresach:

- warrant przyznane za rok 2009: od 1 października 2013 do 31 grudnia 2016 r.,
- warrant przyznane za rok 2010: od 1 października 2014 do 31 grudnia 2016 r.,
- warrant przyznane za rok 2011: od 1 października 2015 do 31 grudnia 2016 r.

Zaprezentowany program jest w trakcie realizacji, dlatego jego skuteczność będzie można ocenić dopiero w przyszłości z uwagi na fakt, że nie zakończono jeszcze procesu przydziału warrantów za wszystkie objęte nim lata.

Podsumowanie

W zamian za wypracowanie ponadprzeciętnego wzrostu wartości firmy większość właścicieli gotowa jest do dodatkowego wynagrodzenia zatrudnianych pracowników, jednak należy mieć na uwadze, że implementacja programów motywacyjnych może również doprowadzić do destrukcji wartości. Ma to miejsce wówczas, gdy wypłata wynagrodzenia nie jest uzależniona od spełnienia warunków zbieżnych ze zinstytucjonalizowanymi systemami zarządzania wartością przedsiębiorstwa⁴⁴. Jak wskazano, w programach tych często zaniedbywane są na przykład cele strategiczne, co oznacza, że opcje udostępnianie są menedżerom bez istnienia w spółkach wyraźnej strategii prowadzącej do wzrostu wartości. W rezultacie powoduje to brak zrozumienia celu programu motywacyjnego, co jest jednym z podstawowych warunków jego prawidłowego funkcjonowania w ramach koncepcji VBM.

A. Cwynar słusznie zauważa, że w portfelu długookresowego wynagradzania powinny znaleźć się nie tylko opcje na akcje, ale także akcje, jak również odroczone premie, które są głównym bodźcem motywującym w okresach bessy na rynku kapitałowym⁴⁵. Z drugiej jednak strony premie należą do tego rodzaju motywatorów, które mają dość krótkotrwałą siłę oddziaływania, a więc w konsekwencji nie muszą powodować dbałości o rozwój firmy i wzrostu jej wartości w kolejnych okresach. Natomiast istotną zaletą opcji dla menedżerów jest to, że zwykle mamy do czynienia z krótkim okresem utrzymywania opcji przez menedżerów, zwykle nie dłuższym niż 3 lata, a ponadto to menedżer decyduje o momencie realizacji opcji, stając się jednocześnie właścicielem

spółki, ale też potencjalnym giełdowym graczem. Należy jednak pamiętać, że w okresach korekt wycen rynkowych wielu spółek, realizacja opcji na akcje często jest dla menedżerów nieopłacalna.

Prawidłowy model wynagrodzeń menedżerów wyższego szczebla, koncentrując uwagę na generatorach sukcesu organizacji, niewątpliwie umożliwi pozyskanie najlepszych osób z rynku w danej dziedzinie oraz związanie ich z firmą, ale przede wszystkim spaja ich cele z celami udziałowców. Konsekwencją prawidłowo przygotowanych i wdrożonych programów jest nie tylko zapewnienie rynkowego poziomu wynagrodzeń menedżerów, ale, poprzez odzwierciedlenie ich rzeczywistych osiągnięć w zarządzaniu przedsiębiorstwem, także wsparcie krótko- i długookresowych celów właścicieli.

Przypisy

¹ Potwierdziły to badania przeprowadzone w globalnej skali przez firmę Human Capital, z których wynika, że 79 % firm wprowadza programy opcji w celu połączenia interesów akcjonariuszy i pracowników, ale aż 47 %, aby motywować pracowników. Por.: Średnio 127 tys. zł zysku, „Rzeczpospolita”, 29.01.2001 r.

² A.A. Berle, G.C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan, New York 1932 (cyt. za: K.J. Murphy, *Executive Compensation*, April 1998, www.ssrn.com).

³ M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „*Journal of Financial Economics*” 1988, No 3, s. 305–360.

⁴ E.F. Fama, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, „*Journal of Political Economy*”, April 1980, Vol. 88, No. 2, s. 288–307.

⁵ M.C. Jensen, K.J. Murphy, *CEO Incentives – It’s Not How Much You Pay, But How*, *Harvard Business Review*, May–June 1990, No 3, s. 138–153.

⁶ M.C. Jensen, K.J. Murphy, *Performance Pay and Top-Management Incentives*, „*Journal of Political Economy*”, April 1990, Vol. 98, No 2, s. 225–264.

⁷ B.J. Hall, *Six Challenges in Designing Equity-Based Pay*, „*Journal of Applied Corporate Finance*” 2003, Vol. 15, No. 3, s. 21–33.

⁸ K.J. Murphy, *Executive...*, op.cit.

⁹ L. Bohdanowicz, J. Jeżak, *Własność menedżerska a wyniki finansowe polskich spółek publicznych*, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego* 2009, nr 534, s. 405–416.

¹⁰ IV Forum Rad Nadzorczych, 23.09.2010 r., www.forumradnadzorczych.pl.

¹¹ VBM – Value Based Management jest systemem zarządzania przedsiębiorstwem, który koncentruje się na wartości przedsiębiorstwa. Kluczowe elementy systemu VBM to tworzenie, mierzenie oraz zarządzanie wartością przedsiębiorstwa.

¹² M. Juchnowicz, *Wynagradzanie przedsiębiorczego menedżera*, [w:] *Przedsiębiorczy menedżer w przedsiębiorczej organizacji*, red. M. Laszuk, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2007, s. 187.

¹³ K. Sowińska-Bonder, D. Fietkiewicz, Motywowanie menedżerów do realizacji wzrostu wartości, [w:] Value Based Management. Konceptcje, narzędzia, przykłady, red. A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartosiewicz, Poltext, Warszawa 2008, s. 167.

¹⁴ Badanie przeprowadzono w maju 2010 r. i objęto nim ponad 1300 firm z 80 krajów. Jego celem było określenie najważniejszych trendów oraz aktualnych praktyk w zakresie systemów premiowania. Por.: Raport „Variable Pay”, Premie wciąż ważne, ale w nieco innej formie, <http://www.haygroup.com/pl/Press/Details.aspx?ID=27958>, 2.08.2010 r.

¹⁵ Wynagrodzenia prezesów największych spółek giełdowych. Polska na tle regionu. Raport Deloitte, s. 16, <http://www.deloitte.com/>

¹⁶ A. Fierla, Opcje na akcje, Difin, Warszawa 2004, s.10.

¹⁷ 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, „Finance Working Paper” 2004, No 44, (cyt. za: A. Cwynar, W. Cwynar, Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe, Polska Akademia Rachunkowości, WSiIZ, Warszawa–Rzeszów 2007, s. 233).

¹⁸ C. Pyszkowski, Menedżerskie programy motywacyjne, [w:] Wycena i zarządzanie wartością firmy, red. A. Szablewski, R. Tuzimek, Poltext, Warszawa 2006, s. 432.

¹⁹ Materiały Ernst&Young, www.prmia.org/.../2409_3023_Quickbooks%20Certified_presentation.pdf.

²⁰ A. Rapaport, Wartość dla akcjonariuszy, WIG-Press, Warszawa 1999, s. 126.

²¹ P.F. Drucker, Praktyka zarządzania, MT Biznes, Warszawa 2005, s. 215.

²² A. Rapaport, op.cit., s. 125.

²³ Potwierdzają to chociażby badania „Harvard Business Review”, które pokazują, że tylko 60 % prezesów w ogóle ma wpływ na wysokość kursu akcji. E. Twaróg, Opcje dla menedżera, „Puls Biznesu”, 9.09.2010 r.

²⁴ Konstruowanie pakietu wynagrodzeń menadżerów, wywiad z dr hab. P. Urbankiem, http://www.wynagrodzenia.pl/wywiady_1.php/wpis.10, 4.09.2007 r.

²⁵ L. Bohdanowicz, J. Jeżak, op.cit., s. 405–416.

²⁶ Szanse i zagrożenia rozwoju dużych firm w Polsce. Wyniki badania, Deloitte, PKPP Lewiatan, Warszawa 2011, s. 7.

²⁷ M. Mikołajek-Gocejna, Wynagrodzenia menedżerów – pierwsze wnioski płynące z kryzysu. Master of Business Administration, maj–czerwiec, Warszawa 2010, s. 99.

²⁸ E. Badowska-Domagala, Zasady wynagradzania w znowelizowanym dokumencie dobrych praktyk, „Przegląd Corporate Governance” 2010, nr 2(22), s. 26.

²⁹ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie zmiany dyrektyw 2006/48/WE oraz 2006/49/WE w zakresie wymogów kapitałowych dotyczących portfela handlowego i resekurytyzacji oraz przeglądu nadzorczego polityki wynagrodzeń (2010/76/UE).

³⁰ M. Pokojska, Trudne opcje, „CFO”, 21.02.2007 r.

³¹ Rynek opcji menedżerskich w Polsce. Raport Trio Management, Warszawa 2007, s. 3.

³² Rynek opcji menedżerskich w Polsce. Raport Trio Management, 2010, www.triomanagement.pl, 15.02.2011 r.

³³ Rynek opcji menedżerskich w Polsce. Raport Trio Management, 2007, s. 3.

³⁴ Wynagradzanie rad nadzorczych, „Przegląd Corporate Governance” 2010, nr 1, <http://corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/publikacje/wynagrodzeniarn1.pdf>, 15.02.2011 r.

³⁵ Rynek opcji menedżerskich w Polsce. Raport Trio Management, 2007, s. 8.

³⁶ Opcje kupna w cenie (*in-the-money*) są to opcje o cenie realizacji niższej od bieżącej ceny rynkowej akcji.

³⁷ Opcje kupna poza ceną (*out-of-the-money*) są to opcje o cenie realizacji wyższej od bieżącej ceny rynkowej akcji.

³⁸ Rynek opcji menedżerskich w Polsce. Raport Trio Management 2010, www.triomanagement.pl, 15.02.2011 r.

³⁹ Wynagrodzenia prezesów największych spółek giełdowych. Polska na tle regionu. Raport Deloitte, s. 14, <http://www.deloitte.com/> 15.02.2011 r.

⁴⁰ <http://www.polimex-mostostal.pl/pl/relacje-inwestorskie/raporty-biezace/2008/uchwaly-podjete-przez-zwz-polimex-mostostal-s.a.-w-dniu-04.07.2008>.

⁴¹ Kluczowa kadra menedżerska jest rozumiana jako zespół osób podejmujących istotne decyzje lub uczestniczących w tym procesie. Uznaje się za nie takie osoby, których działalność w znaczący sposób przyczynia się do rozwoju spółki, w tym w szczególności do zwiększenia jej przychodów i zysków.

⁴² Ustawa z dnia 26 czerwca 1974 roku Kodeks pracy, Dz.U. nr 24, poz. 141 z późn. zm.

⁴³ Wraz z uchwaleniem programu motywacyjnego ustalono, że w celu jego realizacji kapitał zakładowy spółki zostaje warunkowo podwyższony o kwotę nie więcej niż 928 687,32 złotych, przez emisję nie więcej niż 23 217 183 akcji na okaziciela serii J, o wartości nominalnej 4 gr każda.

⁴⁴ C. Pyszkowski, *op.cit.*, s. 402.

⁴⁵ A. Cwynar, Menedżerowie akcjonariuszami? 7 grzechów głównych konstruowania programów własności menedżerskiej, „CEO”, kwiecień 2007.

Bibliografia

Badowska-Domagała E., Zasady wynagradzania w znowelizowanym dokumencie dobrych praktyk, „Przegląd Corporate Governance” 2010, nr 2(22)

Bohdanowicz L., Jeżak J., Własność menedżerska a wyniki finansowe polskich spółek publicznych, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego 2009, nr 534

Cwynar A., Menedżerowie akcjonariuszami? 7 grzechów głównych konstruowania programów własności menedżerskiej, „CEO”, kwiecień 2007

Cwynar A., Cwynar W., Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe, Polska Akademia Rachunkowości, WSliZ, Warszawa-Rzeszów 2007

Drucker P.F., Praktyka zarządzania, MT Biznes, Warszawa 2005

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie zmiany dyrektyw 2006/48/WE oraz 2006/49/WE w zakresie wymogów kapitałowych dotyczących portfela handlowego i resekurytyzacji oraz przeglądu nadzorczego polityki wynagrodzeń (2010/76/UE)

Fama E.F., Agency Problems and the Theory of the Firm, „Journal of Political Economy”, April 1980, Vol. 88, No. 2

Fierla A., Opcje na akcje, Difin, Warszawa 2004

Hall B. J., Six Challenges in Designing Equity-Based Pay, „Journal of Applied Corporate Finance”, Spring 2003, Vol. 15, No. 3

Jensen M.C., Murphy K. J., CEO Incentives – It's Not How Much You Pay, But How, Harvard Business Review, May–June 1990, No 3

Jensen M.C., Meckling W.H., Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, „Journal of Financial Economics” 1988, No 3

Jensen M.C., Murphy K.J., Performance Pay and Top-Management Incentives, „Journal of Political Economy”, April 1990, Vol. 98, No 2

Laszuk M. (red.), Przedsiębiorczy menedżer w przedsiębiorczej organizacji, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2007

Mikołajek-Gocejna M., Wynagrodzenia menedżerów – pierwsze wnioski płynące z kryzysu, „Master of Business Administration”, maj–czerwiec, Warszawa 2010

Murphy K.J., Executive Compensation, April 1998, <http://www.ssrn.com>

Pokojska M., Trudne opcje, „CFO”, 21.02.2007 r.

Premie wciąż ważne, ale w nieco innej formie, <http://www.haygroup.com/pl/Press/Details.aspx?ID=27958>, 2.08.2010 r.

Rapaport A., Wartość dla akcjonariuszy, WIG-Press, Warszawa 1999

Rynek opcji menedżerskich w Polsce, Raport Trio Management, 2007

Rynek opcji menedżerskich w Polsce, Raport Trio Management, 2010, www.triomanagement.pl, 15.02.2011 r.

Średnio 127 tys. zł zysku, „Rzeczpospolita”, 29.01.2001 r.

Szablewski A., Pniewski K., Bartosiewicz B. (red.), Value Based Management. Koncepcje, narzędzia, przykłady, Poltext, Warszawa 2008

Szablewski A., Tuzimek R. (red.), Wycena i zarządzanie wartością firmy, Poltext, Warszawa 2006

Szanse i zagrożenia rozwoju dużych firm w Polsce. Wyniki badania, Deloitte, PKPP Lewiatan, Warszawa 2011

Twaróg E., Opcje dla menedżera, „Puls Biznesu”, 9.09.2010 r.

Ustawa z dnia 26 czerwca 1974 roku Kodeks pracy, Dz.U. nr 24, poz. 141 z późn. zm.

Wynagradzanie rad nadzorczych, „Przegląd Corporate Governance” 2010, nr 1, <http://corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/publikacje/wynagrodzeniarn1.pdf>, 15.02.2011 r.

Wynagrodzenia prezesów największych spółek giełdowych. Polska na tle regionu, Raport Deloitte, <http://www.deloitte.com/> 15.02.2011 r.

IV Forum Rad Nadzorczych, 23.09.2010 r., <http://www.forumradnadzorczych.pl>

Stock options programmes in remuneration systems of top executives

Summary

Approximation of perspectives of shareholders and agents and minimizing conflict of interests existing between them is the main reason of implementing long-term incentives programs. The process of maximizing company's value is leading by direct including top executives in participation of the effects of its growth. The key idea in executive stock options programs is linking the company's and individual measurements and using of non-financial criteria. The model of the top executives remuneration enables not only to attract the best specialists from the market and link them with the company, but firstly, it combines the purposes of the key employees with the purposes of shareholders as the result of concentration on generators of success of the organization.