

DOROTA PODEDWORNA-TARNOWSKA

OPCJE MENEDŻERSKIE JAKO DŁUGOTERMINOWE MOTYWATORY W KSZTAŁTOWANIU WŁAŚCICIELSKICH POSTAW MENEDŻERÓW WYŻSZEGO SZCZEBŁA

Wprowadzenie

U podstaw kreacji systemów motywacyjnych stoi oddzielenie praw własności przedsiębiorstw od zarządzania nimi. Problem konfliktu interesów zaobserwowany przez A.A. Berle i G.C. Meansa¹ i sformalizowany w pracach m.in. M.C. Jensena i W.H. Mecklinga² oraz E.F. Fama³ jako teoria agencji, według której działania wynajętych menedżerów najwyższego szczebla nie są zbieżne z celami właścicieli, a w skrajnych przypadkach mogą nawet prowadzić do destrukcji wartości przedsiębiorstw.

Zasadniczym powodem wprowadzania systemów motywacyjnych jest zbliżenie perspektywy właścicieli i agentów i zminimalizowanie istniejącego między nimi konfliktu interesów, a poprzez bezpośrednie ich włączenie do udziału w efektach tego wzrostu – dążenie do zmaksymalizowania wartości firmy. Należy też pamiętać, że programy motywacyjne wprowadzono też po to, aby zatrzymać najlepszych, najbardziej wydajnych i strategicznych pracowników. 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 pracowników⁴.

Systemy wynagrodzeń menedżerów są skomplikowane zarówno z punktu widzenia procesu ich konstrukcji, użytych narzędzi, jak i procesu realizacji. Jednym z rodzajów takich świadczeń są opcje menedżerskie. Instrument ten, znany od dawna w rozwiniętych gospodarkach, choć jeszcze nierozpowszechniony na szeroką skalę w naszym kraju, staje się w Polsce coraz częściej wykorzystywanym narzędziem motywowania kluczowych menedżerów w spółkach zarówno publicznych, jak i niepublicznych.

¹ A.A. Berle, G.C. Means: *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York 1932, za: K.J. Murphy: *Executive Compensation*, April 1998, www.ssrn.com.

² M.C. Jensen, W.H. Meckling: *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, No 3, s. 305–360.

³ E.F. Fama: *Agency Problems and the Theory of the Firm*, Journal of Political Economy, April 1980, Vol. 88, No. 2, s. 288–307.

⁴ Średnio 127 tys. zł zysku. „Rzeczpospolita” z 29.01.2001 r.

Opcja menedżerska jest opcją kupną (call) wystawioną przez pracodawcę, a nabytą przez pracownika, na akcje pracodawcy. Opcja taka uprawnia jej 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 wygaśnięcia⁵. Akcje obejmowane w wyniku realizacji opcji pochodzą z nowych gwarantowanych emisji albo są wcześniej odkupione z rynku przez spółkę.

Opcje menedżerskie w modelach programów motywacyjnych

Model wynagradzania kluczowych menedżerów wciąż ewaluuje. M.C. Jensen i K.J. Murphy na podstawie badań przeprowadzonych w latach 80. w amerykańskich spółkach, w których źródłem danych były informacje z okresu ponad 50 lat, wykazali brak istotnego związku pomiędzy wysokością wynagrodzenia prezesów i wartością spółek⁶. Co więcej, zaobserwowali, że tempo wzrostu wartości spółek nie było równomierne z tempem wzrostu płaconych wynagrodzeń. Na każdy tysiąc dolarów wzrostu rynkowej wartości firmy w danym roku, wynagrodzenie prezesa wzrastało przeciętnie tylko o 3 dolary⁷. W badaniach podjętych 10 lat później, J. Liebman i B. Hall donosili, że do końca lat 90. powiązanie płacy z wynikami firm skutkowało blisko dziesięciokrotnym wzrostem wynagrodzeń prezesów, w porównaniu z latami 80., w wyniku „namnożenia” opcji menedżerskich⁸. Z kolei obserwacje poczynione przez K.J. Murphy’ego wskazywały na różnorodność i heterogeniczność praktyk wypłat w różnych firmach, branżach, krajach oraz w różnym czasie⁹.

Pomimo ewaluowania, 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 świadczenia¹⁰,
- elementów zmiennych krótkookresowych i długookresowych.

⁵ A. Fierla: *Opcje na akcje*, Difin, Warszawa 2004, s. 10.

⁶ 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.

⁷ 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.

⁸ B.J. Hall: *Six Challenges in Designing Equity-Based Pay*, Journal of Applied Corporate Finance, Spring 2003, Vol. 15, No. 3, s. 21–33.

⁹ K.J. Murphy: *Executive Compensation*, April 1998, www.ssrn.com.

¹⁰ Inne wspomniane świadczenia obejmują wszelkiego rodzaju dodatki (samochód, szkolenia, mieszkanie, opiekę medyczną) oraz wynagrodzenia związane z wcześniejszym rozwiązaniem umowy oraz płatnościami uzależnionymi od długości okresu wypowiedzenia i zawartej w umowie klauzuli o zakazie konkurencji. Jest to również kontrowersyjny element stanowiący w istocie rzeczy swoistego rodzaju nagrodę dla menedżera w przypadku rozwiązania z nim umowy o pracę i nieosiągnięcia postawionych celów. W żadnym razie nie jest więc elementem motywującym do kreowania wartości firmy, a jedynie chroniącym interesy menedżera, np. w okresie tzw. zakazu konkurencji.

Najważniejszą rolę w koncepcji zarządzania wartością firmy w kontekście zastosowań systemów motywacyjnych 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 wynagrodzeń¹¹.

Te zmienne elementy wynagrodzenia mogą mieć charakter krótkoterminowy (wszelkiego rodzaju premie, prowizje, ale też papiery wartościowe, opcje na akcje itp.), ale należy je jednak uznać za motywatory o słabszej sile oddziaływania na tworzoną wartość w długim okresie. Zwykle uzależnione są od osiągnięcia krótkookresowych (rocznych) celów. Jest to kontrowersyjny element wynagrodzenia, który może prowadzić do manipulacji bieżącymi wynikami kosztem długoterminowego rozwoju firmy i zwrotu dla akcjonariuszy poprzez zaangażowanie w działania o dużym stopniu ryzyka.

Bodźcami o cechach długoterminowych są 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, uzależnionych od realizacji długookresowych celów i wyników firmy oraz odpowiedniego okresu pozostawania w stosunku pracy. To one właśnie poprzez zbliżenie celów zarządu i właścicieli dają najlepsze rezultaty z punktu widzenia ich oddziaływania na uczestnictwo kierownictwa firmy w procesie kreowania wartości.

Zmienne składniki wynagrodzenia mają zróżnicowany charakter, gdyż powodują wpływ gotówki na płace (opcje) oraz wymagające takiego odpływu (premie, prowizje). Dlatego też często opcje błędnie uznawane są za bezkosztowe części wynagrodzenia. 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 rynku¹².

Z badań firmy Deloitte wynika, że struktura wynagrodzenia w polskich i zagranicznych firmach różni się znacząco (por. rys. 1)¹³.

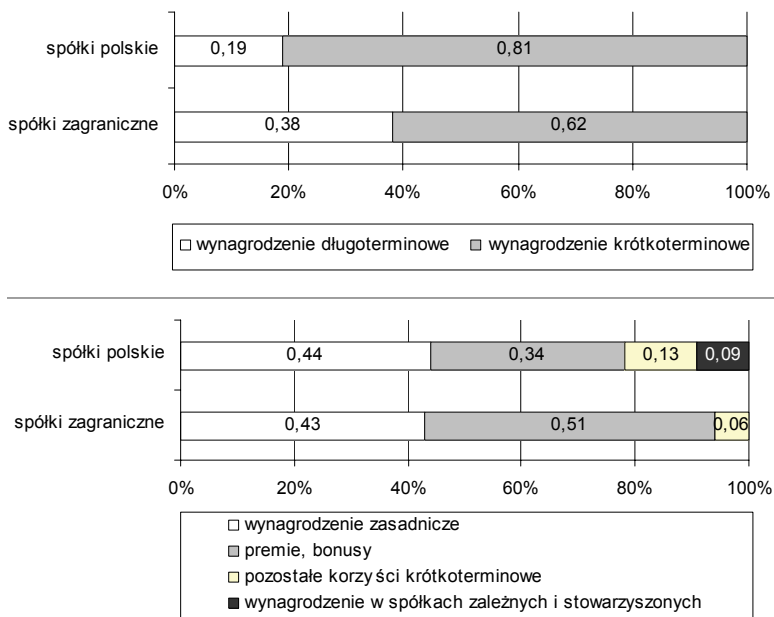
Po pierwsze, udział wynagrodzenia długoterminowego jest prawie dwukrotnie niższy niż w spółkach zagranicznych.

Po drugie, pomimo podobnego udziału płacy zasadniczej, spółki zagraniczne przyznają dużo wyższe premie, niż pozostałe korzyści, w porównaniu ze spółkami polskimi.

¹¹ 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. 167.

¹² 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, No 44, July 2004, za A. Cwynar, W. Cwynar: *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, Polska Akademia Rachunkowości, WSliZ, Warszawa-Rzeszów 2007, s. 233.

¹³ *Wynagrodzenia prezesów największych spółek giełdowych. Polska na tle regionu*, Raport Deloitte, s. 16, <http://www.deloitte.com/>.



Rys. 1. Struktura wynagrodzenia w polskich i zagranicznych spółkach

Źródło: *Wynagrodzenia prezesów największych spółek giełdowych...*

Co ciekawe, w Polsce przyznawane papiery wartościowe mają tylko w około 20% wartości pakietu charakter długoterminowy, reszta programu zawiera elementy krótkoterminowe¹⁴.

Kryteria przyznania i realizacji opcji menedżerskich

Złożoność celów firmy przekładająca się na złożoność kompetencji menedżerów i konieczności ich zaangażowania ma odzwierciedlenie w złożoności celów motywacyjnych, co wymaga zastosowania odpowiedniego systemu wynagrodzeń, niekiedy bardzo skomplikowanego. Właściwie zaprojektowane zasady wynagradzania, wiążące interes kadry zarządzającej z interesami akcjonariuszy mają, bowiem dla procesu tworzenia wartości kluczowe znaczenie.

Zdaniem A. Rappaporta, na każdym poziomie odpowiedzialności organizacyjnej należy uwzględnić trzy problemy¹⁵:

- Jaki jest najważniejszy miernik wyników?

¹⁴ *Ibidem*, s. 11.

¹⁵ A. Rapaport: *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG-Press, Warszawa 1999, s. 126.

- Jaki jest najważniejszy docelowy poziom wyników?
- W jaki sposób należy powiązać wynagrodzenia z wynikami?

Kluczowym problemem są też mierniki efektywności, które mogą mieć charakter krótkoterminowych wskaźników opartych na statycznej analizie danych księgowych oraz długoterminowych wielkości opartych na analizie modeli wzrostu wartości firmy 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 krótkookresowych i miernikami oceniającymi procesy długoterminowe, mające na celu maksymalizację wartości firmy¹⁶. Wśród nich wyróżnia się:

- kryteria lojalnościowe – takie jak staż w firmie oraz aktualny status (konieczność bycia zatrudnionym),
- kryteria rynkowe – kurs akcji lub jego korelacja z indeksami giełdowymi, które w zasadzie są poza bezpośrednią kontrolą zarządu¹⁷,
- kryteria nierynkowe – osiągnięte wskaźniki finansowe (np. zysk operacyjny, zysk netto, EBITDA itp.), możliwe do kontrolowania przez zarząd.

Słusznym zdaniem P. Urbanka, niezależnie od szczegółowych rozwiązań, jakie zostaną przyjęte w konkretnym przypadku, mierniki te powinny¹⁸:

- wyrażać efektywność korporacji, którą należy rozumieć jako dążenie do osiągnięcia 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.

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”¹⁹. 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 są przedmiotem ich kontroli.

¹⁶ *Ibidem*, s. 125.

¹⁷ Potwierdzają to chociażby badania „Business Harvard 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.

¹⁸ *Konstruowanie pakietu wynagrodzeń menedżerów*, wywiad z dr. hab. P. Urbankiem, http://www.wynagrodzenia.pl/wywiady_1.php/wpis.10,4.09.2007.

¹⁹ P.F. Drucker: *Praktyka zarządzania*, MT Biznes, Warszawa 2005, s. 215.

Tabela 1

Konstrukcja systemu wynagrodzeń menedżerów

Cele
<ul style="list-style-type: none"> – Pozyskiwanie menedżerów – Stabilizowanie menedżerów – Efektywne motywowanie menedżerów
Determinanty
<ul style="list-style-type: none"> – Treści i wymagania pracy – Potencjał kompetencyjny – Efekty pracy – Możliwości finansowe firmy – Strategia firmy – Strategia zarządzania kapitałem ludzkim – Rynek pracy i inne realia społeczne – Przepisy prawa – Dobre obyczaje – Forma kontroli spółki – Sektor działalności – Typ własności – Faza rozwoju – Wielkość firmy – Typ kultury organizacyjnej – Oczekiwania pracowników – Postrzeganie wynagrodzeń przez pracowników
Konsekwencje
<ul style="list-style-type: none"> – Wsparcie celów krótko- i długookresowych właścicieli – Zapewnienie rynkowego poziomu wynagrodzeń – Odzwierciedlenie rzeczywistych osiągnięć menedżerów oraz kierowanego przez nich zespołu
Modele
<ul style="list-style-type: none"> – Dominacja wynagrodzeń stałych – Dominacja wynagrodzeń zmiennych – Mieszana struktura

Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Juchnowicz: *Wynagradzanie przedsiębiorczego menedżera*, [w:] *Przedsiębiorczy menedżer w przedsiębiorczej organizacji*, red. M. Laszuk, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2007, s. 189.

Zdaniem M. Juchnowicz, która krytykuje podejście powiązania wynagradzania menedżerów wyłącznie z osiągnięciami firmy, motywowanie menedżerów do wydajności powinno spełniać dwa warunki²⁰:

- promować gotowość i zdolność do podejmowania i rozwiązywania nowych problemów w sposób twórczy i nowatorski, nagradzać umiejętności wykorzystania poja-

²⁰ M. Juchnowicz: *op.cit.*, s. 187.

wiających się szans i okazji oraz elastycznego przystosowania się do zmieniających się warunków,

- wspierać interesy właścicieli, co oznacza, że menedżerowie myślą i działają jak właściciele i inwestorzy, przy równoczesnej trosce o własny dobrobyt.

Konstrukcja opcyjnych programów motywacyjnych, jak i szerzej, systemów wynagrodzeń menedżerów, jest pochodną wielu parametrów, które przedstawiono w tabeli 1.

Interesującą tezę w tej kwestii postawili L. Bohdanowicz i J. Jeżak, którzy, na podstawie przeprowadzonych badań silnie zakorzenionych w teorii agencji, potwierdzili pozytywną korelację pomiędzy wielkością udziału we własności członków zarządów a wartością aktywów polskich spółek giełdowych, co ich zdaniem wiązało się z chęcią uzyskiwania wyższych wynagrodzeń. Wskazali oni jednocześnie 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 na podstawie inne opcje strategiczne, np. wyróżnianie się na tle konkurencji w jakimś obszarze, m.in. rynkowym, technologicznym²¹.

Ma to ogromne znaczenie, ale jest tym bardziej skomplikowane, że cele strategiczne firmy ewaluują, co potwierdzają badania Deloitte²². Prawie o połowę mniej firm koncentruje się na wzroście zysku (17,3%) w porównaniu z 31,9% rok wcześniej, kiedy, co ciekawe, cel ten miał znaczną przewagę nad innymi. Najwięcej spośród badanych przedsiębiorstw (25,1%) za nadrzędny cel strategiczny uznało wzrost udziału w rynku, a tylko 12,4% zmierza do wzrostu wartości rynkowej wobec 18,4% w poprzednim roku.

Konstrukcja programu opcyjnego a regulacje unijne i otwartość informacyjna spółek publicznych

Jak wskazuje M. Mikołajek-Gocejna, prawidłowa konstrukcja pakietu wynagradzania menedżerów i otwartość informacyjna w tym zakresie, stają się w obliczu wydarzeń ostatniego kryzysu coraz pilniejszą potrzebą biznesową, zarówno w zakresie ciągle trudnego wyzwania w warunkach towarzyszącej niepewności, tj. motywowania menedżerów do tworzenia wartości przedsiębiorstwa, jak i przede wszystkim w sferze odbudowy zaufania inwestorów do zarządów spółek²³. O ile bezdyskusyjna jest prawidłowa konstrukcja modelu wynagrodzeń, o tyle kwestia otwartości informacyjnej może okazać się pod pewnymi

²¹ Efektywność funkcjonowania spółek oceniona była na podstawie trzech miar księgowych (ROA, ROE i SAR) oraz jednej miary rynkowej (TSR). L. Bohdanowicz, J. Jeżak: *Własność menedżerska a wyniki finansowe polskich spółek publicznych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2009, nr 534, s. 405–416.

²² Badania „Kondycja sektora dużych przedsiębiorstw 2010” zostały przeprowadzone przez Deloitte 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). Por.: *Szanse i zagrożenia rozwoju dużych firm w Polsce. Wyniki badania*, Deloitte, PKPP Lewiatan, 2011, s. 7.

²³ M. Mikołajek-Gocejna: *Wynagrodzenia menedżerów – pierwsze wnioski płynące z kryzysu*, Master of Business Administration, maj–czerwiec, Warszawa 2010, s. 99.

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, a także z punktu widzenia utrzymania kluczowych menedżerów.

Jednak, 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 Stanach Zjednoczonych. Trudno bowiem z informacji raportowanych przez spółki uzyskać szczegółowe dane na temat programów motywacyjnych w nich obowiązujących. Publikowane informacje przez nie są spójne, a co więcej, ich zakres jest często dość ograniczony w porównaniu ze stanowiskiem 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 zawierać²⁴:

- wyszczególnienie zmiennych i stałych elementów wynagrodzenia,
- określenie kryteriów wydajności stanowiących podstawę wypłaty zmiennych składników wynagrodzeń i uprawnień do opcji na 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 z określonymi z góry 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 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 m.in.²⁵:

²⁴ E. Badowska-Domagala: *Zasady wynagradzania w znowelizowanym dokumencie „Dobrych praktyk”*, Przegląd Corporate Governance 2010, nr 2(22), s. 26.

²⁵ 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

- zgodność 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, lub odpowiadających im niepieniężnych instrumentach, co najmniej 40% wynagrodzenia zmiennego rozłożone na okres nie krótszy niż 3 do 5 lat),
- zastosowanie specyficznych mechanizmów, tj. odebrania wcześniej wypłaconej premii (ang. clawback) oraz obniżenia wynagrodzenia o odroczonym terminie płatności (ang. 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 Stanach Zjednoczonych 95% spółek o dochodach przekraczających 3 mld dolarów ma takie programy, w Wielkiej Brytanii – 93%, a w Europie kontynentalnej – 63%. W roku 2001 w Polsce było dwadzieścia działających programów wśród spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie²⁶. Na koniec czerwca 2007 roku programy opcji menedżerskich funkcjonowały wśród 29% spółek publicznych²⁷, a do 2010 roku wdrożono 230 programów opcyjnych w blisko 200 notowanych spółkach²⁸.

Jednocześnie w Polsce 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

i resekurytyzacji oraz przeglądu nadzorczego polityki wynagrodzeń (2010/76/UE)

²⁶ M. Pokojaska: *Trudne opcje*, CFO, 21.02.2007 r.

²⁷ *Rynek opcji menedżerskich w Polsce*, Raport Trio Management, 2007, s. 3.

²⁸ *Rynek opcji menedżerskich w Polsce*, Raport Trio Management, 2010, www.triomanagement.pl.

zagraniczną spółkę-matkę. Programy takie funkcjonują też prawie we wszystkich spółkach należących do funduszy Private Equity²⁹.

Uczestnicy programu w spółkach giełdowych w Polsce otrzymują prawo do objęcia średnio 4,5% akcji spółki na dzień uchwalenie 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 programu³⁰. 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 Wadex³¹.

Przeciętny okres trwania programu obejmujący czas pomiędzy 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.

Interesującą kwestią są warunki nabywania uprawnień. Uczestnik programu 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 wzroście kursu akcji (kurs średni, stosunek kursu zamknięcia do ceny emisyjnej i inne). Popularny 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 dodatkowe³².

Analiza wartości wewnętrznej programów wykazuje, że 80% programów jest „w pieniądzu” (ang. *in-the-money*) już w momencie uchwalenia. Pozostałe 20% programów jest „poza pieniądzem” (ang. *out-of-the-money*), a opłacalność ich realizacji uzależniona jest od wzrostu kursu akcji do poziomu przekraczającego zakładaną cenę wykonania³³. W przypadku, gdy ten wzrost nie nastąpi, realizacja programów jest nieopłacalna. Na przykład w 2008 roku programy oparte na opcjach na akcje okazały się nieefektywne z powodu niespełnienia kryterium objęcia uprawnień albo cena wykupu była wyższa od aktualnego

²⁹ IV Forum Rad Nadzorczych, 23.09.2010 r., www.forumradnadzorczych.pl.

³⁰ *Rynek opcji menedżerskich w Polsce*, Raport Trio Management, 2007, s. 3.

³¹ *Wynagradzanie rad nadzorczych*. Przegląd Corporate Governance 2010, nr 1, <http://corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/publikacje/wynagrodzeniarn1.pdf>.

³² *Rynek opcji menedżerskich w Polsce*, Raport Trio Management, 2007, s. 8.

³³ *Rynek opcji menedżerskich w Polsce*, Raport Trio Management 2010, www.triomangement.pl.

kursu akcji spółki³⁴. Ponadto wskutek kryzysu spółki nie realizowały zamierzonych celów na akceptowanym przez akcjonariuszy poziomie. Ponadto w tym okresie obserwowaliśmy znaczną korektę wyceny rynkowej wielu spółek.

Podsumowanie

W zamian za wypracowanie ponadprzeciętnego wzrostu wartości firmy większość właścicieli niewątpliwie 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 przedsiębiorstwa³⁵.

Motywacyjne programy opcyjnie powinny być konstruowane w taki sposób, aby skutecznie motywować menedżerów do zachowań zgodnych z celami spółki i akcjonariuszy, a jednocześnie zaspokajając ich indywidualne cele. Słusznie zauważa A. Cwynar, 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 kapitałowym³⁶. Jednak jak uprzednio wykazano, te ostatnie 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.

Jak zauważono, w programach opcji menedżerskich rośnie zainteresowanie powiązaniem mierników ogólnofirmowych z indywidualnymi oraz wykorzystaniem kryteriów pozafinansowych. Dlatego prawidłowy model wynagrodzeń menedżerów wyższego szczebla, koncentrując uwagę na generatorach sukcesu organizacji, niewątpliwie:

- spaja ich cele z celami udziałowców,
- pozwala związać z firmą kluczowe osoby,
- umożliwia przyciągnięcie najlepszych osób z rynku w danej dziedzinie.

Zmiana trendów w zakresie polityki wynagradzania jest już widoczna, na co wskazuje badania³⁷ firmy Hay Group, z których wynika, że już 39% firm na całym świecie zwiększyło lub zamierza zwiększyć udział zmiennego wynagrodzenia w pakietach wynagrodzeń swoich pracowników. Ponadto nasuwają się z niego najważniejsze spostrzeżenia.

³⁴ *Wynagrodzenia prezesów największych spółek giełdowych. Polska na tle regionu*, Raport Deloitte, s. 14, <http://www.deloitte.com/>.

³⁵ C. Pyszkowski: *Menedżerskie programy motywacyjne*, [w:] *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, red. A. Szblewski, R. Tuzimek, Poltext, Warszawa 2006, s. 402.

³⁶ A. Cwynar: *Menedżerowie akcjonariuszami? 7 grzechów głównych konstruowania programów własności menedżerskiej*, CEO, kwiecień 2007.

³⁷ 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> z 2.08.2010 r.

Po pierwsze, strategię dotyczące wynagrodzeń zmiennych stają się obiektem zainteresowania kadry zarządzającej i wskazuje na to aż 55% badanych firm.

Po drugie, 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 trzecie, 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 czwarte, 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 – co pocieszające – prawie dwa razy więcej (36%) badanych planuje je wprowadzić w ciągu najbliższych dwóch lat.

Literatura

- Badowska-Domagala 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, WSiLiZ, 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.
- IV Forum Rad Nadzorczych, 23.09.2010 r., www.forumradnadzorczych.pl.
- Jensen M.C., Meckling W.H.: *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, 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., Murphy K.J.: *Performance Pay and Top-Management Incentives*, Journal of Political Economy, April 1990, Vol. 98, No 2.
- Konstruowanie pakietu wynagrodzeń menadżerów*, wywiad z dr. hab. P. Urbankiem, http://www.wynagrodzenia.pl/wywiady_1.php/wpis.10, 4.09.2007.
- Mikołajek-Gocejna M.: *Wynagrodzenia menadżerów – pierwsze wnioski płynące z kryzysu*, „Master of Business Administration”, maj–czerwiec, Warszawa 2010.
- Murphy K.J.: *Executive Compensation*, April 1998, www.ssrn.com.
- Pokojska M.: *Trudne opcje*, CFO, z 21.02.2007 r.
- Premie wciąż ważne, ale w nieco innej formie*, <http://www.haygroup.com/pl/Press/Details.aspx?ID=27958>, z 2.08.2010 r.
- Przedsiębiorczy menadżer w przedsiębiorczej organizacji*, red. M. Laszuk, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2007.
- Rapaport A.: *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG-Press, Warszawa 1999.
- Rynek opcji menadżerskich w Polsce*, Raport Trio Management, 2007.
- Rynek opcji menadżerskich w Polsce*, Raport Trio Management, 2010, www.triomangement.pl.
- Średnio 127 tys. zł zysku*, „Rzeczpospolita” z 29.01.2001 r.
- Szanse i zagrożenia rozwoju dużych firm w Polsce. Wyniki badania*, Deloitte, PKPP Lewiatan, 2011.
- Twaróg E.: *Opcje dla menadżera*, „Puls Biznesu” z 9.09.2010 r.
- Wynagradzanie rad nadzorczych*, Przegląd Corporate Governance, Nr 1/2010, <http://corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/publikacje/wynagrodzeniarn1.pdf>.
- Wynagrodzenia prezesów największych spółek giełdowych. Polska na tle regionu*, Raport Deloitte, <http://www.deloitte.com/>.
- Value Based Management. Koncepcje, narzędzia, przykłady*, red. A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartosiewicz, Poltext, Warszawa 2008.

dr Dorota Podedworna-Tarnowska
Szkoła Główna Handlowa
Katedra Zarządzania Wartością

Streszczenie

Zasadniczym powodem wprowadzania opcyjnych programów motywacyjnych jest zbliżenie perspektywy właścicieli i agentów i zminimalizowanie istniejącego między nimi konfliktu interesów oraz dążenie do zmaksymalizowania wartości firmy poprzez bezpośrednie włączenie menadżerów do udziału w efektach wzrostu. W programach opcji menadżerskich rośnie zainteresowanie powiązaniem mierników ogólnofirmowych z indywidualnymi oraz wykorzystaniem kryteriów pozafinansowych. Prawidłowy model płacenia za wyniki menadżerów wyższego szczebla, koncentrując uwagę na generatorach sukcesu organizacji, spaja ich cele z celami akcjonariuszy, pozwala związać z firmą kluczowe osoby, umożliwia przyciągnięcie najlepszych osób z rynku.

**EXECUTIVE STOCK OPTIONS AS LONG TERM INCENTIVES
IN CREATING OWNERSHIP ATTITUDE OF TOP EXECUTIVES****Summary**

The main reason of implementing long term incentives programs is getting closer the perspectives of shareholders and agents and minimizing conflict of interest existing between them and aiming at maximizing company's value by direct joining top executives in sharing the effects of growth. In executive stock options programs there is a growth of interesting in linking company's and individual measurements and using of non financial criteria. Right model of paying for performance of top executives by concentrating attention on generators of company's success, joins the aims of managers and shareholders, enables to keep the key workers in the company and finally allows to attract the best people from the market.