

rzony sztuczny rynek ze sztuczną konkurencją czołowych menedżerów, który kształtował wynagrodzenia kadr kierowniczych całkowicie oderwane od rzeczywistości osiąganych wyników². W dobie dominacji przedsiębiorstw o charakterze korporacji, w których menedżerowie podejmują w imieniu właścicieli ryzyko ponad rozsądną miarę, nie przejmując za nie adekwatnej odpowiedzialności, jak to ma miejsce u klasycznego przedsiębiorcy właściciela, nastąpiło bowiem podporządkowanie działań przede wszystkim interesowi krótkookresowemu³.

Wydaje się zatem, że problem kryzysu na rynku finansowym jest w ogromnej mierze problemem zaufania do instytucji finansowych, ale też innych przedsiębiorstw notowanych na giełdach, zwłaszcza w zakresie udostępnianych przez nich informacji, jak i przejrzystości procesu zarządzania i motywacji menedżerów. Jest to o tyle istotne, że kryzys zaufania na rynku kapitałowym nie oznacza jedynie odpływu kapitału z tego rynku, ale również znaczne spowolnienie procesu wchodzenia na rynek nowych przedsiębiorstw i pierwszych ofert publicznych na giełdach światowych.

Jeszcze w trakcie kryzysu finansowego, bo we wrześniu 2009 roku na Szczyście G20 uczestnicy podjęli decyzję o zwiększeniu nadzoru nad instytucjami finansowymi i całym rynkiem finansowym. Ważnym krokiem było uchwalenie Dyrektywy CRDIII. Jednak szereg wyzwań leży po stronie samych spółek. Prawidłowa konstrukcja pakietu wynagradzania kadry kierowniczej zorientowana przede wszystkim na kreowanie wartości w długim okresie i właściwa komunikacja z interesariuszami w tym zakresie stają się w obliczu wydarzeń ostatniego kryzysu coraz pilniejszą potrzebą biznesową. Jest to niezbędny czynnik zarówno w dziedzinie motywowania menedżerów do tworzenia wartości przedsiębiorstwa, ale przede wszystkim w sferze odbudowy zaufania inwestorów do zarządów spółek.

Celem niniejszego artykułu jest próba wskazania słabości systemów wynagradzania kadry kierowniczej przedsiębiorstw obnażonych przez kryzys 2007-2009.

Struktura pakietów wynagrodzeń

Model wynagradzania kluczowych menedżerów jest zdecydowanie odmienny od struktury płacy pozostałych pracowników i składa się zarówno z elementów stałych, takich jak płaca zasadnicza i inne świadczenia oraz elementów zmiennych krótkookresowych i długookresowych.

Najważniejszą rolę w koncepcji kreowania wartości firmy w kontekście 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 umoż-

² W. Szymański, *Kryzys globalny. Pierwsze przybliżenie*, Difin, Warszawa 2009, s. 74.

³ W. Szymański, *Niepewność i niestabilność gospodarcza, gwałtowny wzrost i co dalej?*, Difin, Warszawa 2011, s. 14.

liwia ono zarazem wzrost wynagrodzeń menedżerów bez jednoczesnego stałego podwyższania kosztów wynagrodzeń⁴.

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 wartość tworzoną 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.

Boźcami 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, uzależnione 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 nie powodują wypływu gotówki (opcje) oraz wymagające takiego odpływu (premie, prowizje). Dlatego też często opcje błędnie uznawane są za bezkosztowe części wynagrodzenia. Jednak, jak podkreślili 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 rynku⁵.

Kontrowersyjnym elementem wynagrodzeń są tzw. inne świadczenia w katalogu elementów stałych obejmujące wszelkiego rodzaju dodatki, takie jak samochód, szkolenia, mieszkanie, opiekę medyczną oraz wynagrodzenia związane z wcześniejszym rozwiązaniem umowy oraz płatnościami uzależnionymi od długości okresu wypowiedzenia i zawartą w umowie klauzulą o zakazie konkurencji. Stanowią bowiem swoistego rodzaju nagrodę dla menedżera w przypadku rozwiązania z nim umowy o pracę i nieosiągnięcia postawionych celów. W żadnym razie nie stanowią elementu motywującego do kreowania wartości firmy, a jedynie chronią interesy menedżera np. w okresie tzw. zakazu konkurencji.

Z badań firmy Deloitte wynika, że struktura wynagrodzenia w polskich i zagranicznych firmach różni się znacząco (por. tabela 1)⁶.

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

⁴ K. Sowińska-Bonder, D. Fietkiewicz, *Motywowanie menedżerów do realizacji wzrostu wartości* [w:] *Value Based Management. Koncepcje, narzędzia, przykłady*, A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartosiewicz (red.), Poltext, Warszawa 2008, s. 167.

⁵ 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.

⁶ *Wynagrodzenia prezesów największych spółek giełdowych. Polska na tle regionu*. Raport Deloitte, s. 16, <http://www.deloitte.com/>.

Po drugie, pomimo podobnego udziału płacy zasadniczej, spółki zagraniczne przyznają dużo wyższe premie, niż pozostałe korzyści w porównaniu do spółek polskich. Co ciekawe, w Polsce przyznawane papiery wartościowe mają tylko w około 20% wartości pakietu charakter długoterminowy, reszta programu zawiera elementy krótkoterminowe⁷.

Tabela 1. Struktura wynagrodzenia w polskich i zagranicznych spółkach

Charakter wynagrodzenia	spółki zagraniczne	spółki polskie
wynagrodzenie długoterminowe	38%	19%
wynagrodzenie krótkoterminowe	62%	81%
Łącznie	100%	100%
Element składowy wynagrodzenia		
wynagrodzenie zasadnicze	43%	44%
premie, bonusy	51%	34%
pozostałe korzyści krótkoterminowe	6%	13%
wynagrodzenie w spółkach zależnych i stowarzyszonych	0%	9%
Łącznie	100%	100%

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

Motywacyjne systemy wynagradzania menedżerów

U podstaw tworzenia systemów motywacyjnych stoi oddzielenie praw własności przedsiębiorstw od zarządzania nim. Współczesny rynek globalny z rozwiniętym rynkiem kapitałowym, rozwojem funduszy inwestycyjnych, korporacji transnarodowych wiąże się z większym zakresem delegacji części praw własności na menedżerów. Mamy do czynienia z procesem, który można nazwać „utowarowieniem” przedsiębiorstwa, co następuje wraz z wejściem przedsiębiorstwa na giełdę. Przedsiębiorstwo staje się własnością wielu rozproszonych akcjonariuszy i znajduje się pod ich presją co do stopy zwrotu z kapitału zainwestowanego w jego akcje. Uzyskiwanie najwyższych stóp zwrotu na rynku kapitałowym wymaga od menedżerów przedsiębiorstw poszukiwania coraz to nowych rozwiązań, co rodzi presję na podejmowanie coraz bardziej ryzykownych przedsięwzięć. Im większa presja tym większa skłonność, dobrze premiovanych menedżerów, do podejmowania ryzyka i angażowania się w nie do końca sprawdzone innowacje finansowe. Z punktu widzenia menedżera, wzrost podejmowanego ryzyka powoduje wzrost kosztów związanych z konsekwencjami podjęcia błędnych decyzji, co z kolei skutkuje żądaniem wyższych premii za podjęte ryzyko.

Problem konfliktu interesów zaobserwowany został już w latach 30. przez A.A. Berle i G.C. Meansa⁸ i sformalizowany jako teoria agencji w pra-

⁷ Ibidem, s. 11.

⁸ 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.ssm.com.

cach m.in. M.C. Jensena i W.H. Mecklinga⁹ oraz E.F. Famy¹⁰. Według tej teorii działania wynajętych menedżerów najwyższego szczebla nie są zbieżne z celami właścicieli, a w skrajnych przypadkach mogą nawet prowadzić do destrukcji wartości przedsiębiorstw. Wprowadzania systemów motywacyjnych ma zatem zmierzać do zbliżenia perspektywy właścicieli spółek i wynajętych menedżerów oraz zminimalizowania istniejącego między nimi konfliktu interesów. Jednocześnie przez bezpośrednie włączenie kadry kierowniczej do udziału w efektach tego wzrostu następuje jej dążenie do zmaksymalizowania wartości firmy. Wynagrodzenie menedżerów w tym kontekście może być rozpatrywane nie tylko jako potencjalny instrument do zaadresowania problemów w teorii agencji, ale jako część problemu teorii agencji jako takiej¹¹.

Programy motywacyjne wprowadzono też po to, aby zatrzymać najlepszych, najbardziej wydajnych i strategicznych pracowników. Potwierdzają to badania przeprowadzone w globalnej skali przez firmę Human Capital, z których wynika, że 79% firm wprowadza motywacyjne programy opcji menedżerskich w celu połączenia interesów akcjonariuszy i pracowników, ale aż 47%, aby motywować pracowników¹². Programy motywacyjne oparte o opcje menedżerskie są bardzo popularne w krajach anglosaskich. W Stanach Zjednoczonych 95% spółek o przychodach przekraczających 3 mld dolarów ma takie programy, w Wielkiej Brytanii - 93%, a w Europie Zachodniej - 63%. W 2001 r. w Polsce było zaledwie dwadzieścia programów wśród spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie¹³. Na koniec czerwca 2007 roku programy opcji menedżerskich funkcjonowały już wśród 29% spółek publicznych¹⁴, a do 2010 wdrożono 230 programów opcyjnych w blisko 200 notowanych spółkach¹⁵.

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 wynagrodzeń prezesów i wartością spółek¹⁶. Co więcej, zaobserwowali, że tempo wzrostu wartości spółek nie było równomierne z tempem wzrostu płaconych wynagrodzeń. Na każdy tysiąc dolarów wzrostu rynkowej wartości

⁹ M. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, No 3, p. 305-360.

¹⁰ E.F. Fama: *Agency Problems and the Theory of the Firm*. Journal of Political Economy, April 1980, Vol. 88, No. 2, p. 288-307.

¹¹ L.A. Bebchuk, J.M. Jesse, M. Fried, *Executive Compensation as an Agency Problem*, Nber Working Paper Series, July 2003, Working Paper No. 9813, <http://www.nber.org/papers/w9813>.

¹² Średnio 127 tys. zł zysku. Rzeczpospolita, 29.01.2001 r.

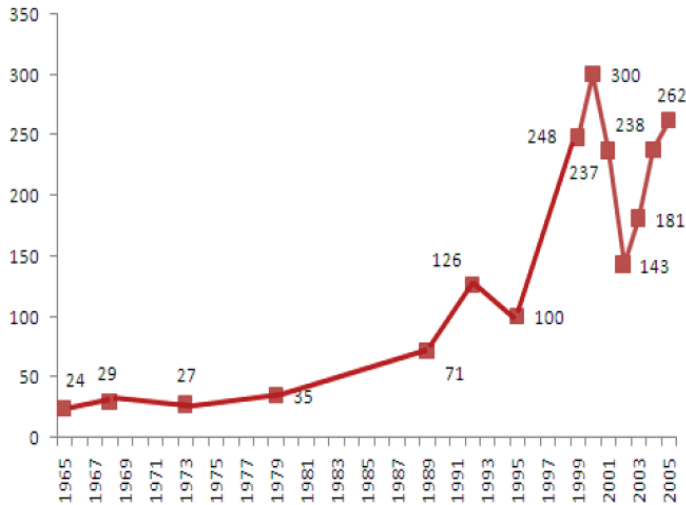
¹³ M. Pokojka: *Trudne opcje*. Cfo, 21.02.2007 r.

¹⁴ *Rynek opcji menedżerskich w Polsce*. Raport Trio Management, 2007, s. 3.

¹⁵ *Rynek opcji menedżerskich w Polsce*. Raport Trio Management, 2010, www.triomangement.pl.

¹⁶ M.C. Jensen, K.J. Murphy, *CEO Incentives – It's Not How Much You Pay, But How*. Harvard Business Review, May-June 1990, Nr 3, s. 138-153.

firmy w danym roku wynagrodzenie prezesa wzrastało przeciętne tylko o 3 dolary¹⁷.



Rys. 1. Stosunek wynagrodzeń menedżerów do średniej płacy pracowników w Stanach Zjednoczonych w latach 1965-2005

Źródło: *Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages*, OECD, June 2009, s. 15.

W badaniach podjętych 10 lat później J. Liebman and B. Hall zaobserwowali, że do końca lat 90. powiązanie płacy z wynikami firm skutkowało blisko dziesięciokrotnym wzrostem wynagrodzeń prezesów w porównaniu do lat 80. w wyniku „namnożenia” opcji menedżerskich¹⁸. Z kolei analizy poczynione przez K.J. Murphyego, wskazywały na różnorodność i heterogeniczność praktyk wypłat w różnych firmach, branżach, krajach oraz w różnym czasie¹⁹.

Stosunek wynagrodzeń menedżerów do średniej płacy pracowników w Stanach Zjednoczonych znacząco rósł począwszy od lat 90., przy czym tendencja wzrostowa była charakterystyczna również dla wynagrodzeń menedżerów w innych krajach.

Pojawia się pytanie, dlaczego ten proces nabrał tak niezwykłego przyspieszenia w latach 90. Nie ulega wątpliwości, że właśnie wtedy coraz bardziej popularne stawały się programy odnoszące wynagrodzenia menedżerów do osiągniętych przez nich wyników, głównie do wzrostu rynkowej wartości zarządzanego przez nich przedsiębiorstwa. Koncepcja „wynagra-

¹⁷ 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.

¹⁸ B.J. Hall, *Six Challenges in Designing Equity-Based Pay*. *Journal of Applied Corporate Finance*, Spring 2003, Vol. 15, No 3, p. 21-33.

¹⁹ K.J. Murphy, *Executive Compensation*, April 1998, www.ssrn.com.

dzania za wyniki” była powszechnie popierana przez akcjonariuszy, ale z czasem, coraz bardziej wątpliwe stawały się kryteria, w oparciu o które menedżerowie mogli realizować swoje premie, a których związek z rzeczywiste osiąganymi wynikami, takimi jak wzrost ceny rynkowej akcji przedsiębiorstwa, był niekiedy bardzo słaby.

Konstrukcja programów wynagradzania oparta na opcjach dawała menedżerom możliwość realizacji korzyści w krótkim czasie, co zwiększało ich tendencje do podejmowania coraz większego ryzyka, które często było nieodpowiednio uwzględniane w systemach wynagradzania, co osłabiało ich związek z korzyściami inwestorów i prowadziło do swoistego „przeplacania” menedżerów, niewspółmiernego do ich wkładu w tworzenie wartości. Przyczyną tego niewątpliwie był fakt, że menedżerowie mieli znaczący wpływ na ustalenia dotyczące ich płac oraz mieli interes w tym, aby zataić wysokość wynagrodzeń i rozmiar oddzielenia płacy od osiąganego wyników. Okazuje się też, że w wielu wypadkach architektura systemów wynagrodzeń w spółkach zależała od pozycji i siły osób zarządzających²⁰. W sytuacjach scentralizowanej władzy istnieje większa szansa na wdrożenie systemów z przyznawaniem opcji w najniższej cenie miesiąca. Wówczas też niższe jest prawdopodobieństwo jego retencji oraz wyższa kontrola nad długością sprawowanej władzy²¹. Zauważalna jest też silniejsza w takich sytuacjach tendencja, by wynagradzać prezesa z powodu pozytywnych szoków branżowych (na które niekoniecznie ma wpływ). Z drugiej strony siła władzy kadry zarządzającej jest powiązana z wynikami i wydajnością firm. P. Berger, E. Ofek i D. Yermack postawili tezę, że istnienie w spółkach programów motywacyjnych opartych o opcje menedżerskie a w ślad za tym partycypacja zarządu w strukturze właścicieli spółek, poprzez złagodzenie konfliktu interesów może prowadzić do zwiększenia udziału dźwigni finansowej i bardziej optymalnego jej wykorzystania²². Umiejętne bowiem wykorzystanie dźwigni finansowej prowadzi do zwiększenia rentowności kapitału własnego.

Wniosek o chęci uzyskiwania wyższych wynagrodzeń postawili L. Bohdanowicz i J. Jeżak, którzy potwierdzili pozytywną korelację pomiędzy wielkością udziału we własności członków zarządów a wartością aktywów polskich spółek giełdowych. Ich zdaniem spółki o dużych pakietach akcji w rękach menedżerów 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, technologicznym²³.

²⁰ L.A. Bebchuk, J.M. Jesse M. Fried, *Executive Compensation As An Agency Problem*, Nber Working Paper Series, July 2003, Working Paper No. 9813, <http://www.nber.org/papers/w9813>.

²¹ L.A. Bebchuk, M. Cremers, U. Peyer, *Ceo Centrality*, John M. Olin, *Center For Law, Economics, And Business*, Discussion Paper No. 601, 11/2007, Harvard Law School, Cambridge, www.ssrn.com.

²² P.G. Berger, E. Ofek, D. Yermack, *Managerial entrenchment and capital structure decisions*, *Journal of Finance*, 1997, Nr 52, s. 1411-1438.

²³ *Efektywność funkcjonowania spółek oceniona została na podstawie trzech miar księgowych (ROA, ROE i SAR) oraz jednej mierze rynkowej (TSR)*. L. Bohdanowicz, J. Jeżak, *Własność*

Y. Amihud i B. Lev sformułowali pogląd, że menedżerowie będąc jednocześnie współwłaścicielami przedsiębiorstw w większym stopniu dywersyfikują przedsiębiorstwa, z osobistych powodów kierując się chęcią do redukcji ryzyka²⁴. Wyjaśnienie przyczyn dywersyfikacji można znaleźć w badaniach M. Jensena²⁵ i R. Stulza²⁶, zgodnie z którymi menedżerowie dokonują tego procesu ze względu na osobiste pobudki takie jak żądza władzy i prestiż związany z zarządzaniem większą firmą, a w ślad za tym trudności w zastąpieniu menedżera²⁷. Innym wyjaśnieniem tego zjawiska jest to, że wynagrodzenie jest uzależnione od wielkości firmy, stąd dążenie do dywersyfikacji i ekspansji²⁸.

Ciekawe spostrzeżenia wynikają z badań Fenn i Liang²⁹. Firmy z dużym udziałem menedżerów w strukturze własnościowej charakteryzuje wyższa skala wypłat dla właścicieli w postaci zarówno dywidendy, jak i zwrotny odkup akcji z rynku w porównaniu z firmami o niskim udziale menedżerów wśród właścicieli.

Nadzór korporacyjny i transparentność spółek w kontekście wynagrodzeń menedżerów

Jednym z elementów umożliwiających odbudowę zaufania do rynków kapitałowych i notowanych na nich spółek jest niewątpliwie sprawnie funkcjonujący nadzór korporacyjny. Niebagatelną rolę we wzroście jego roli odegrały skandale finansowe na przełomie XX i XXI wieku, takie jak upadek koncernu Enron, Worldcom, Tyco, Adelphia, czy też spektakularny upadek Lehman Brothers. Odpowiedzią na kryzys zaufania do rynku kapitałowego było szereg inicjatyw mających na celu stworzenie i rozwój zasad nadzoru korporacyjnego (*OECD Principles of Corporate Governance*, Sarbanes-Oxley Act, raporty Cadbury'ego, Greenbury'ego, Hampela i Higgsa). Na gruncie polskim można mówić o takich inicjatywach jak *Kodeks Nadzoru Korporacyjnego* przygotowany przez Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową w ramach prac Polskiego Forum Corporate Governance, *Dobre praktyki w spółkach publicznych 2005* – dokument opracowany przez Komitet Dobrych Praktyk Forum Corporate Governance, *Dobre Praktyki spółek notowa-*

menedżerska a wyniki finansowe polskich spółek publicznych. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, 2009, Nr 534, *Finanse, Rynki finansowe, ubezpieczenia*, Nr 17, s. 405-416.

²⁴ Y. Amihud, B. Lev, *Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers*, *Bell Journal of Economics*, 1981, Nr 12, s. 605-617.

²⁵ M.C. Jensen: *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers*, *American Economic Review*, 1986, 76, s. 323-329.

²⁶ R.M. Stulz, *Managerial discretion and optimal financing policies*, *Journal of Financial Economics*, 1990, Nr 26, s. 3-27.

²⁷ A. Shleifer, R. Vishny, *Managerial entrenchment: The case of manager specific investments*, *Journal of Financial Economics*, 1989, Nr 25, s. 123-139.

²⁸ M.C. Jensen, K.J. Murphy, *Performance pay and top management incentives*, *Journal of Political Economy*, 1990, Nr 98, 225-264.

²⁹ G.W. Fenn, N. Liang, *Corporate payout policy and managerial stock incentives*, *Journal of Financial Economics*, Nr 60, April 2001, s. 45-72.

nych na GPW – dokument wprowadzony w życie 1 stycznia 2008 roku decyzją Rady Giełdy papierów Wartościowych³⁰.

Kryzys finansowy 2007-2009 obnażył słabości systemów corporate governance, w tym w zakresie wynagradzania menedżerów³¹. W obecnej sytuacji zachodzi więc potrzeba przejścia z wąskiego rozumienia ładu korporacyjnego, który ma na celu zapewnić podejmowanie przez kadrę zarządzającą przedsiębiorstwem działań zgodnych z interesem akcjonariuszy do szerszego pojmowania, zgodnie z którym prawidłowo funkcjonujący w spółce nadzór korporacyjny zapewnia zgodność strategii przedsiębiorstwa i działań kadry zarządzającej z oczekiwaniami i potrzebami szerokiej grupy interesariuszy przedsiębiorstwa.

Jak już wskazano, prawidłowa konstrukcja pakietu wynagradzania menedżerów i otwartość informacyjna stają się w obliczu wydarzeń ostatniego kryzysu coraz pilniejszą potrzebą biznesową, zarówno w zakresie motywowania menedżerów do tworzenia wartości przedsiębiorstwa, ale przede wszystkim w sferze 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, a także z punktu widzenia utrzymania kluczowych menedżerów.

Choć polskie spółki plasują się dość wysoko pod względem ilości informacji przekazywanych na rynki finansowe, to i tak pozostają daleko w tyle za spółkami zlokalizowanymi w Europie Zachodniej czy Stanach Zjednoczonych, głównie w zakresie ich jakości oraz dopasowania do oczekiwań i potrzeb użytkowników. Trudno bowiem z informacji raportowanych przez spółki uzyskać szczegółowe dane na temat programów motywacyjnych w nich obowiązujących. Publikowane w tym obszarze informacje nie są spójne, a co więcej, ich zakres jest często dość ograniczony w porównaniu do wytycznych 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 zawierać³²:

- wyszczególnienie zmiennych i stałych elementów wynagrodzenia;
- określenie kryteriów wydajności stanowiących podstawę wypłaty zmiennych składników wynagrodzeń i uprawnień do opcji na akcje, akcje;

³⁰ Dokument prowadzony Uchwałą Nr 12/1170/2007 Rady Giełdy z dnia 4 lipca 2007 roku, ostatnia nowelizacja obowiązująca od 1.01.2013 roku wprowadzona Uchwałą Nr 19/1307/2012 Rady Giełdy z dnia 21 listopada 2012 roku.

³¹ J. Wolpert, *Corporate Governance and the 2008 Financial Crisis*, CA (SA) FCMA FCIS, September 2009, s. 9-25.

³² E. Badowska-Domagala, *Zasady Wynagradzania w znowelizowanym dokumencie dobrych praktyk*. Przegląd Corporate Governance, Nr 2(22)/2010, s. 26.

- 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, zachęcających do nadmiernego do ryzyka, w istotnej mierze przyczyniła się do kryzysu finansowego 2007-2009. Odpowiedzią na to są nowe regulacje zawarte w 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 ryzyka³³. Dyrektywa ta nakazuje m.in.³⁴:

- 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 wypłacana 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 (ang. *clawback*) oraz obniżenia wynagrodzenia

³³ Od 1 stycznia 2012 roku weszły w życie uchwały 258/2011 i 259/2011 Komisji Nadzoru Finansowego, które mają na celu dostosowanie polskich przepisów do wymogów Dyrektywy 2010/76/UE Parlamentu Europejskiego (tzw. CRD III).

³⁴ 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).

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.

W celu realizacji uchwał KNF i Dyrektywy CRD III banki oraz inne instytucje finansowe działające w Polsce są zobowiązane do zmiany strategii zarządzania wynagrodzeniami.

Wybór mierników efektywności w systemach motywacyjnych

Zbieżności interesów kadry kierowniczej z interesami właścicieli miały zapewnić systemy wynagradzania menedżerów powiązane ze wzrostem wartości przedsiębiorstwa. Właściwie zaprojektowane zasady wynagradzania wiążące interes kadry zarządzającej z interesami akcjonariuszy mają bowiem dla procesu tworzenia wartości kluczowe znaczenie. Na każdym poziomie odpowiedzialności organizacyjnej należy uwzględnić, oprócz kwestii najważniejszego miernika wyników i jego najważniejszego docelowego poziomu, również sposób powiązania wynagrodzenia z tym wynikami³⁵:

Konstrukcja i wdrożenie modelu wynagrodzeń menedżerów, jest pochodną wielu parametrów, wśród których warto wymienić:

- potencjał kompetencyjny pracowników i strategię zarządzania kapitałem ludzkim w przedsiębiorstwie,
- możliwości finansowe przedsiębiorstwa,
- strategię przedsiębiorstwa,
- rynek pracy i inne realia społeczne,
- przepisy prawa,
- forma kontroli spółki i typ własności przedsiębiorstwa,
- sektor działalności,
- wielkość i fazę rozwoju przedsiębiorstwa,
- typ kultury organizacyjnej,
- oczekiwania pracowników i postrzeganie przez nich wynagrodzeń.

Konsekwencją wdrożenia modelu wynagrodzeń jest wsparcie celów krótko i długookresowych właścicieli, zapewnienie rynkowego poziomu wynagrodzeń oraz odzwierciedlenie rzeczywistych osiągnięć menedżerów oraz kierowanego przez nich zespołu. Celem ich wprowadzenia jest nie tylko efektywne motywowanie kadry kierowniczej do tworzenia wartości spółki, ale też pozyskiwanie najlepszych menedżerów z rynku. Jak bowiem wiadomo rynek menedżerski jest, szczególnie jeżeli chodzi o najwyższy szczebel, bardzo specyficzny. Osób z należytymi kompetencjami, predyspozycjami i talentem menedżerskim jest niewiele, co w pewnym zakresie może stanowić usprawiedliwienie wysokich zarobków. W kontekście istotna jest sama praca menedżera, która, jak pisał P.F. Drucker „powinna wynikać z jakiegoś

³⁵ A. Rapaport, *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG-Press, Warszawa 1999, s. 126.

zadania służącego osiągnięciu celów firmy³⁶. 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 zarówno kierują się menedżerowie w swoich działaniach, jak i stanowiącymi przedmiot ich kontroli.

Mierniki efektywności stanowiące podstawę konstrukcji systemów wynagradzania menedżerów są kluczowym problemem w konstrukcji motywacyjnych systemów wynagradzania. Mogą one 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 konieczne staje się uwypuklenie kwestii zaprojektowania właściwych 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 o wyniki krótkookresowe i miernikami oceniającymi procesy długoterminowe mające na celu maksymalizację wartości firmy³⁷. 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 zarządu³⁸,
- kryteria nierynkowe – osiągnane wskaźniki finansowe (np. EBIT, EBITDA, zysk netto, itp.), możliwe do kontrolowania przez zarząd.

Słusznie zatem wskazuje P. Urbanek, iż niezależnie od szczegółowych rozwiązań, jakie zostaną przyjęte w konkretnym przypadku, mierniki te powinny³⁹:

- 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.

³⁶ P.F. Drucker, *Praktyka zarządzania*. MT Biznes, Warszawa 2005, s. 215.

³⁷ Ibidem, s. 125.

³⁸ Potwierdzają to chociażby badania „Business Harvard Review”, które pokazują, że tylko 60 proc. prezesów w ogóle ma wpływ na wysokość kursu akcji. E. Twaróg, *Opcje dla menedżera*, Puls Biznesu, 9.09.2010 r.

³⁹ *Konstruowanie pakietu wynagrodzeń menedżerów*, wywiad z dr hab. P. Urbankiem, http://www.wynagrodzenia.pl/wywiady_1.php/wpis.10, 4.09.2007.

Z kolei według M. Juchnowicz, która krytykuje podejście powiązania wynagradzania menedżerów wyłącznie z osiągnięciami firmy, motywowanie menedżerów do wydajności powinno spełniać dwa warunki⁴⁰:

- 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 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.

Efektywność motywacyjnych systemów wynagradzania – słabości ujawnione przez kryzys 2007-2009

Dlaczego motywacyjne systemy wynagradzania nie zawsze są efektywne? Można tu wymienić kilka powodów. Otóż często opierają się one na, często źle skonstruowanych, programach opcyjnych. Przyznanie menedżerom opcji zakupu akcji oznacza nadanie im prawa do zakupu akcji zarządzanej przez nich spółki po ustalonej cenie (zwanej ceną realizacji lub ceną wykonania) i po upływie tzw. okresu karencji. Doświadczenie uczy, że obszarem największych kontrowersji w ramach opcyjnych programów wynagradzania jest cena realizacji oraz okres obowiązkowego utrzymywania opcji.

Dość powszechnym rozwiązaniem są opcje zakupu o stałych cenach realizacji ustalonych na poziomie rynkowego kursu spółki z dnia przydziału opcji, gdzie gwarantem korzyści jest każdy wzrost cen akcji na rynku ponad jej poziom z dnia przyznania opcji, bez względu na skalę tego wzrostu i tym samym skalę korzyści akcjonariuszy. Zwykle zdecydowana większość programów jest „w pieniądzu” (ang. in-the-money) już w momencie uchwalenia. Opłacalność realizacji programów „poza pieniądzem” (ang. out-of-the-money) jest bowiem uzależniona od wzrostu kursu akcji do poziomu przekraczającego zakładaną cenę wykonania. W przypadku, gdy ten wzrost nie nastąpi, realizacja programów jest nieopłacalna. Sytuacja taka ma miejsce w czasach kryzysów gospodarczych, kiedy obserwuje się znaczną w takich okresach korektę wyceny rynkowej wielu spółek, a po drugie spółki nie realizują zamierzonych celów na akceptowanym przez akcjonariuszy poziomie.

Ponadto, w okresach dekoniunktury na rynkach kapitałowych skala zastosowania programów opcyjnych i innych technik motywowania współwłasnością zmniejsza się na korzyść bodźców niezależnych od giełdowych notowań przedsiębiorstwa. Programy wykorzystujące opcje zakupu o cenie realizacji pomniejszonej o dyskonto w stosunku do rynkowego kursu akcji z dnia przyznania opcji, zachowujące wartość dla uczestników programu nawet w sytuacji, gdy cena akcji spadnie poniżej poziomu wyjściowego (ale

⁴⁰ M. Juchnowicz, *Wynagradzanie przedsiębiorczego menedżera*, [w:] *Przedsiębiorczy menedżer w przedsiębiorczej organizacji*, M. Laszuk (red.), Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2007, s. 187.

nie poniżej poziomu ceny realizacji) budzą najwięcej wątpliwości. W okresach spadku koniunktury giełdowej zauważalna jest tendencja wielu spółek do zjawiska tzw. resetowania ceny wykonania wobec uprzednio ustalonych i przyznanych warunków nabywania opcji. Badania V.V. Acharya, K. John, R.K. Sundaram dowodzą, że takie praktyki mogą prowadzić do destrukcji wartości dla akcjonariuszy⁴¹. Również najbardziej rozwinięte programy opcyjnie, które utrzymują wartość dla menedżerów, tylko w sytuacji, gdy zwiększeniu ulegnie wartość dla akcjonariuszy (tzw. opcje o indeksowanej cenie realizacji) rodzą kontrowersje co do wyboru swoistego benchmarku, a zatem indeksu przyjętego do porównań.

W atmosferze kryzysu zaufania do programów opcyjnych, niezwykle istotne stają się zatem dyskusje dotyczące ceny realizacji opcji. Badania prowadzone przez M. Chesneya i R. Gibsona wskazują także, że opcyjnie programy wynagradzania, źle rozłożone w czasie zachęcają menedżerów do nielegalnego nadmuchiwania rynkowych cen akcji⁴². Podobnych wniosków dostarczają analizy prowadzone przez N. Burns' i S. Kedia⁴³.

Kryzys 2007-2009 dobitnie unaoczniał pewne fakty dotyczące systemów wynagradzania menedżerów.

Po pierwsze, wydaje się, że praktyka wynagrodzeń menedżerów odegrała znaczącą rolę we wzroście ryzyka, prowadzącego do kryzysu. Nie ulega bowiem wątpliwości, że zarówno konstrukcja systemów wynagradzania, jak również implementacja oraz nadzór nad nimi – miały systematyczny wpływ na system finansowy. Wynagrodzenia prezesów, członków zarządów, a nawet niższego szczebla menedżerów bankowości inwestycyjnej, kształtujące się na poziomie dziesiątek, a nawet setek milionów dolarów rocznie, a dodatkowo nie mające uzasadnienia w osiągniętych wynikach, są deprawujące i jasne jest, że należy je ograniczyć. Z drugiej jednak strony potrzebna jest rzeczowa dyskusja nad konstrukcją systemów, aby nie wpaść w inną skrajność, gdzie nadmierne ograniczenia będą skutkowały zanikiem aktywności i inicjatywy menedżerów.

Po drugie, wskazuje się na bardzo niską transparentność informacji dotyczących wynagrodzeń menedżerów spółek. Obecnie większość spółek nie wyjaśnia głównych charakterystyk systemów wynagradzania, odnoszących się do osiągniętych wyników w sposób inny niż techniczny. Brakuje informacji dotyczących całkowitych kosztów programów, kryteriów ich oceny czy ryzyka. Zachodzi zatem potrzeba głębszej analizy konstrukcji motywacyjnych programów wynagradzania menedżerów, jak również potrzeba zwiększenia otwartości informacyjnej na ich temat. Dostępność informacji o indywidualnych wynagrodzeniach członków zarządu wraz z informacją o kryteriach przyznawania premii pozwala inwestorom przewidzieć, w którym

⁴¹ V.V. Acharya, K. John, R.K. Sundaram, *On the optimality of resetting executive stock options*, „Journal of Financial Economics”, 2000, No 57, s. 65-101.

⁴² M. Chesney, R. Gibson, *Stock options and managers' incentives to cheat*, www.msfinance.ch/pdfs/Chesney151004

⁴³ N. Burn, S. Kedia, *The impact of performance-based compensation on misreporting*. „Journal of Financial Economics”, 2006, No 79, 35-67.

kierunku spółka zmierza, a ponadto umożliwia minimalizację ryzyka inwestycyjnego. W Polsce podstawowym źródłem informacji o wynagrodzeniach menedżerów są raporty roczne i sprawozdania finansowe, jak również zalecenia kodeksów dobrych praktyk. Należy jednak zauważyć, że polskie wytyczne są znacznie mniej rygorystyczne w tym zakresie niż zalecenia Komisji Europejskiej. Skutkuje to dość ograniczoną informacją o polityce wynagrodzeń w większości spółek notowanych na GPW.

Po trzecie, istniejące struktury wynagrodzeń nie zachęcają do dbania o długoterminowe wyniki przedsiębiorstwa. Jedną z przyczyn kryzysu finansowego upatruje się między innymi w zbyt dużym uzależnieniu wynagrodzeń zarządów od bieżących wyników, co wskazuje na pilną potrzebę zmian w strukturze uposażenia prezesów, przejawiających się w coraz większym znaczeniu długookresowych elementów pakietu wynagradzania. System wynagrodzeń zachęcający do podejmowania nadmiernego ryzyka dla maksymalizacji krótkookresowego zysku stanowi bezpośrednie zagrożenie długookresowego rozwoju.

Obecny kryzys wpłynął nie tylko na wysokość, ale także na strukturę wynagrodzeń menedżerów największych spółek zarówno w Polsce, jak i na świecie. Wiele firm stara się ograniczać lub zamrażać podwyżki płacy zasadniczej członków zarządu. Dodatkowo sytuacja ekonomiczna przełożyła się na niewielkie lub zerowe wypłaty z nagród w postaci papierów wartościowych przyznanych w poprzednich okresach.

Wydaje się, że w obliczu kryzysu można spodziewać się zmian w strukturze uposażenia prezesów, przejawiających się w coraz większym znaczeniu długookresowych elementów pakietu. Dobry system wynagradzania powinien uwzględniać odpowiedni poziom oraz relację komponentu krótkoterminowego i długoterminowego uposażenia menedżerów wysokiego szczebla.

Podsumowanie

Zasadniczym powodem wprowadzania opcyjnych programów motywacyjnych jest zbliżenie perspektywy właścicieli i menedżerów i zminimalizowanie istniejącego między nimi konfliktu interesów oraz dążenie do maksymalizowania wartości firmy, poprzez bezpośrednie włączenie kadry kierowniczej do udziału w efektach wzrostu. W programach opcji menedżerskich rośnie zainteresowanie powiązaniem ogólnych mierników wartości firmy z indywidualnymi osiągnięciami menedżerów oraz wykorzystaniem różnych kryteriów pozafinansowych. Prawidłowy model płacenia za wyniki menedżerów 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.

Pojawia się pytanie o sposób uzyskiwania wyników, a dokładniej, czy zostały one osiągnięte z zachowaniem norm etycznych i zasad korporacyjnych. Jest to o tyle ważne, że wyniki osiągnięte w sposób uczciwy stanowią fundament, na którym opiera się zaufanie pracowników, jak również innych

interesariuszy⁴⁴. Wielkim wyzwaniem stojącym przed systemem finansowym, ale również przed każdym przedsiębiorstwem, zarówno korporacją, jak i małą firmą, jest pokazanie, zarówno w zakresie myśli, jak i zachowań, że w obrębie normalnej działalności ekonomicznej podstawową rolę odgrywają wartości etyczne. Benedykt XVI w swojej encyklice „*Caritas in veritate*” wskazuje, że w gospodarce zabrakło zaufania. By je przywrócić, żadne przedsiębiorstwo nie może liczyć tylko na siebie, ale musi czerpać energię moralną z innych podmiotów, a rozwój ekonomiczny, społeczny i polityczny wymaga, jeśli chce być autentycznie ludzki, uwzględnienia zasady bezinteresowności⁴⁵.

Wydaje się, że wprowadzenie norm etycznych i moralnych w systemie wynagradzania wymaga uwzględnienia szerszego kontekstu, spojrzenia poza zyski ekonomiczne, przyjęcia, że uczciwość określa jednolitą kulturę organizacyjną opartą o niezachwiane przestrzeganie formalnych zasad, przyjęcie standardów etycznych oraz zaangażowanie pracowników w ideę uczciwości, otwartości, sprawiedliwości, zaufania i rzetelności. B.W. Heineman Jr wyraźnie wskazuje na konieczność uzależnienia pewnej części wynagrodzenia menedżerów od ich osiągnięć w zakresie tworzenia wartości poprzez etyczne działania pracowników wszystkich szczebli⁴⁶. Elementem tego powinien być zbiór zasad etycznego działania obowiązujące w całym przedsiębiorstwie, za które są odpowiedzialni i rozliczani konkretni liderzy. Mogłyby one dotyczyć m.in.: zarządzania efektywnością z uwzględnieniem aspektów etycznych, stosowania systemów wczesnego ostrzegania w celu zabezpieczenie się przez nowymi światowymi trendami w zakresie zagrożeń obszarze etyki, zapewnienie szkoleń w zakresie oceny ryzyka, czy przyznanie pracownikom prawa wygłaszania własnych opinii oraz obaw. Niezwykle istotną kwestią w omawianym zakresie jest wypracowanie zasad w procedurze sukcesji prezesa firmy, przede wszystkim przy ocenie wiedzy, doświadczenia i umiejętności do tworzenia kultury uczciwego i etycznego działania wszystkich pracowników w przedsiębiorstwie.

Wydaje się więc, że te same kryteria powinny posłużyć jako podstawa do oceny wynagrodzenia menedżerów. Oczywiście tego typu rozwiązanie może rodzić wiele trudności zarówno w zakresie pewnego oporu natury mentalnej, jak również problemów technicznych, a w zasadzie „ilościowego” uzależnienia wynagrodzenia od uczciwych praktyk. Mimo trochę idealistycznego charakteru może warto zastanowić się, czy menedżerowie prawdziwie wyznający zasady etyczne i wdrażający praktyki uczciwego postępowania, nie pomogą budować rzeczywistego zaufania inwestorów i innych interesariuszy do przedsiębiorstwa, jak również nie przyczynią się do zmniejszenia ekspozycji firm na ryzyko. W końcu odbudowa zaufania wydaje się być naj-

⁴⁴ B.W. Heineman Jr, *Poważny błąd w systemie wynagradzania za wyniki*, Harvard Business Review Polska, październik 2008, s. 29.

⁴⁵ *Caritas in veritate* (z łac., pol. Miłość w prawdzie) – encyklika społeczna papieża Benedykta XVI, wydana 7 lipca 2009.

⁴⁶ B.W. Heineman Jr, *Poważny błąd w systemie wynagradzania za wyniki*, Harvard Business Review Polska, październik 2008, s. 29-30.

istotniejszą kwestią w procesie wyjścia gospodarki światowej z obecnego kryzysu, jak również podstawowym fundamentem pod budowę nowego „pokryzysowego” porządku.

Rzeczywiste i prawdziwe zaangażowanie przedsiębiorstwa w realizację swojej misji i wyznawane wartości wymaga ogromnej determinacji i odwagi pokonania pewnych paradygmatów zarządzania, będących spuścizną przeszłości. Istnieje paląca potrzeba wprowadzenia nowych „pokryzysowych” zasad gry, uwzględniających najważniejsze ekonomiczne i społeczne kwestie nadchodzących dekad. Warte podkreślenia są pojawiające się na świecie inicjatywy certyfikacji etycznej menedżerów. W Harvard Business School podstawową ideą jest nierozzerwalność kompetencji menedżerskich i wartości etycznych, opartych o wzajemny szacunek, uczciwość i odpowiedzialność osobistą. Pojawiają się wręcz propozycje stworzenia czegoś na kształt istniejącej przysięgi Hipokratesa w środowisku lekarskim. Oczywiście opracowanie takiej „menedżerskiej przysięgi” wymaga dobrego rozeznania i sprecyzowania nie pozostawiającego miejsca na interpretację, tak aby mieściła ona w sobie decyzje i wybory zgodne ze sprawiedliwością i prawdziwym dobrem człowieka. Jest to niewątpliwie ogromne wyzwanie, i to zarówno dla środowisk gospodarczych, jak i naukowych.

Bibliografia

- Acharya V.V., John K., Sundaram R.K., *On the optimality of resetting executive stock options*, Journal of Financial Economics, 2000, Nr 57.
- Amihud Y., Lev B.: *Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers*, Bell Journal of Economics, 1981, Nr 12.
- Badowska-Domagala E., *Zasady Wynagradzania w znowelizowanym dokumencie Dobrych Praktyk*. Przegląd Corporate Governance, Nr 2(22)/2010.
- Bebchuk L.A., Cremers M., Peyer U., *Ceo Centrality*, John M. Olin Center For Law, Economics, And Business, Discussion Paper No. 601, 11/2007, Harvard Law School, Cambridge, www.ssrn.com.
- Bebchuk L.A., Jesse M.J. Fried M., *Executive Compensation As An Agency Problem*, Nber Working Paper Series, July 2003, Working Paper No. 9813, <http://www.nber.org/papers/w9813>.
- Berger P.G., Ofek E., Yermack D., *Managerial entrenchment and capital structure decisions*, Journal of Finance, 1997, Nr 52.
- Berle A.A., Means G.C., *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan, New York 1932, za: Murphy K.J., *Executive Compensation*, April 1998, www.ssrn.com.
- Bohdanowicz L., Jeżak J., *Własność menedżerska a wyniki finansowe polskich spółek publicznych*. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, 2009, Nr 534, Finanse, Rynki finansowe, ubezpieczenia, Nr 17.
- Burn N., Kedia S., *The impact of performance-based compensation on misreporting*. "Journal of Financial Economics", No 79, 2006.

- Chesney M., Gibson R., *Stock options and managers' incentives to cheat*, www.msfinance.ch/pdfs/Chesney151004.
- 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).
- Fenn G.W., Liang N., *Corporate payout policy and managerial stock incentives*, *Journal of Financial Economics*, Nr 60, April 2001.
- Hall B.J., *Six Challenges in Designing Equity-Based Pay*. *Journal of Applied Corporate Finance*, Spring 2003, Vol. 15, No. 3.
- Heineman Jr B.W., *Poważny błąd w systemie wynagradzania za wyniki*, *Harvard Business Review Polska*, październik 2008.
- Jensen M.C., *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers*, *American Economic Review*, 1986, 76.
- Jensen M.C., Meckling W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, No 3, p. 305-360. *Journal of Political Economy*, April 1980, Vol. 88, No. 2.
- Jensen M.C., Murphy K.J., *Performance pay and top management incentives*, *Journal of Political Economy*, 1990, Nr 98.
- Jensen M.C., Murphy K.J., *Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What Are the Problems, and How to Fix Them*. Finance Working Paper, N o 44, July 2004, za Cwynar A., Cwynar W., *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*. Polska Akademia Rachunkowości, WSliZ, Warszawa-Rzeszów 2007.
- Jensen M.C., Murphy K.J., *CEO Incentives – It's Not How Much You Pay, But How*. *Harvard Business Review*, May-June 1990, Nr 3.
- Juchnowicz M., *Wynagradzanie przedsiębiorczego menedżera*, [w:] *Przedsiębiorczy menedżer w przedsiębiorczej organizacji*, Laszuk M. (red.), Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2007.
- Konstruowanie pakietu wynagrodzeń menadżerów*, wywiad z dr hab. P. Urbanikiem, http://www.wynagrodzenia.pl/wywiady_1.php/wpis.10, 4.09.2007.
- Murphy K.J., *Executive Compensation*, April 1998, www.ssrn.com. of Financial Economics", 2006.
- Pokojska M., *Trudne Opcje*. CFO, 21.02.2007 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.triomangement.pl.
- Shleifer A., Vishny R., *Managerial entrenchment: The case of manager specific investments*, *Journal of Financial Economics*, 1989, Nr 25.
- Sowińska-Bonder K., Fietkiewicz D., *Motywowanie menedżerów do realizacji wzrostu wartości*, [w:] *Value Based Management. Koncepcje, narzędzia*

- dzia, przykłady*, A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartosiewicz (red.), Poltext, Warszawa 2008
- Stulz R.M., *Managerial discretion and optimal financing policies*, Journal of Financial Economics, 1990, Nr 26.
- Szymański W., *Interesy i sprzeczności globalizacji*, Difin, Warszawa 2004.
- Szymański W., *Niepewność i niestabilność gospodarcza, gwałtowny wzrost i co dalej?*, Difin, Warszawa 2011.
- Szymański W., *Kryzys globalny. Pierwsze przybliżenie*, Difin, Warszawa 2009.
- Twaróg E., *Opcje dla menedżera*, Puls Biznesu, 9.09.2010 r.
- Uchwały 258/2011 i 259/2011 Komisji Nadzoru Finansowego, które mają na celu dostosowanie polskich przepisów do wymogów Dyrektywy 2010/76/UE Parlamentu Europejskiego (tzw. CRD III).
- Wolpert J., *Corporate Governance and the 2008 Financial Crisis*, CA (SA) FCMA FCIS, September 2009.
- Wynagrodzenia prezesów największych spółek giełdowych. Polska na tle regionu*. Raport Deloitte, <http://www.deloitte.com/>.
- Wynagrodzenia prezesów największych spółek giełdowych. Polska na tle regionu*, Deloitte 2009.