

*Jakub Keller*\*

**WYNAGRODZENIA ZARZĄDÓW I RAD NADZORCZYCH  
W CZASIE SPOWOLNIENIA GOSPODARCZEGO.  
ANALIZA NA PRZYKŁADZIE SPÓŁEK Z WIG20**

**1. WSTĘP I PODSTAWY TEORETYCZNE**

Wysokość oraz konstrukcja wynagrodzeń zarządów spółek od lat stanowi temat budzący wiele kontrowersji. U przeciętnego obserwatora oburzenie wywoływane jest samym rzędem wielkości kwot, jakie zarabiają menedżerowie najwyższych szczebli. To, co jednak powinno budzić większy niepokój to nie same sumy wypłacane zarządom, lecz podstawa, na jakiej zostały one wypłacone. Na wynagrodzenie kadry zarządzającej składają się trzy zasadnicze elementy: czynnik stały, niezależny od osiągniętych wyników, premie wypłacane w oparciu o określone mierniki wydajności oraz szereg korzyści pozapłacowych, które możemy utożsamiać z szeroko pojętym pakietem socjalny. Do tej części kwalifikować należy czynniki, jak pakiety sportowe, opiekę medyczną, ubezpieczenia, bądź służbowe auta.

Do roku 2004 wynagrodzenia kadry zarządzającej stanowiły kwestię dość nieprecyzyjnie określoną w zakresie ich prezentacji w sprawozdaniach finansowych, nawet w przypadku spółek publicznych, notowanych na parkietach giełdowych. Pomimo przyjętych standardów narzucanych przez Komisję Nadzoru Finansowego oraz Giełdę, odnośnie obowiązków informacyjnych i sprawozdawczych, zagadnienie prezentacji wynagrodzeń zarządów pozostawiało możliwość wykazywania jedynie ich ogólnego poziomu. Dyrektywa Komisji Europejskiej z 2004 r. doprecyzowała tę kwestię narzucając wymóg rozróżniania składników wynagrodzenia w sprawozdaniu finansowym (2004/913/WE z 14 grudnia 2012 r.).

Ważnym aktem prawnym w polskim ustawodawstwie jest tzw. „ustawa kominowa” z 2000 r., która dodatkowo reguluje górny limit wynagrodzeń menedżerów zatrudnionych w jednostkach państwowych, samorządowych oraz

---

\* Mgr, doktorant, Instytut Finansów, Uniwersytet Łódzki.

przedsiębiorstwach, w których udziałowcem jest Skarb Państwa. Ramy zaproponowane w tej ustawie ustalają m. in. limit premii rocznej, wypłacanej za osiągnięcie założonych wyników na maksymalnie trzykrotność miesięcznej pensji menedżera oraz największą wysokość świadczeń dodatkowych na maksimum dwunastokrotność miesięcznego wynagrodzenia. Wokół „ustawy kominowej” pojawia się wiele kontrowersji. Jej zwolennicy podkreślają, iż firmy i jednostki państwowe muszą mieć ograniczenia w ustalaniu wysokości pensji kadr zarządzających ze względu na to, iż dysponują budżetem pochodzącym m. in. od podatników. Jej przeciwnicy zwracają jednak uwagę na fakt, iż stawianie takich ograniczeń zmniejsza konkurencyjność spółek państwowych w przyciąganiu do siebie najlepszych menedżerów, co natomiast potencjalnie obniża jakość zarządzania pieniędzmi podatników. Ograniczenie pensji, prócz powodowania odplywu zarządczej elity do sektora prywatnego może wywoływać chęć czerpania dodatkowych, nielegalnych korzyści materialnych przez zatrudnionych dyrektorów [Patulski, 2005].

Najnowszym głosem w dyskusji odnośnie decyzji o wysokości wynagrodzeń zarządów jest projekt Komisji Europejskiej, który zakłada, iż miałyby one być ustalane także przez akcjonariuszy spółki. Zabieg tego typu miałby z jednej strony zachęcić inwestorów do długoterminowego alokowania swoich środków w spółkach, z drugiej zaś dać im narzędzie pozwalające na wynagradzanie i karcenie zarządów za wykonywanie konkretnych działań [<http://www.forbes.pl...>]. Pomysł KE jednak wydaje się być bardzo ryzykowny, ze względu na niekonierną zbieżność interesów inwestorów, którzy głównie zainteresowani są wzrostem wartości akcji oraz dywidendami, z długoterminową strategią rozwoju spółki. Istnieje też ryzyko, że takie rozwiązanie stworzy pole do manipulowania zarządem przez akcjonariuszy posiadających duże pakiety akcji.

Tu dochodzimy do bardzo ważnej kwestii, jaką jest sposób rozliczania zarządów z efektów ich działania. Nieprzerwanie toczy się dyskusja na temat odpowiedniego *benchmarku*, który służyłby ocenie stopnia wykonania przez zarząd założonych w planie celów. Znalezienie odpowiedniego i jednoznacznego miernika jest procesem bardzo problematycznym. B. Graham proponuje, aby tego typu miarę stanowiła średnia cena rynkowa akcji [Graham, 1999]. W swym stanowisku zakłada on, iż wszelkie decyzje zarządów są w sprawny i szybki sposób dyskontowane przez rynek, co może stanowić silną przesłankę do stosowania tej metody do obliczania premii dla menedżerów. Nie uwzględnia on jednak faktu, iż współczesny rynek finansowy jest bardzo dynamiczny i podatny na szereg informacji niepochodzących z samej spółki. Na kursy wpływają informacje makroekonomiczne, polityczne oraz szereg czynników subiektywnych, których nie sposób uwzględnić w rozliczaniu pracy menedżera, gdyż są one całkowicie poza jego obszarem decyzyjnym. Odniesienie do wartości akcji jest powszechnie akceptowane w formie dodatkowego motywatora dla kadry mene-

dżerskiej, która stara się lepiej zarządzać wartością spółki, gdy jest w posiadaniu pakietu jej akcji.

Inne podejście opisuje m. in. Pyszkowski sugerując stosowanie do oceny wskaźników opartych o zysk rezydualny [Pyszkowski, 2008]. Pojawiają się też głosy sugerujące, iż dobrym miernikiem mogłaby być ekonomiczna wartość dodana (EVA). Są to z pewnością ciekawe głosy w dyskusji, lecz ich przeciwnicy podnoszą, iż *benchmark* w przypadku ustalania wysokości premii musi być maksymalnie prosty i czytelny, aby był on łatwy do interpretowania zarówno dla menedżera jak i nadzorujących, czy też inwestorów. Mierniki stosowane w programach motywacyjnych menedżerów nie mogą stanowić wyzwania zadaniowego same w sobie, muszą odzwierciedlać jedynie faktyczny stan rzeczy związany z działaniami kadry zarządzającej. Ponadto muszą one wyraźnie pokazywać, że jest ona nagradzana w sposób „win-win”, czyli zysk i rozwój przedsiębiorstwa jest bezpośrednim motywem premiowania menedżera. Dobrze dobrany miernik stanowi narzędzie behawioralne, dzięki któremu zarządzający nie widzą konfliktów interesów pomiędzy korzyściami własnymi i przedsiębiorstwa.

W praktyce jednak konstruowanie *benchmarków* premiowych w spółkach notowanych na GPW może być bardzo odmienne, co zdaje się być szczególnie widoczne w czasie globalnego kryzysu i ewidentnego spowolnienia polskiej gospodarki. Negatywna, światowa sytuacja ekonomiczna ujawniła, że rady nadzorcze nie spełniły oczekiwań akcjonariuszy w zakresie konstruowania systemów płacowych dla najwyższego szczebla [Urbanek, 2010]. J. Bogle stwierdza, że w zarządzaniu przedsiębiorstwami, a w szczególności w kwestii zarabiania pieniędzy, ważna jest prostota [Bogle, 2009]. Sugeruje on, iż jednym z najlepszych mierników wyników pracy zarządu są zyski przedsiębiorstwa. Dodajmy tu, że chodzi mu przede wszystkim o zyski pochodzące z działalności operacyjnej, nie zaś ze sprzedaży swoich aktywów, bądź przychodów z działalności finansowej. Zyski księgowo są bardzo jasnym i czytelnym *benchmarkiem* także dla inwestorów, co z pewnością może tłumaczyć długoletnią popularność wskaźnika C/Z przy ocenie spółki. Z tych powodów, zaprezentowane w niniejszym artykule badanie odnosić się będzie do przychodów ze sprzedaży oraz zysków netto przedsiębiorstw w kreowaniu wysokości pensji zarządów.

## 2. CEL I HIPOTEZA BADAWCZA

Celem przeprowadzonych badań jest ocena wynagrodzeń zarządów oraz rad nadzorczych w największych spółkach giełdowych notowanych na GPW w Warszawie. Przedstawiona analiza skupia się na weryfikacji adekwatności wynagrodzeń wypłacanych kadry zarządzającej w kontekście osiągniętych przez spółkę wyników. Ocena systemu płac odbywać się będzie przy użyciu zapropono-

nowanych *benchmarków*, jakimi są przychody ze sprzedaży oraz zyski netto. Dodatkowym celem będzie wyłonienie spółek, które najlepiej i najgorzej opłacają swoją kadrę zarządzającą w kontekście zaproponowanej teorii wynagradzania menedżerów. Ponadto, podjęta zostanie próba odpowiedzi na pytanie o uczciwość podziału zysków pomiędzy kadrę zarządczą i inwestorów.

Przyjmujemy hipotezę, iż wynagrodzenia osób decyzyjnych w przedsiębiorstwach z WIG20 są w swojej ruchomej części silnie związane z wynikami osiąganymi przez przedsiębiorstwo. Przesłankami do przyjęcia tej tezy są przede wszystkim: wymagana wysoka przejrzystość finansowa spółek giełdowych oraz sama wysokość wynagrodzeń w ich części stałej. Inwestorzy zwracają dużą uwagę na sposób, w jaki pensje zarządów wiążą się z osiąganymi wynikami, a także jak odnoszą się one do wypłacanych dywidend, zarówno pod kątem wielkości jak i dynamiki.

### 3. PRÓBA I METODA BADAWCZA

W badaniu uwzględniono 15 spółek należących do indeksu WIG20 Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie według stanu na grudzień 2012. Pomińnięcie pozostałych 5 przedsiębiorstw wiąże się z niekompletnością dostępnych danych w okresie badania, który obejmuje lata 2006–2011. Do analiz wykorzystano skonsolidowane finansowe raporty roczne.

W badaniu uwzględniono następujące spółki:

- |                  |           |               |
|------------------|-----------|---------------|
| 1. Asseco Poland | 6. KGHM   | 11. PKN Orlen |
| 2. Boryszew      | 7. Lotos  | 12. PKO BP    |
| 3. BRE Bank      | 8. Pekao  | 13. Synthos   |
| 4. GTC           | 9. PGE    | 14. TPSA      |
| 5. Bank Handlowy | 10. PGNiG | 15. TVN       |

Spośród dostępnych *benchmarków* ostatecznie wykorzystano do oceny podstawowe, jakimi są przychody ze sprzedaży oraz zyski netto wypracowane w całym roku rozrachunkowym. Analiza koncentrować się będzie na wskazaniu zależności pomiędzy wynagrodzeniami zarządów i wynikami spółki. Podwójny *benchmark* pozwoli na sprawdzenie, która z zaproponowanych wielkości lepiej oddaje założenia architektury płacowej w rozpatrywanych spółkach. Korelacja wynagrodzeń do *benchmarków* zostanie poddana dwojakiej ocenie. W pierwszej kolejności, w kontekście statycznym, związku pomiędzy wynikami a płacami w poszczególnych latach oraz dynamicznym, prezentującym zależność pomiędzy dynamiką *benchmarków* i płac.

Podobna relacja zostanie przeanalizowana w stosunku do wypłacanych przez spółkę dywidend. W celu dokonania oceny zaproponowanych wskaźników, zaproponowana została subiektywna skala mająca na celu usystematyzo-

wanie otrzymanych wyników w kontekście siły korelacji pomiędzy wynagrodzeniami i wynikami spółek, a także w odniesieniu do proporcji wysokości pensji do pozostałych wielkości zawartych w badaniu.

Ostatecznie zaproponowane zostaną wnioski na temat poprawności postawionej tezy. Ponadto wyłonione zostaną spółki, które zdają się najlepiej wpasowywać w zaproponowaną teorię wynagradzania menedżerów jak i te, które wypadają najgorzej w tym kontekście.

#### 4. WYNIKI BADANIA

W pierwszej kolejności przyjrzymy się korelacji pomiędzy nominalnymi wielkościami wypłacanych wynagrodzeń w stosunku do osiągniętych przychodów ze sprzedaży oraz zysków netto przedsiębiorstwa. Nadmienimy tu, że założona subiektywna skala oceny stopnia korelacji kształtuje się w następujący sposób:

1. Korelacja wyższa niż 0,7 – wyraźny związek z wynagrodzeniami oceniany pozytywnie w kontekście założonej hipotezy,

2. Korelacja z przedziału 0,25–0,7 – związek niejednoznaczny, słabe zależności,

3. Korelacja niższa niż 0,25 – niski stopień zależności wskazujący na słabe odzwierciedlanie wyników spółki w wynagrodzeniach kadry zarządzającej.

Warto też dodać, że szczególnie niepokojące będą przypadki ujemnych korelacji analizowanych wielkości, zwłaszcza w sytuacji ujemnej dynamiki przychodów i zysków.

Współczynnik korelacji pomiędzy zaproponowanymi wielkościami w dużej mierze wskazuje na ich niewielką zależność. Jest to negatywny wniosek w kontekście postawionej hipotezy o uzależnieniu wynagrodzeń od wyników. Warto też zwrócić uwagę na fakt, iż duża część współczynników jest ujemna, co oznaczałoby, że nie tylko wynagrodzenia słabo reagują na wyniki spółek, ale że ich zmiany są przeciwne, co tym bardziej jest zjawiskiem nagannym. Powodem tego jest fakt, iż zarządy nie mają tendencji do obniżania swoich pensji przy osiągnięciu coraz lepszych wyników. W większości takich przypadków, pensje również rosną na skutek wyższych premii. Odwrotnie jest jednak w przypadku, gdy spółki tracą na dynamice przychodów i zysków. Wtedy też częstym zjawiskiem jest utrzymywanie pensji na poziomach z lat ubiegłych, lub co gorsza, dalsze jej zwiększanie. W tym kontekście możemy stwierdzić, że ujemny współczynnik korelacji bardzo źle świadczy o polityce płac. Nie oznacza to jednak, że wszystkie spółki wykazują tak negatywne tendencje. Zaznaczmy, że wyniki finansowe w rozpatrywanych spółkach, w analizowanym okresie wcale nie były jednoznacznie malejące. Przeciwnie wręcz, przeciętna dynamika przychodów i zysków dla znacznej grupy spółek była dodatnia. Jednak wyciągnięcie średniej

w tym okresie może być bardzo mylące, gdyż lata 2006–2011 nie były łatwym okresem ze względu na kryzys gospodarczy. Skutkowało to dużą zmiennością osiąganych wyników rok do roku, która jest całkiem wygładzona poprzez wielkość średnią z całego okresu badania.

Tabela 1

Korelacja wynagrodzeń zarządów i rad nadzorczych z przychodami ze sprzedaży oraz zyskami netto przedsiębiorstw

Spółka	Korelacja z przychodami	Korelacja z zyskiem
Asseco Poland	0,97	0,92
Boryszew	0,75	0,72
BRE Bank	-0,33	0,24
GTC	-0,09	-0,07
Bank Handlowy	-0,30	0,06
KGHM	-0,23	-0,12
Lotos	-0,71	0,06
Pekao	-0,57	-0,45
PGE	-0,85	-0,04
PGNiG	0,93	0,66
PKN Orlen	-0,62	-0,31
PKO BP	0,77	0,96
Synthos	0,87	-0,23
TPSA	-0,31	-0,27
TVN	0,71	-0,57

Źródło: opracowanie własne.

Przyjrzyjmy się więc zmodyfikowanemu wskaźnikowi korelacji, który w tym przypadku będzie badał związek pomiędzy zmianami zysków i przychodów z roku na rok. W ten sposób odnosimy się do wielkości dynamicznej.

Ujęcie dynamiczne również wskazuje na fakt dużej rozbieżności pomiędzy zmianami wynagrodzeń i pozostałymi wielkościami. Sumarycznie, obie tabele pokazują jak dalekie od przyjętych założeń są realia rynkowe w kontekście analizowanych spółek. Zwróćmy jednak uwagę, iż trzy spośród rozważanych przedsiębiorstw wykazują relatywnie wysoki współczynnik korelacji pomiędzy analizowanymi wielkościami, zarówno w kontekście statycznym jak i dynamicznym. Są nimi Asseco Poland, Boryszew oraz PKO BP. Wnioskować możemy, że rady nadzorcze w tych podmiotach, uważają przyjęte *benchmarki* za dobre mierniki efektów pracy menedżerów, co zakłada przyjęta hipoteza.

Tabela 2

Korelacja dynamiki zmian wynagrodzeń z dynamiką przychodów i zysków netto

Spółka	Korelacja wynagrodzeń z przychodami	Korelacja z zyskami
Asseco Poland	0,44	0,27
Boryszew	0,92	0,81
BRE Bank	-0,66	-0,21
GTC	-0,04	-0,25
Bank Handlowy	0,09	0
KGHM	-0,36	0,31
Lotos	-0,70	0,71
Pekao	-0,89	-0,94
PGE	-0,67	0,41
PGNiG	-0,20	-0,16
PKN Orlen	0,25	0,23
PKO BP	0,59	0,87
Synthos	-0,05	-0,33
TPSA	0	-0,09
TVN	0,15	-0,37

Źródło: jak do tab. 1.

Przeanalizujmy jeszcze związek wyników z wynagrodzeniami posługując się innym, prostym wskaźnikiem. Będzie nim relacja dynamiki przychodów do wypłacanych wynagrodzeń. Analogiczne działanie odniesiono do zysków netto. Celem zastosowania takiej miary jest pokazanie, jak średnio zmieniały się wyniki w stosunku do zysków. Ze względu na przyjętą formułę, najbardziej pożądane wyniki z punktu widzenia wynagradzania menedżerów będą dodatnie i większe od 1, czyli sytuacje, w których zmiany podążają w tym samym kierunku, a płaca rośnie wolniej, niż wyniki przedsiębiorstwa. W przypadku wskaźników ujemnych ważne jest sprawdzenie, który z czynników determinuje znak. Jeżeli średnia dynamika przychodów była ujemna, zaś wynagrodzeń dodatnia, wnioski w oczywisty sposób będą negatywne, jeśli odwrotnie, będziemy mieli do czynienia z rzadko spotykaną sytuacją, której interpretacja wymagałaby szczegółowego przeanalizowania konkretnego podmiotu.

Zaproponowana miara szczególnie negatywnie ukazuje politykę płacową np. Lotosu, co niejako jest potwierdzeniem wyników otrzymanych na podstawie wskaźników korelacji. Można założyć, że dużo bardziej wymiernym jest odnośnienie się do przychodów ze sprzedaży, gdyż to one głównie świadczą o rozwo-

ju podstawowej działalności przedsiębiorstwa, podczas gdy zysk netto dodatkowo determinowany jest działalnością pozaoperacyjną i może być znacznie mniejszy np. poprzez inwestycje, bądź straty nadzwyczajne. W tym kontekście ponownie warto zwrócić uwagę na Asseco Poland, które zwiększało wynagrodzenia dwukrotnie wolniej, niż wyniki spółki. Można jednak wskazać przedsiębiorstwa, które większą wagę przywiązują do ostatecznego zysku netto. Przykładem może być tu PKN Orlen, który w analizowanym okresie zwiększał swoje przychody, co jednak nie przekładało się na ostateczne zyski. Skutkiem tego było obniżanie pensji zarządów. Nadmienmy tu, że nie będziemy w stanie używać proporcji zmian 1 do 1w przypadku negatywnych trendów, gdyż oznaczałoby to, że wynagrodzenia zarządów w ogóle nie posiadają części stałej, co jest oczywistą nieprawdą.

Tabela 3

Wskaźniki relacji dynamiki przychodów i zysków do wynagrodzeń

Spółka	(A) Średnia dynamika przychodów	(B) Średnia dynamika zysków	(C) Średnia dynamika wynagrodzeń	A/C	B/C
Asseco Poland	68,8%	62,1%	26,2%	2,62	2,37
Boryszew	0,6%	-180,8%	9,7%	0,06	-18,74
BRE Bank	21,8%	94,5%	11,7%	1,85	8,05
GTC	18,9%	-82,4%	11,1%	1,70	-7,42
Bank Handlowy	3,1%	5,9%	-6,0%	-0,52	-0,99
KGHM	-13,4%	40,4%	0,7%	-18,88	56,88
Lotos	-4,6%	-100,2%	45,7%	-0,10	-2,19
Pekao	11,9%	19,4%	11,6%	1,03	1,67
PGE	4,4%	33,7%	-1,4%	-3,17	-24,01
PGNiG	8,8%	26,7%	22,4%	0,39	1,19
PKN Orlen	16,4%	-52,4%	-5,2%	-3,12	9,98
PKO BP	15,3%	14,2%	33,1%	0,46	0,43
Synthos	38,5%	117,3%	29,2%	1,32	4,01
TPSA	-4,3%	312,6%	8,7%	-0,50	36,07
TVN	21,4%	-60,6%	26,3%	0,81	-2,30

Źródło: jak do tab. 1.

Ze względu na dużą różnorodność analizowanych spółek, trudno jest wyciągać wnioski dla całej analizowanej zbiorowości. Warto jest jednak zwrócić uwagę na każdą spółkę indywidualnie oceniając racjonalność wynagradzania jej menedżerów w kontekście osiągniętych wyników.



Ostatecznie przyjrzyjmy się polityce analizowanych podmiotów w stosunku do wypłacanej dywidendy. Według teorii racjonalności zachowań wzrost ceny akcji o wartość równą wypłacanej dywidendzie na akcję jak i sama dywidenda powinny przynosić inwestorowi taką samą korzyść i satysfakcję, jednak ze względu na heurystyki, inwestorzy nie stawiają znaku równości pomiędzy tymi zyskami, preferując dywidendy, co sprawia, iż polityka dywidendowa stanowi często ważny aspekt w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Warto więc odnieść wcześniej zaproponowane miary do wielkości wypłacanych dywidend.

Tabela 4

Korelacja wynagrodzeń do dywidend w ujęciu statycznym i dynamicznym

Spółka	Statyczna korelacja z dywidendami	Dynamiczna korelacja z dywidendami
Asseco Poland	0,84	0,32
Boryszew	0,61	0,08
BRE Bank	0,78	0,56
GTC	0	0
Bank Handlowy	0,58	0,45
KGHM	0,01	0,18
Lotos	-0,25	0,47
Pekao	0,63	0,44
PGE	0,06	0,26
PGNiG	-0,97	-0,98
PKN Orlen	0,29	0,62
PKO BP	0,80	0,81
Synthos	0,98	0
TPSA	0,49	-0,04
TVN	-0,04	-0,09

Źródło: jak do tab. 1.

Ze względu na nieregularność wypłacania dywidend przez znaczną grupę spółek, analizowanie średniej proporcji wynagrodzeń do zysku wypłacanego inwestorom, jest mocno zniekształcone. Z tego powodu wskaźnik ten pominięto do szerszej oceny. Na podstawie współczynników korelacji widzimy jednak, że polityka dywidend kształtuje się bardziej spójnie w stosunku do wynagrodzeń, niż same wyniki przedsiębiorstwa. Według przyjętej wcześniej skali, relacje zysków menedżerów i inwestorów nie są już głównie w sferze negatywnej, a przynajmniej neutralnej, bądź niejednoznacznej w interpretacji. To, co jest przede wszystkim warte podkreślenia, to niewielka ilość korelacji ujemnych,

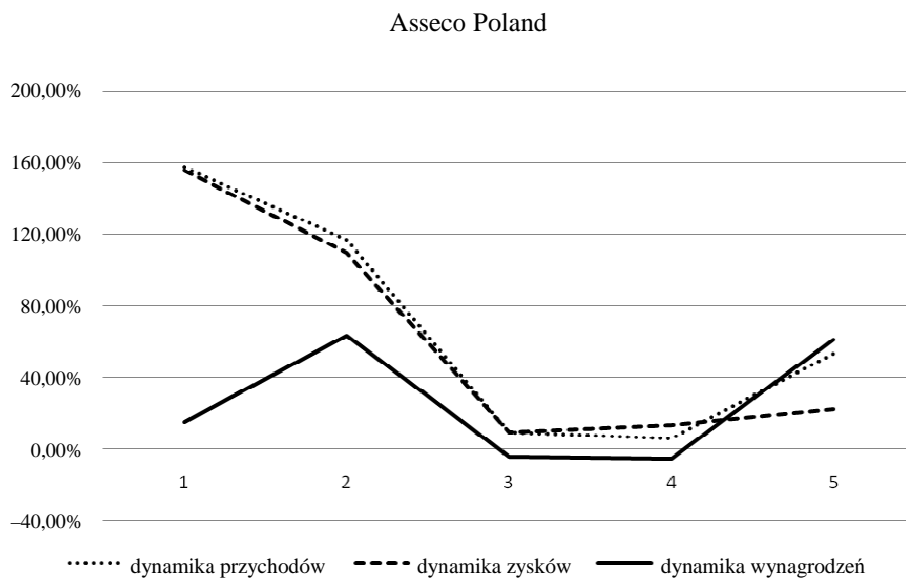
które jednak stanowiły spory procent w przypadku odniesienia się do wyników spółek. Widzimy również potwierdzenie „uczciwości” polityki płac w przypadku wcześniej wyróżnianych spółek Asseco oraz PKO BP, które cechują się wysokimi wskaźnikami ocenianej korelacji.

Przeprowadzona analiza jest jednak dość ogólna i pozwala raczej na wskazanie ciekawych podmiotów giełdowych, a nawet pojedynczych lat, w których występowały ciekawe zdarzenia w analizowanym kontekście. Przejrzystość zasad prezentacji sprawozdań finansowych pozwala inwestorom na weryfikację poczynąń kadry zarządzającej i odzwierciedlenie ich chociażby poprzez kupno, lub sprzedaż akcji danego podmiotu. Należy umieć spojrzeć krytycznym okiem, czemu obserwujemy takie płacowe anomalie jak np. w przypadku BRE Banku, którego zarząd w analizowanym okresie wykazywał stałe przychody roczne członków na poziomie 550–600 tys. zł. oraz „premie za poprzedni rok” kształtujące się na poziomie około 2,5 mln zł każdego roku, niezależnie od osiągniętych wyników. Innym przykładem niech będzie GTC, który w 2011 r. wypracował stratę na poziomie około 1,5 mln w stosunku do zysku 113 mln w roku poprzednim. W kontekście tych wyników zarząd otrzymał łączne wynagrodzenia na poziomie 200% w stosunku do roku 2010, które wyniosło ponad 20 mln zł. Są to jedynie dwa przykłady spośród wielu, które można by wskazać w analizowanej próbie badawczej, mimo jej znacznego ograniczenia. Dokładna analiza wymagałaby jednak studium indywidualnych przypadków, co nie jest celem niniejszej pracy. Przede wszystkim chcemy zwrócić uwagę na problem bardzo dużego rozproszenia polityki płac wśród spółek należących do indeksu WIG20.

## 5. PODSUMOWANIE I ZAKOŃCZENIE

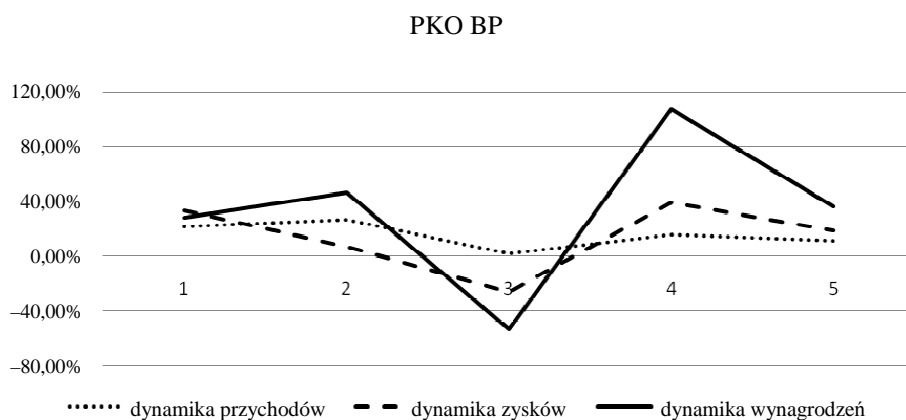
Wykonane analizy wskazują na fakt, iż zaproponowany *benchmark* nie jest najlepszym, w kontekście oceny polityki wynagrodzeń firm z WIG20. Należy się więc zastanowić, jakimi przesłankami kierują się rady nadzorcze przy ustalaniu wysokości pensji menedżerów. Niemniej jednak udało się wskazać kilka przedsiębiorstw wpasowujących się w zaproponowany szablon. W odniesieniu do zaproponowanej hipotezy, najlepiej wynagradzającymi spółkami okazały się Asseco Poland i PKO BP. Dla lepszego zobrazowania tego faktu, rys. 1 i 2 prezentują dynamikę analizowanych wielkości w tych dwóch spółkach.

Wyraźnie widać, iż polityka płac w przypadku tych podmiotów podąża za osiąganymi wynikami. Jednocześnie możemy wskazać spółki, które stały w największej opozycji do zaproponowanego *benchmarku* dla wynagrodzeń. Są nimi Pekao i GTC. Obraz tych spółek prezentują rys. 3 i 4.



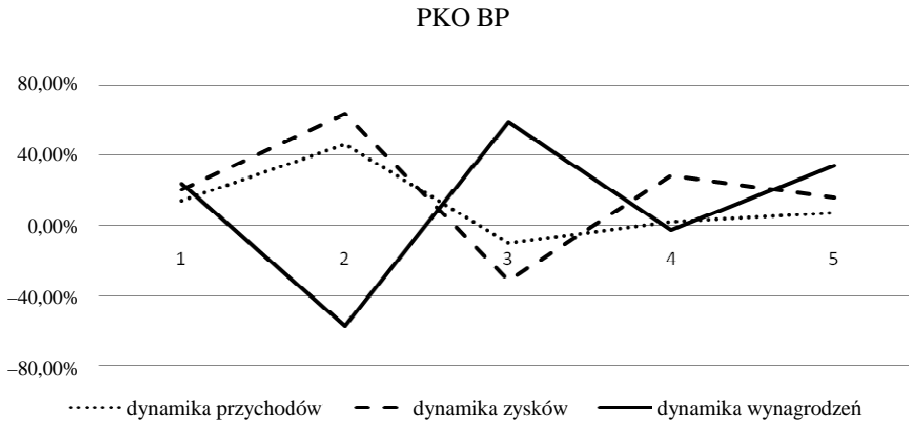
Rys. 1. Dynamika przychodów, zysków oraz wynagrodzeń w Asseco Poland w latach 2006–2011

Źródło: opracowanie własne.



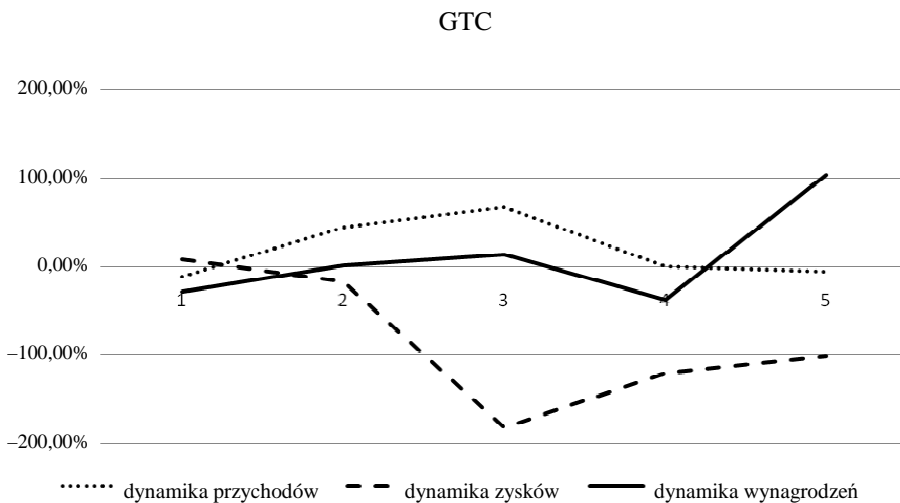
Rys. 2. Dynamika przychodów, zysków oraz wynagrodzeń w PKO BP w latach 2006–2011

Źródło: jak do rys. 1.



Rys. 3. Dynamika przychodów, zysków oraz wynagrodzeń w Pekao w latach 2006–2011

Źródło: jak do rys. 1.



Rys. 4. Dynamika przychodów, zysków oraz wynagrodzeń w GTC w latach 2006–2011

Źródło: jak do rys. 1.

Spółki te zostały zaproponowane subiektywnie i jedynie w kontekście prowadzonych rozważań. Dodatkowo jeszcze raz trzeba podkreślić, że przeprowadzone rozważania mogą być jedynie wstępem do dyskusji na temat *benchmarków* w konstruowaniu wynagrodzeń oraz zwrócenia uwagi na problem niejasno-

ści w wypłacaniu wysokich premii za podejmowane działania. Niewątpliwym wnioskiem jest to, że w analizowanej próbie stanowcza większość spółek nie stosuje bezpośredniego przełożenia przychodów i zysków na pensje menedżerów, co może budzić niepokój zarówno z punktu widzenia akademickiego jak i inwestora, który oczekuje jasnej polityki płac w spółce, w którą inwestuje.

## BIBLIOGRAFIA

- Bogle J., 2009, *Dość. Prawdziwe miary bogactwa, biznesu i życia*, Wydawnictwo John Wiley&Sons, New Jersey.
- Buzowska B., 2010, *Kontrowersje wokół wynagrodzenia menedżerów, jako instrumentu nadzoru nad własnością*, „Zeszyty Naukowe Małopolskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie”, nr 1(15).
- Graham B., 1999, *Mądry inwestor*, Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków.
- Patulski A., 2005, *Problem ograniczeń w wynagradzaniu osób kierujących niektórymi podmiotami prawnymi*, „Personel i Zarządzanie”, nr 4.
- Pyszkowski C., 2008, *Menedżerskie programy motywacyjne*, [w:] A. Szablewski, R. Tuzimek (red.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltex, Warszawa.
- Urbanek P., 2010, *Kryzys finansowy a polityka wynagradzania menedżerów*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Ustawa z dnia 3 marca 2000 r. o wynagradzaniu osób kierujących niektórymi podmiotami prawnymi*, DzU 2000, nr 26, poz. 306 z późn. zm.
- Zalecenie Komisji 2004/913/WE z dnia 14 grudnia 2004 r. w sprawie wspierania odpowiedniego systemu wynagrodzeń dyrektorów spółek notowanych na giełdzie*, DzU UE.L.04.385.55.

Źródła internetowe :

<http://www.forbes.pl/akcjonariusze-wplyna-na-pensje-prezesow,artykuly,135765,1,1.html>  
[dostęp: 12.12.2012].

*Jakub Keller*

**REMUNERATIONS OF MANAGEMENT AND SUPERVISORY BOARDS  
DURING THE ECONOMIC DOWNTURN.  
ANALYSIS BASED ON THE COMPANIES FROM WIG20**

Research that is being proposed refers to finding the ways to relate the remunerations of managements and supervisory boards to the results achieved by the company. Evaluation of the managers work is very complicated because of the ambivalence of benchmarks that are being used to calculate their salaries. This subject is highlighted especially at the time of economic downturn, when even the amounts that are paid to the managements are shocking for the observers. This article, however, focuses on the aspect of defining the proper reference, which would determinate the premium part of the management salaries.

With the appropriate legislative regulations, remunerations of managers were well highlighted and so, that topic was exhibited to the wide debate. A major role was played here by the standards imposed by the Financial Supervision Commission and the Stock Exchange itself. Similarly, on the central level, legislation regulates this issue. From that point, a very important documents are EU directives from the year 2004 and so-called „chimney law”.

Literature describing the issue of rewarding the managers is proposing to use many different benchmarks for the evaluation of managers work. The scope includes the simple ones, like net profits achieved by the company and more complicated like those based on the residual value. In the analysis that was made in the article, the simple measures were taken under consideration, because of their clarity and ease of interpretation by the managers and the investors. Performed calculations presents relations between the remunerations and the company results understood as the volume of sales and the net profit for the whole fiscal year.

The carried survey proved that in the vast majority of cases, the proposed benchmarks are not a good reference for the interpretation of the remuneration determination process. Also a disturbing discrepancy of changes in salaries and the company’s results was detected. Finally, the best and the worst companies was pointed, from the point of view of the management salary policy proposed at the beginning.