

Jolanta Szapiel

Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

PROBLEM AGENTA A PRZEOBRAŻENIA INSTYTUCJONALNE DOTYCZĄCE WYNAGRADZANIA MENEDŻERÓW ZAGRANICZNYCH I POLSKICH SPÓŁEK GIEŁDOWYCH

1. Wstęp

Niniejszy artykuł dotyczy spółki giełdowej, czyli kontraktowego modelu przedsiębiorstwa. Jak sugeruje nazwa, w ujęciu tym przedsiębiorstwo kontraktowe traktowane jest jako sieć powiązań między poszczególnymi uczestnikami, które to powiązania tworzone są za pomocą kontraktów. Poszczególni uczestnicy dokonują różnego rodzaju wymian i świadczą sobie określone dobra (usługi). Nawet wyczerpujące przedstawienie relacji między akcjonariuszami a menedżerami wykracza poza ramy jednego artykułu. W związku z tym autorka skoncentruje się na omówieniu kontraktu dotyczącego systemu wynagrodzeń menedżerów zagranicznych i polskich spółek giełdowych.

2. Teoria agencji jako teoretyczna podstawa relacji agencji między akcjonariuszami i menedżerami

Teoria agencji stanowi strukturę teoretyczną służącą do analizy powiązań między uczestnikami danego przedsięwzięcia w formie tzw. związku (relacji) agencji. Przez pojęcie relacji agencji rozumie się kontrakt, na mocy którego mocodawca angażuje osobę trzecią (agenta) do wykonywania pewnych czynności w jego imieniu, co pociąga za sobą konieczność delegowania (przenoszenia) pewnych uprawnień do podejmowania określonych decyzji¹. W literaturze przedmiotu przyjmu-

¹ Tłumaczenie nazw podmiotów występujących w relacji agencji nie zostało jeszcze ujednolicono w polskiej terminologii. Stosuje się określenia: relacje agencji (pośrednictwa, przedstawicielstwa). Podmioty określa się jako pryncypał i przedstawiciel, mocodawca i pełnomocnik, mocodawca i agent, czy też pan i sługa.

je się, że pojęcie *principal-agent* zostało wprowadzone do teorii ekonomii przez S.A. Rossa². Autor ten zauważa, że relacja typu agencji jest jednym z najstarszych i najpowszechniejszych skodyfikowanych sposobów interakcji społecznej [Ross, 1973, s. 38].

Klasycznym przykładem relacji agencji, który często jest utożsamiany z jedną ich postacią w organizacji, są relacje zachodzące w przedsiębiorstwie między akcjonariuszami i zarządem przedsiębiorstwa. Problem agenta dotyczący kapitału został po raz pierwszy w sposób kompleksowy zaprezentowany w pochodzącej z 1976 r. pracy M.C. Jensena i W.H. Mecklinga [Jensen, Meckling, 1976, s. 305-360]. Praca ta stanowi podstawę tzw. kontraktowego podejścia w ramach teorii firmy, zapoczątkowanego przez R. Coase'a (1937 r.). Zgodnie z ujęciem M.C. Jensena i W.H. Mecklinga, prywatna firma może być przedstawiana jako wiązka kontraktów, które charakteryzują się istnieniem podzielnych roszczeń rezydualnych (*divisible residual claims*)³ w odniesieniu do przepływów pieniężnych i aktywów przedsiębiorstwa. Prawa te mogą być przy tym sprzedawane przez strony kontraktów bez konieczności uzyskiwania zezwolenia pozostałych partnerów w ramach wiązki kontraktów. W konsekwencji firma stanowi jedynie pewnego rodzaju twór prawny (*legal fiction*), w ramach którego równowagę między sprzecznymi interesami jednostek osiąga się poprzez odpowiednie relacje kontraktowe.

W konsekwencji relację agencji dotyczącą kapitału M.C. Jensen i W.H. Meckling definiują jako kontrakt, w ramach którego akcjonariusz angażuje menedżera do świadczenia usług w swoim imieniu, co pociąga za sobą delegację części uprawnień decyzyjnych na menedżera (por. [Jensen, Meckling, 1976, s. 308]). K.M. Eisenhardt uszczegóławia problem agenta dotyczący kapitału. Jego zdaniem problem agenta polega na delegowaniu obowiązków na menedżera, który otrzymuje w zamian wynagrodzenie i od którego oczekuje się działań zgodnych z interesami akcjonariusza [Eisenhardt, 1983, s. 58].

Problem agenta jest nierozdzielnie związany z rozdziałem własności i zarządzania. W zasadzie występuje jedynie wówczas, gdy menedżer posiada część udziałów w spółce giełdowej lub nie posiada ich w ogóle. Tym samym w sytuacji, gdy właściciel firmy jednocześnie nią zarządza, nie ma problemu agencji, a co za tym idzie – taka forma organizacji nie pociąga za sobą kosztów agencji (por. [Weston, Siu, Johnson, 2001, s. 23-27]).

Problem przedstawicielstwa wynika z dwóch zasadniczych przesłanek, a mianowicie: z natury ludzkiej (oportunizm menedżera) oraz z warunków działania w czasie (niepewność i asymetria informacyjna) (por. [Jensen, 1994, s. 53-69]). Oba te czynniki są ze sobą ściśle związane.

² S.A. Ross powołuje się na wcześniejsze opracowania K.J. Arrowa, J. Marschaka oraz R. Radnera.

³ Roszczenie rezydualne (*residual claim*) jest to roszczenie, które może być zrealizowane dopiero po spłacie innych zobowiązań firmy – podatków, odsetek oraz spłaty długu. Podmioty uprawnione do takich roszczeń (np. posiadacze akcji zwykłych czy też menedżerów-właścicieli) określa się mianem pretendentów rezydualnych (*residual claimants*).

W sytuacji, gdy zarówno menedżer, jak i akcjonariusz dążą do maksymalizacji swojej funkcji użyteczności, istnieją poważne podstawy, aby sądzić, iż postępowanie menedżera nie zawsze będzie zbieżne z interesem akcjonariusza (por. [Shleifer, Vishny, 1997, s. 741-743]). Kadra kierownicza przedsiębiorstwa, dysponując dużymi możliwościami w dostępie do informacji oraz, co ważniejsze, znacznym zakresem uprawnień decyzyjnych, może wykazywać skłonności do nadużywania władzy i wykorzystywania zasobów firmy do realizacji własnych interesów kosztem akcjonariuszy (por. [Masulis, 1988, s. 28]). Konflikt interesu między kierownictwem firmy a akcjonariuszami wynika z tego, że menedżerowie preferują przede wszystkim takie sytuacje, jak:

1) duży poziom konsumpcji własnej i małą efektywność pracy, ponieważ te elementy nie wpływają niekorzystnie na obniżenie ich wynagrodzeń lub zmniejszenie wartości rynkowej ich prywatnych udziałów w kapitale akcyjnym spółki,

2) przywłaszczanie sobie części majątku przedsiębiorstwa poprzez: tworzenie własnych firm z wykorzystaniem zasobów kierowanej przez siebie firmy, przekazywanie części majątku przedsiębiorstwa po zaniżonych cenach do innych firm, z którymi są związani,

3) przygotowywanie przy braku skutecznej kontroli rady nadzorczej systemu wynagrodzeń z bardzo atrakcyjnymi zachętami,

4) inwestycje mniej ryzykowne i z mniejszą dźwignią finansową w celu zmniejszenia prawdopodobieństwa bankructwa przedsiębiorstwa, które może wpłynąć negatywnie na ich prestiż i ekonomiczną wycenę możliwości zarządczych oraz spowodować znaczne obniżenie wartości mało zdywersyfikowanych portfeli ich akcji,

5) inwestycje w przedsięwzięcia mające na celu powiększenie ich potęgi i prestiżu zawodowego,

6) inwestycje o krótkim horyzoncie czasowym zamiast bardziej zyskowych długookresowych przedsięwzięć inwestycyjnych, ze względu na ograniczony termin zatrudnienia i brak możliwości korzystania z bardziej długofalowych skutków swych działań,

7) pozostawanie na swych stanowiskach pomimo braku kompetencji i kwalifikacji.

Problem agenta dotyczący kapitału wynika także z niemożności przewidzenia wszystkich okoliczności, w jakich znajdzie się menedżer. J.E. Stiglitz konkretyzuje problem, pisząc, że pojawia się on, gdy występuje niedoskonała informacja na temat działań, jakie menedżer podjął lub powinien podjąć. Często zatem występują sytuacje, gdy na podstawie dających się obserwować zmiennych faktyczne zachowanie menedżera nie może być w pełni monitorowane. Ze względu na asymetrię informacji akcjonariusz nie wie, czy menedżer podjął działania, które w takich samych okolicznościach sam by podjął. Tak więc nawet jeśli akcjonariusz może obserwować podjęte przez menedżera działania, to niekoniecznie wie, czy są one właściwe [Stiglitz, 1987, s. 967].

Aspekty asymetrii informacji w relacji agencji dotyczącej kapitału, wyodrębnione przez J.E. Stiglitz, wzbogacają J.J. Laffont i D. Matrimort. W konsekwencji teoria agencji wyróżnia trzy aspekty asymetrii informacji między akcjonariuszami a menedżerami (autorem dwóch pierwszych jest J.E. Stiglitz). Pierwszy rodzaj tzw. prywatnej informacji dotyczy przypadku, gdy menedżer może podjąć działania, które nie są monitorowane przez mocodawcę. Chodzi wówczas o tzw. problem pokusy nadużycia (*moral hazard*), określane również jako działanie ukryte (*hidden action*). Drugi rodzaj dotyczy sytuacji, w której menedżer dysponuje pewną „prywatną wiedzą” na temat ponoszonego przez siebie kosztu agencji, która to wiedza jest pomijana przez akcjonariusza (tzw. problem negatywnej selekcji). Wreszcie trzeci aspekt asymetrii informacji to tzw. przypadek nieweryfikowalności (*nonverifiability*). Występuje on wówczas, gdy akcjonariusz i menedżer dysponują *ex post* tą samą informacją, ale nie jest ona dostępna dla trzeciej strony, przede wszystkim dla sądu.

Teoria agencji wyróżnia dwa zasadnicze mechanizmy kontroli działań menedżerów i w konsekwencji łagodzenia konfliktu interesów między nimi a akcjonariuszami. Chodzi tu o mechanizm kontraktowy oraz bezpośredni monitoring. Przy czym przedstawiciele ekonomii agencji zdają sobie sprawę, że menedżerowie mogą mieć duży wpływ na skuteczność tych mechanizmów, dlatego postulują zastosowanie instytucji (norm prawnych i norm etycznych)⁴.

3. Weryfikacja problemu agenta w ramach systemu wynagrodzeń menedżerów spółek giełdowych

Typowym podejściem w badaniach mieszczących się w pozytywnym nurcie teorii agencji jest próba identyfikacji zachowań świadczących o konflikcie interesów między akcjonariuszami i menedżerami, a następnie opis mechanizmów łagodzenia konfliktów. W tym punkcie artykułu zostanie wykorzystane pozytywne ujęcie ekonomii agencji do próby empirycznej weryfikacji problemu agenta w obrębie systemu wynagrodzeń menedżerów zagranicznych i polskich spółek giełdowych.

Konfliktowym elementem systemu wynagrodzeń menedżerów spółek giełdowych są niewątpliwie bodźce w postaci przyznanych akcji oraz opcji na akcje (czasami bywają to inne niż opcje instrumenty finansowe oparte na akcjach). Zwoleńnicy opcji, jako formy bodźcowego oddziaływania na menedżerów, widzieli w nich doskonały instrument przekształcania kierownictwa firmy we współwłaści-

⁴ W artykule będzie wykorzystywane pojęcie instytucji D.C. Northa. Autor ten definiuje instytucję jako wiązkę ograniczeń zachowań ludzkich w formie reguł i regulacji, wiązkę procedur do wykrywania odchylen od reguł i regulacji, i ostatecznie wiązkę norm moralnych i etycznych, które określają ramy, w których te reguły i regulacje są tworzone oraz zabezpieczone (zob. [North, 1991, s. 57]).

cieli i tym samym ograniczania konfliktu interesów między właścicielami a menedżerami⁵.

Koncepcja motywacyjnego oddziaływania opcji menedżerskich jest zasadniczo słuszną, tylko została sprymityzowana i wypaczona wskutek nadmiernej chciwości menedżerów. Menedżerowie, zamiast ukierunkowywać przedsiębiorstwo na realizację interesów akcjonariuszy poprzez trafną i długofalową strategię wzrostu firmy, dopuszczają się doraźnego i sztucznego pompowania zysku i kursu akcji spółki po to, aby zapewnić sobie wysokie dochody w wyniku sprzedaży akcji po wyższym kursie, uzyskanych poprzez konwersję opcji. W niektórych przypadkach wykazują fikcyjny zysk poprzez ukrywanie czynników ryzyka i manipulowanie liczbami. Wzrost ceny akcji prezesa wielu spółek giełdowych traktują jako cel sam w sobie, całkowicie zapominając, że należy go raczej traktować jako naturalny produkt uboczny sukcesów przedsiębiorstwa. W pogoni za wyższą prywatną rentą ekonomiczną stymulują oni sztucznie kurs akcji spółki, pogarszając jej długofalowe perspektywy. Nieefektywność rynków kapitałowych, wyrażająca się w honorowaniu natychmiastowej poprawy zysku (gdy w normalnych warunkach potrzeba na to dłuższego czasu) oraz wycenie spółek na podstawie nastrojów rynkowych i odbioru działań zarządu spółki przez analityków giełdowych (a nie realnych czynników ekonomicznych), ułatwiała menedżerom pomnażanie własnych korzyści.

Gigantyczne rozmiary wynagrodzeń szefów zagranicznych spółek giełdowych wynikają głównie z tego, że przez całe lata 90. zarządy spółek otrzymywały olbrzymie ilości opcji na akcje. Zarządy amerykańskich spółek giełdowych zwłaszcza uzyskiwały największe wynagrodzenia dzięki opcjom. Ponad 70-80% wysokości wynagrodzeń czołowych menedżerów amerykańskich spółek giełdowych obejmowały opcje. W Europie Zachodniej spółki giełdowe stosunkowo późno sięgnęły po taki instrument motywowania menedżerów. Upowszechnienie się w Europie Zachodniej rozwiązań amerykańskich co do bodźcowego oddziaływania na menedżerów oraz wprowadzenie przez poszczególne państwa przepisów prawnych pozwalających spółkom giełdowym przyznawać opcje na akcje⁶ uczyniły opcje, również w warunkach europejskich, istotnym składnikiem wynagrodzeń menedżerów. To dzięki opcjom wynagrodzenia członków zarządów europejskich spółek giełdowych w końcu lat 90. rosły bardzo szybko. Dla przykładu w Niemczech wynagrodzenia najwyższych rangą menedżerów wzrosły w latach 1999-2001 przeciętnie o 74%. Równocześnie akcjonariusze ponieśli w tym czasie straty na inwestycjach w akcje ponad 15% (przy uwzględnieniu dywidend) (por. [Czy członkowie..., 2001, s. 32]).

⁵ Do powszechnej wiary, że opcje menedżerskie mogą istotnie ograniczyć problem agencji dotyczący kapitału, przyczynił się w szczególności A. Rappaport, który w 1986 r. opublikował książkę pt.: *Creating Shareholder Value*. Zadeklarował się w niej jako zwolennik przyznawania menedżerom opcji na akcje, otwierając im perspektywy ogromnych zarobków w przypadku wzrostu kursów akcji zarządzanych przez nich spółek.

⁶ W Niemczech dopiero w 1998 r. wprowadzono przepisy prawne, na mocy których spółki giełdowe uzyskały przyzwolenie na przyznawanie opcji na akcje.

Tabela 1. Procentowa zmiana wynagrodzeń menedżerów i kursu akcji w 2001r. w stosunku do 2000 r.

Lista menedżerów, których wynagrodzenie charakteryzowało się największą dynamiką wzrostu („zwycięzcy”) i spadku („przegran”)	Procentowy wzrost/spadek wynagrodzenia w 2001 r. w stosunku do 2000 r.	Procentowy wzrost/spadek kursu akcji w 2001 r. w stosunku do 2000 r.
„Zwycięzcy”		
1. Henry Silverman – Cendant	64 %	34 %
2. Louis Gerstner – IBM	119 %	53 %
3. Robert Fuld J.R. – Lehman Brothers	97 %	34 %
4. Jeffrey Barbakow – Tenet Healthcare	204 %	78 %
5. Henry Dugues – First Data	65 %	49 %
6. Steve Jobs – Apple Computer	975 %	40 %
7. Howard Salomon – Forest Laboratories	19 %	39 %
8. Angelo Mozilo – Countrywide Credit	87 %	40 %
9. Robert Walter – Cardinal Health	226 %	20 %
10. Richard Brown – Electronic Data System	118 %	23 %
„Przegran”)		
1. Lawrence Ellison – Oracle	-87 %	-57 %
2. Jozef Straus – JDS Uniphase	-85 %	-90 %
3. John Chambers – Cisco Systems	-70 %	-72 %
4. Scott McNealy Sun – Microsystems	-59 %	-65 %
5. Micheal Eisner – Walt Disney	-71 %	-51 %
6. Dan Warmenhoven – Network Appliance	-62 %	-70 %
7. Irwin Jacobs – Qualcomm	-37 %	-33 %
8. Doug Berthiaume – Walters	-65 %	-54 %
9. William Roelandts – Xilinx	-75 %	-58 %
10. David Rickey – Applied Macro Circuits	-75 %	-78 %

Źródło: opracowanie własne na podstawie Standard & Poor's, EXECUCOMP, Bloomberg Financial Markets za rok 2001 i 2002.

W warunkach polskich przez długie lata⁷ trudno było stwierdzić, jaki udział zajmują opcje w wynagrodzeniach osób zarządzających polskimi spółkami giełdowymi. Gdy problem przejrzystości informacyjnej wynagrodzeń menedżerów rodzimych spółek giełdowych zasadniczo zniknął, okazało się, że opcja jest stosowana w programach motywacyjnych głównie największych spółek giełdowych. Ich udział w wynagrodzeniu menedżerów kształtuje się na poziomie 5-7%.

Znaczenie opcji dla poziomu korzyści osiąganych przez menedżerów spółek giełdowych można zaobserwować na podstawie badań własnych, przeprowadzonych w odniesieniu do 20 amerykańskich spółek giełdowych. Jak wynika z tych badań, nie zawsze tempo zmian poziomu wynagrodzenia jest zgodne z tempem zmiany kursu akcji, wyznaczającym stopień korzyści dla akcjonariuszy (tab. 1). Gdy dynamika kursu akcji jest ujemna, to zmniejszenie uposażeń jest porówny-

⁷ Praktycznie taki stan rzeczy miał miejsce od 1991 r. do 2003 r. Pierwsze dane o składnikach wynagrodzeń menedżerów zaczęły się powszechnie pojawiać w raportach spółek giełdowych za rok 2004.

walne do stopnia obniżki korzyści inwestorów, natomiast przy dodatniej dynamice kursu akcji wynagrodzenia menedżerów przyrastają szybciej niż korzyści akcjonariuszy. Pozwala to sądzić, że szefowie spółek ujętych w tab. 1 byli w analizowanym okresie motywowani opcjami, albowiem w przypadku spadku kursu akcji menedżerowie tracą na wartości opcji porównywalnie z akcjonariuszami, natomiast przy wzroście kursu akcji ich korzyści z opcji rosną o wiele szybciej niż korzyści akcjonariuszy.

Badania własne nie potwierdziły także tezy ekonomii agencji, że im wyższe wynagrodzenia otrzymują menedżerowie, tym bardziej są zmotywowani do działania zgodnego z interesem akcjonariuszy. Jak wynika z zawartego w tab. 2 porównania zarobków szefów amerykańskich spółek giełdowych z korzyściami uzyskiwanymi z akcji przez akcjonariuszy, prezesi, którzy w latach 1999-2000 zarobili stosunkowo najmniej, przysporzyli swoim akcjonariuszom największych korzyści z akcji. Z kolei w przypadku prezesów, którzy w tym okresie zapewnili sobie najwyższe wynagrodzenia można wykazać, że bardziej dbali o własne dochody niż o dobro (zwrot z inwestycji w akcje) akcjonariuszy spółki.

Tabela 2. Zwrot z inwestycji w akcje danej spółki na tle zarobków jej szefa

Lista menedżerów, którzy przysporzyli akcjonariuszom największych i najmniejszych korzyści (zwrotu) z inwestycji w akcje	Łączny zarobek (w mln dolarów)	Zwrot z inwestycji w akcje (w %)
Szefowie, którzy dali akcjonariuszom najwięcej w stosunku do własnych zarobków:		
1. B. Wayne Hughes – Public Storage	0,3	47%
2. Mark Levin – Millennium Pharmaceuticals	1,7	279%
3. George Perlegos – Atmel	1,3	92%
4. Dane Miller – Biomet	1,2	75%
5. Irwin Jacobs – Qualcomm	5,8	680%
Szefowie, którzy dali akcjonariuszom najmniej w stosunku do własnych zarobków:		
1. Lawrence Ellison – Oracle	795,1	92%
2. John Chambers – Cisco Systems	279,3	-22%
3. Peter Karmanos – J.R. Compuware	93,9	-70%
4. Louis Gerstner – IBM	303,2	33%
5. Dennis Kozlowski – Tyco Intl.	331,9	57%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych agencji Standard & Poor's za rok 2001 i 2002.

Dane zawarte w tab. 2 pozwalają także poczynić pewne uwagi co do polityki wynagrodzeń stosowanej w spółkach ujętych w tabeli. Niewątpliwie spółki giełdowe, których szefowie zarobili w tym okresie najwięcej, wykorzystywały w bardzo dużym stopniu opcje jako formę bodźcowego oddziaływania na menedżerów.

Powszechnym zjawiskiem do końca lat 90. było przyznawanie opcji menedżerom amerykańskich i europejskich spółek giełdowych na bardzo korzystnych warunkach. Niewątpliwie niekorzystną z punktu widzenia interesów akcjonariuszy

tych spółek była praktyka przyznawania opcji po niskiej cenie w stosunku do bieżącego kursu akcji spółki. W efekcie bardzo niska cena opcji i wysoki kurs akcji czyniły ich szczególnymi beneficjentami. Ta niekorzystna dla interesów akcjonariuszy praktyka upowszechnia się niestety także w polskich spółkach giełdowych. Dla przykładu w Agorze zarządzający spółką uzyskali w 2002 r. opcje na 2,3 mln akcji spółki po 1 zł, przy cenie rynkowej akcji 53 zł. Czołowi menedżerowie spółki giełdowej PKN Orlen otrzymali w 2003 r. blisko 1,1 mln akcji w ramach wynagrodzenia po cenie 1,25 zł, przy cenie giełdowej akcji w dniu przydziału 18,7 zł. W tym samym roku w spółce Redan członkom zarządu przyznano opcje na objęcie 8,5 mln akcji firmy, cenę wykonania opcji ustalono na poziomie 1 zł, podczas gdy cena giełdowa akcji spółki wynosiła 19,3 zł. Takie praktyki przyznawania menedżerom opcji na akcje można by mnożyć.

Inną niewłaściwą zasadą przyznawania opcji menedżerom spółek giełdowych jest ich przecena. W zagranicznych i polskich spółkach giełdowych można zaobserwować praktyki ustalenia nowej ceny wykonania opcji dostosowanej do niższej ceny giełdowej akcji w sytuacji, gdy menedżerom nie opłaca się realizować opcji⁸. W tej sytuacji jednak opcje przestają być skutecznym narzędziem motywacji kadry menedżerskiej do długofalowego wzrostu wartości firmy i dobra jej akcjonariuszy. Opcja stanowi prawdziwą zachętę tylko wtedy, gdy trzeba doprowadzić do ponadprzeciętnej poprawy kursu akcji w dłuższym okresie. Ponieważ opcje można zrealizować dopiero po kilku latach, to zanika pokusa do doraźnego, sztucznego „pompowania” kursu akcji.

Z perspektywy akcjonariuszy spółek giełdowych wątpliwą zasadą przyznawania opcji wydaje się również i ta, wiążąca się z przyznawaniem menedżerom uprawnienia do zakupu setek tysięcy, a nawet milionów akcji spółki na bardzo korzystnych warunkach, w sytuacji, gdy wyniki finansowe spółki ulegają pogorszeniu, a ich korzyści – zmniejszeniu.

Zdobywane przez czołowych menedżerów na dogodnych dla nich zasadach opcje trudno uznawać za właściwy bodziec do ograniczania problemów agencji dotyczących kapitału. Jak pokazują doświadczenia zarówno światowych, jak i rodzimych spółek giełdowych, menedżerowie dość rzadko wykorzystują opcje jako formę stałego zwiększania współwłasności kapitałowej i odpowiedzialności za dobro firmy i pozostałych akcjonariuszy. Częściej opcje stają się dla menedżerów środkiem pomnażania korzyści kosztem interesów firmy i jej inwestorów. W I półroczu 2005 r. członkowie zarządów blisko 50 polskich spółek giełdowych dokonali operacji sprzedaży akcji własnej spółki o dużej wartości. Na przykład członkowie spółki PBG sprzedali akcje o wartości 62,7 mln zł, spółki SPIN – o wartości 19,9 mln zł, spółki Agora – o wartości 8,9 mln zł, spółki Dwory – o wartości 5,9 mln zł itd. W wielu wypadkach menedżerowie sprzedają akcje, gdyż w ramach kolejnego

⁸ Taka zasada przyznawania opcji obowiązywała w takich polskich spółkach giełdowych, jak: Elektrobudowa, Kęty, PKN Orlen, Agora, Polfa Kutno, Żywiec.

programu motywacyjnego otrzymają następne akcje lub opcje na akcje spółki na preferencyjnych warunkach. Nielojalność menedżerów w stosunku do akcjonariuszy wyraża się nie tylko w tym, że sprzedając duże ilości akcji, doprowadzają do obniżenia ich kursu (rynkowej wyceny akcji), lecz także i w tym, że dokonują wobec nich świadomej manipulacji informacją. Menedżerowie bowiem o wiele chętniej informują rynek o dokonanych operacjach zakupu niż sprzedaży akcji. Niejednokrotnie, poprzez komunikat wysłany inwestorom: „kupuję, więc w spółce jest dobrze”, przygotowują sobie rynek na realizację kolejnych operacji sprzedaży akcji spółki.

Ogromne pule uzyskanych przez menedżerów opcji na akcje lub samych akcji z jednej strony powodują „rozwodnienie” kapitału akcyjnego, co oznacza spadek korzyści z akcji, z drugiej zaś rodzą – jak pisze B. Hermlin i M. Weisbach – niebezpieczeństwo uniezależnienia się kierownictwa (gdy posiadają coraz większe udziały w firmie) od inwestorów (pozostałych), a więc i możliwości wyciągania w stosunku do nich sankcji dyscyplinarnych (por. [Hermlin, Weisbach, 1999, s. 57-64; Rudolf, 2000, s. 90-104]).

Powszechne nadużywanie opcji (do końca lat 90.) w zagranicznych spółkach giełdowych wynikało z błędnego przekonania, że ich przyznawanie odbywa się bez kosztów dla przedsiębiorstwa. Do 2003 r. spółki giełdowe nie musiały⁹ uwzględniać opcji w swoich wydatkach. Gdyby opcje były uwzględniane w wydatkach, to zyski 500 największych amerykańskich spółek giełdowych byłyby w 2001 r. o ponad 13-16% mniejsze. W wielu firmach zyski przemieniłyby się w straty. Amerykańskie i europejskie spółki giełdowe nie traktowały opcji jako realnych strumieni pieniężnych; jednak opcje oznaczają zawsze koszty dla spółki i jej dotychczasowych akcjonariuszy. Aby zapewnić menedżerom realizację opcji, spółka musi albo wyemitować nowe akcje, co prowadzi do „rozwodnienia” kapitału, albo skupić własne akcje po określonej cenie z rynku.

Powszechna w latach 90. tendencja do windowania uposażeń szefów i członków zarządu światowych spółek giełdowych, głównie za sprawą opcji, wynikała z wielu czynników, z których najważniejsze to:

- zaskakująco długa i silna hossa na światowych rynkach kapitałowych, która spowodowała (niekoniecznie zasłużony przez menedżerów) wzrost kursów wielu spółek giełdowych,
- wysoka dynamika wzrostu gospodarki światowej, w tym szczególnie amerykańskiej,
- wprowadzenie przez organy nadzoru giełdowego przepisów o publikowaniu wysokości wynagrodzeń menedżerów (stały się one silnym stymulatorem wzrostu uposażeń menedżerów najwyższych szczebli – menedżerowie, przy negocjowaniu jak najlepszych warunków płacowych, powoływali się na dane innych przedsiębiorstw),

⁹ Oczywiście odnosi się to głównie do zagranicznych spółek giełdowych, które zostały poddane nowym standardom rachunkowości.

- wprowadzenie przepisów umożliwiających przyznawanie opcji na akcje jako części wynagrodzenia oraz rozpowszechnienie się praktyk premiowania przez spółki giełdowe menedżerów opcjami na akcje,
- wzrost internalizacji zarządów spółek giełdowych.

Inną formą wynagrodzenia, która wyraźnie uderza w interesy firmy i jej akcjonariuszy, a na którą nie zawsze zasługują menedżerowie, jest rekompensata i odprawa za wymuszone odejścia (wymuszone dymisje i wcześniejsze przejścia na emeryturę). Jak wynika z badań prowadzonych przez prof. M. Wiersema z University of California, aż 75% zmian dokonanych w latach 1997-2001 na stanowisku szefa przedsiębiorstwa wśród 500 największych amerykańskich spółek giełdowych nastąpiło pod naciskiem niezadowolonych akcjonariuszy. Kontrast w stosunku do lat 80. jest ogromny – wtedy wymuszone odejścia stanowiły tylko 13-35% (por. [Wiersema, 2002, s. 13]).

Rekompensaty i odprawy są bardzo wysokie. Na przykład szef WorldComu Ebbers ma otrzymywać dożywotnio od spółki 1,5 mln dolarów rocznie. D. Kozłowski, zdymisjonowany prezes Tyco International, zapewnił sobie odprawę na ponad 100 mln dolarów. G. Shaheen, były szef Andersen Consulting, zgodził się odejść do innej firmy po uzyskaniu gwarancji, że do końca życia będzie otrzymywać 375 tys. dolarów rocznie. Wysokie rekompensaty i odprawy wypłacają swoim byłym czołowym menedżerom także polskie spółki giełdowe¹⁰. Na przykład w 2002 r. spółka giełdowa Telekomunikacja Polska wypłaciła 1,13 mln zł rekompensat i odpraw z tytułu zakazu konkurencji dla byłych członków zarządu (rok wcześniej było to 2,45 mln zł). Z kolei w spółce KGHM rekompensaty dla odwołanych członków zarządu wynosiły w latach 2001-2002 średnio 2,8 mln zł, a w spółce PKN Orlen przeciętnie 3,8 mln zł (por. [Brycki, 2003, s. B3]).

Badania empiryczne prowadzone przez czołowych przedstawicieli teorii agencji do końca lat 90. jednoznacznie wskazują na zupełnie nieistotną korelację między wysokością wynagrodzeń menedżerów a wynikami finansowymi firmy¹¹. Związek stwierdzono jedynie między poziomem wynagrodzenia menedżerów i rozmiarami firmy. Wśród tych badań szczególne znaczenie ma metaanaliza profesorów z Indiana University, którzy zestawili dane z 229 badań przeprowadzonych w latach 1971-2000. Autorzy tej analizy wyraźnie podkreślają, że nie ma w tym okresie istotnej zależności między poziomem wynagrodzeń menedżerów a wzrostem zysku netto i kursem akcji. Analiza zawiera liczne przykłady przedsiębiorstw, w których kluczowi menedżerowie osiągają wysokie zarobki, mimo że spółki nie

¹⁰ Trzeba pamiętać, że w wyniku działań Ellisona akcjonariusze spółki Oracle zanotowali spadek rentowności w akcje nie tylko wskutek zmniejszenia się kursu akcji, ale także „rozwodnienia” kapitału akcyjnego.

¹¹ Chodzi tu szczególnie o badania empiryczne prowadzone pod koniec lat 80. i całe lata 90. przez Jensena, Murphy, Shleifera i Vishny. Należałoby tutaj przywołać przede wszystkim wyniki badań Jensena i Murphy, które zostały ujęte w pracy pt. „*Performance Pay and Top-management Incentives*”.

uzyskują zadowalających wyników finansowych. Analiza wskazuje także na ograniczoną skuteczność bodźców w postaci akcji i opcji na akcje.

Poziom wynagrodzenia wypłaconego menedżerom w polskich spółkach giełdowych także bardzo często nie koresponduje z wynikami finansowymi oraz korzyściami z akcji dla inwestorów. Z badań własnych wynika, że mimo pogorszenia się wyników finansowych (np. zysku netto) w wielu najlepiej płacących spółkach notuje się wzrost wynagrodzeń. W sytuacji, gdy osiągane wyniki finansowe ulegają poprawie, dynamika wzrostu wynagrodzeń często przewyższa tempo wzrostu zysku netto firmy. Do stosunkowo rzadkich natomiast należą sytuacje, w których pogorszenie sytuacji finansowej oznacza dla menedżerów pobieranie niższych wynagrodzeń. Na przykład w polskich spółkach giełdowych odnotowujących za 2004 r. stratę przeciętne wynagrodzenie miesięczne wynosiło 120,3 tys. zł, natomiast w spółkach odnotowujących zysk do 100 mln 58,1 tys. zł, a powyżej 100 mln – nieco więcej niż 150 tys zł¹².

Tabela 3. Wynagrodzenie zarządu największych polskich spółek giełdowych w latach 1999-2001 w mln zł

Spółka	Rok 1999	Rok 2000	Rok 2001
Telekomunikacja Polska	5,3	7,3	9,5
Pekao	9,2	7,0	6,3
PKN Orlen	3,3	6,8	6,9
BZ WBK	2,6	5,9	12,0
KGHM	12,3	11,3	12,1
Żywiec	3,4	4,0	4,5

Źródło: S. Karpiński, T. Świderek, *Opcje menedżerskie nie zawsze motywują. Spółki giełdowe. Jak wynagradzać zarządy i rady nadzorcze*, „Rzeczpospolita” 2002 nr 146, s. B7-B8.

Tabela 4. Podstawowe wskaźniki rentowności spółek giełdowych w latach 1999-2001

Spółka	ROE 1999 r.	ROE 2000 r.	ROE 2001 r.	ROA 1999 r.	ROA 2000 r.	ROA 2001 r.
TP SA	9,1%	14,7%	10,2%	4,3%	6,0%	6,3%
Pekao SA	12,4%	17,6%	20,5%	0,2%	1,1%	1,8%
PKN Orlen	14,3%	10,6%	4,9%	8,3%	5,6%	2,7%
BZ WBK	b.d.	13,4%	9,3%	b.d.	0,8%	0,6%
KGHM	2,8%	-0,6%	-4,9%	2,3%	-0,4%	-2,9%
Żywiec	10,0%	5,5%	5,1%	8,7%	4,7%	4,2%

Źródło: S. Karpiński, T. Świderek, *Opcje menedżerskie nie zawsze motywują. Spółki giełdowe. Jak wynagradzać zarządy i rady nadzorcze*, „Rzeczpospolita” 2002 nr 146, s. B7-B8.

¹² Badania własne były prowadzone na próbie 50 polskich spółek giełdowych. Badaniami zostały objęte spółki, które upubliczniały wiarygodne informacje dotyczące wynagrodzeń menedżerów. Informacje o wynagrodzeniach menedżerów i wynikach spółek pochodzą z raportów rocznych spółek za lata 2003-2004.

Brak ścisłej zależności między poziomem wynagrodzenia menedżerów a wynikami finansowymi polskich spółek giełdowych można zauważyć w badaniach innych ekonomistów. S. Karpiński i T. Świderek analizują omawiany związek na przykładzie kilku spółek giełdowych (zob. tab. 3 i tab. 4).

Jak wynika z danych zaprezentowanych w tab. 3 wynagrodzenia menedżerów polskich spółek objętych badaniem na ogół zwiększały się w latach 1999-2001. Jednak często za dodatnią zmianą wynagrodzeń nie następowały pozytywne zmiany w sytuacji finansowej firmy i w konsekwencji w rentowności inwestycji dla akcjonariuszy (zob. tab. 4).

4. Przeobrażenia w sferze instytucjonalnej dotyczącej wynagradzania menedżerów spółek giełdowych

W ograniczeniu konfliktu interesów między menedżerami i akcjonariuszami, dotyczącego systemu wynagrodzeń, pozytywną rolę może odegrać wiele czynników. Ich pełne omówienie wykracza poza ramy jednego artykułu. W tym punkcie autorka pragnie podkreślić znaczenie głębokich zmian w instytucjach światowych (normach prawnych i moralnych), odnoszących się do wynagradzania menedżerów spółek giełdowych.

W latach 2000-2001 doszło do uzewnętrznienia nabrzmiałego przez lata problemu agenta dotyczącego systemu wynagrodzeń menedżerów światowych spółek giełdowych. Chciwość i wygórowane wynagrodzenia menedżerów światowych spółek giełdowych, mające się nijak do wyników finansowych samych spółek i korzyści osiąganych przez ich akcjonariuszy, skłoniły rządy państw (a ściślej państwowe organy nadzoru nad publicznym rynkiem kapitałowym) i samoregulujące się rynki (a ściślej organizacje samorządowe uczestników publicznego obrotu papierami wartościowymi) do podjęcia bardziej zdecydowanych działań zmierzających do ograniczenia obszaru wynagrodzeń menedżerów, jako płaszczyzny konfliktu interesów między akcjonariuszami i menedżerami.

Równolegle trwały prace nad dokonaniem przeobrażeń sfery instytucjonalnej odnoszącej się do wynagradzania menedżerów spółek giełdowych w Europie i USA. W USA działania państwa doprowadziły do przyjęcia szeregu ścisłych przepisów prawnych, wzbogaconych z woli samych spółek giełdowych normami etycznymi (kodeksami dobrych praktyk).

W Europie mamy też do czynienia z zastosowaniem zarówno norm prawnych, jak i norm społecznych. Można wyróżnić kraje, w których nadrzędną rolę odgrywają instytucje prawne, znaczenie norm miękkich w postaci zasad dobrych praktyk ma charakter drugorzędny (z takim rozwiązaniem mamy do czynienia w Polsce). Obok tych państw występują kraje europejskie, w których ze względu na silnie zakorzoną tradycję samoregulacji rynku kapitałowego gorset ścisłych regulacji ustawodawczych zastąpiono zasadami kodeksowymi – normami miękkiego uregu-

lowania na zasadzie „przestrzegaj, a jak nie, to tłumacz, dlaczego tego nie robisz” (z takim unormowaniem spotykamy się np. w Wielkiej Brytanii).

Konsekwencją przeobrażeń w światowych instytucjach dotyczących wynagradzania menedżerów spółek giełdowych jest powstanie spójnego zbioru norm prawnych i etycznych, które mogą skutecznie ograniczyć lub znieść problem agenta w systemie wynagrodzeń¹³. Na wykreowane instytucje dotyczące wynagradzania menedżerów zagranicznych i polskich spółek giełdowych składają się:

- normy odnoszące się do konstrukcji systemu wynagrodzeń,
- normy dotyczące trybu opracowywania i zatwierdzania polityki wynagrodzeń oraz wprowadzania w niej zmian,
- normy określające tryb i zakres informacji o wynagrodzeniach menedżerów upowszechnianych inwestorom,
- normy dotyczące pakietów motywacyjnych dla menedżerów oraz programów emerytalnych i innych, stanowiące ich zabezpieczenie na wypadek przejścia spółki lub odejścia z firmy,
- normy odnoszące się do formy prezentacji ujawnianych informacji o wynagrodzeniach menedżerów.

Podstawowym obszarem nowych światowych unormowań odnoszących się do wynagradzania menedżerów spółek giełdowych jest konstrukcja systemu wynagrodzeń. Kluczowy zapis w tym względzie mówi, że wynagrodzenie członków zarządu powinno być odpowiednio wysokie, by zapewniać im poczucie niezależności oraz przyciągać, zatrzymać i motywować do działania na rzecz spółki, ale też i nie nazbyt wysokie i wypłacane nawet wtedy, kiedy nie ma ku temu żadnego uzasadnienia ekonomicznego. Ponadto zaleca się spółkom giełdowym, aby te wypłacały znaczną część wynagrodzenia w formie pieniężnej. Nie oznacza to jednak propozycji eliminowania z wynagradzania menedżerów składników w formie niepieniężnej. W rozwiązaniach światowych dopuszcza się wypłatę części wynagrodzenia w postaci akcji, opcji na akcje lub innych instrumentów zmiennych opartych na akcjach, ale w takiej sytuacji rekomenduje się zastosowanie zasad, które doprowadzą do zgodności interesów akcjonariuszy i menedżerów.

Zgodnie z przepisami światowymi polityka wynagrodzeń członków naczelných władz spółki giełdowej powinna być ściśle oparta na wynikach ekonomicznych. Przy ocenie rezultatów ekonomicznych działalności firmy, będących kryteriami wyznaczania poziomu wynagrodzeń, powinny być brane pod uwagę mierniki efektywności długofalowej i stopień realizacji założonych celów. Powinna być też

¹³ Z nowym kształtem instytucji dotyczących wynagradzania menedżerów spółek giełdowych mamy do czynienia w USA od 2002 r. (głównie chodzi tu o Ustawę Sarbanes-Oxley Act of 2002, House of Representatives, 24 July 2002, 15 U.S.C.), w Europie (chodzi o kraje wchodzące w skład UE) od początku 2003 r. (głównie Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 17 kwietnia 2003 r. w sprawie rocznych sprawozdań finansowych niektórych rodzajów spółek oraz Zalecenie Komisji UE nr 913/2004 z dnia 14 grudnia 2004 r. w sprawie wspierania odpowiedniego systemu wynagrodzeń dyrektorów spółek notowanych na giełdzie).

przewidziana możliwość ograniczenia wynagrodzenia w przypadku złych wyników w celu minimalizowania strat firmy.

W obszarze nowych rozstrzygnięć instytucjonalnych dotyczących wynagradzania członków zarządów spółek giełdowych znalazły się też postanowienia dotyczące kwestii akceptacji przez akcjonariuszy projektu polityki wynagrodzeń, jak też dokonywania przez nich zmian w obowiązującym systemie wynagrodzeń. Przyjęto zapis, że w ramach posiedzenia walnego zgromadzenia akcjonariusze powinni otrzymać jasny i wszechstronny opis projektu polityki wynagrodzeń. Ponadto powinni oni otrzymać informacje o realizowanych w firmie zasadach zawierania i rozwiązywania umów z członkami zarządu, szczególnie zaś dane dotyczące okresów wypowiedzenia i odpraw z tytułu rozwiązania stosunku pracy i innych płatności na mocy tych umów, które są bezpośrednio związane z wynagrodzeniem. Ponadto przyjęto zapis, że akcjonariusze powinni mieć realną możliwość wyrażenia swoich poglądów i przedyskutowania systemu wynagrodzeń, stąd też omawianie systemu wynagrodzeń powinno stanowić odrębną pozycję corocznego walnego zgromadzenia. Coroczne walne zgromadzenie powinno zatwierdzać projekt polityki wynagrodzeń (w drodze uchwały) oraz wszelkie istotne zmiany warunków programów wynagrodzeń (np. zatwierdzenia przez akcjonariuszy wymagają wszelkie ustalenia dotyczące opcji z dyskontem, na podstawie których przyznaje się prawo do zapisu na akcje po cenie niższej niż wartość rynkowa w dniu ustalenia ceny wykonania opcji lub niższej niż średnia wartość rynkowa w ciągu pewnego okresu poprzedzającego datę ustalenia ceny wykonania opcji).

Propozycję programu wynagrodzeń powinna przedkładać do akceptacji akcjonariuszy komisja do spraw wynagrodzeń. Działanie komisji ds. wynagrodzeń, jako jednej z trzech komisji wchodzących w skład rady nadzorczej (rady dyrektorów), powinno być oparte na niezależnych członkach. Rekomenduje się przy tym, aby przynajmniej większość członków tej komisji była niezależna. Ponadto zalecane jest, aby komisja ds. wynagrodzeń składała się z takiej liczby członków oraz o takich kwalifikacjach i zaangażowaniu, aby członkowie zarządu nie mogli zdominować procesu decyzyjnego i kontrolnego w spółce w odniesieniu do kwestii wynagrodzeń.

Normy światowe istotnie uregulowały także tryb i zakres upowszechnianych informacji odnoszących się do wynagradzania menedżerów spółek giełdowych. Po pierwsze, za ujawnienie inwestorom prawdziwych i kompletnych informacji w tym zakresie odpowiada komisja ds. wynagrodzeń. Przyjęcie takiego rozwiązania wynikało z tego, że w przeszłości zbyt często zarządy spółek odpowiedzialne za politykę informacyjną dopuszczali się świadomego ograniczania i selekcionowania informacji o wynagrodzeniach w celu zmniejszenia prawdopodobieństwa narażenia się na krytykę inwestorów z powodu ich wysokości i sposobu ich przyznania. Po drugie, ściśle określono, w jaki sposób komisja ds. wynagrodzeń ma upowszechniać informacje. Nowe rozwiązania instytucjonalne wyraźnie określiły też zakres informacji dotyczących wynagradzania menedżerów, które muszą być podane do

publicznej wiadomości. Do informacji inwestorów muszą być podawane nie tylko informacje dotyczące zasad aktualnie realizowanej polityki wynagrodzeń, ale też planowanej na kolejny rok obrachunkowy oraz w stosownych przypadkach na lata następne. Ujawnieniu podlegają także determinanty zmian w systemie wynagrodzeń. Wynagrodzenie poszczególnych członków zarządu musi być podawane z podziałem na poszczególne składniki wynagrodzeń, niezależnie od tego, przez jaki okres w ciągu danego roku obrachunkowego członek zarządu pełnił swoją funkcję. Należy wykazać też wysokość pieniężnych i niepieniężnych składników wynagrodzeń, takich jak: wynagrodzenie podstawowe, premie roczne, dodatkowe korzyści oraz długoterminowe komponenty wynagrodzeń, w tym akcje i opcje na akcje. Dodatkowo musi być ujawniona wysokość uprawnień emerytalnych i innych, jeżeli są stosowane (np. wynikających ze stosowania „złotych spadochronów” lub wypłacanych za specjalne usługi pozostające poza zakresem zwykłych obowiązków menedżera). Muszą być też podane informacje o wynagrodzeniu i korzyściach otrzymywanych przez członka zarządu w spółkach należących do tej samej grupy. Oprócz wysokości i struktury wynagrodzeń muszą być ujawniane także zasady alokacji stałej i zmiennej części wynagrodzenia oraz kryteria efektywnościowe, będące podstawą do naliczenia premii, wynagrodzenia w postaci akcji, opcji na akcje i innych składników zmiennych. Ponadto muszą być upowszechniane informacje dotyczące etapu przygotowawczego i związanego z dokonywaniem wyboru co do kształtu polityki wynagrodzeń, szczególnie zakres uprawnień decyzyjnych, skład komisji ds. wynagrodzeń i nazwiska konsultantów zewnętrznych, z których usług skorzystano przy określaniu polityki wynagrodzeń, oraz przebieg dyskusji i wyniki głosowania dotyczącego polityki wynagrodzeń w ramach walnego zgromadzenia.

Nowe instytucje dotyczące wynagradzania menedżerów uwzględniają ponadto ważną kwestię dotyczącą formy prezentacji ujawnianych przez spółki giełdowe informacji o wynagrodzeniach czołowych menedżerów. Przyjęto w nich zasadę, że prezentowane informacje na temat wynagrodzeń menedżerów spółek giełdowych powinny być prezentowane nie tylko w formie opisowej, lecz w postaci standardowych tabel. Takie rozwiązanie jest dla inwestorów o wiele bardziej transparentne, gdyż umożliwia pełne i porównywalne zestawienie informacji. W konsekwencji spółki giełdowe zobowiązane są do przygotowywania kilku tabel. W jednej z nich muszą prezentować dane o składnikach wynagrodzenia krótkookresowego (z podziałem na wynagrodzenie stałe, premię i inne składniki) i długookresowego (z uwzględnieniem przyznanych akcji, opcji lub innych praw wynikających z akcji), przy czym wynagrodzenia poszczególnych czołowych menedżerów muszą być ujawniane nie tylko dla poprzedniego roku obrotowego, ale także dla dwóch wcześniejszych lat. Ma to umożliwić inwestorom ocenę tendencji, jakie występują w polityce płacowej firmy. W kolejnych tabelach spółki giełdowe muszą przedstawiać m.in. zasady motywacyjnych programów opartych na akcjach i innych składnikach zmiennych, programy emerytalne oraz koszty i obciążenia wynikające z

realizacji polityki płacowej. Od spółek giełdowych wymaga się ponadto, aby wzbogacały tabele o wykresy pokazujące zmiany wartości wynagrodzeń menedżerów i wartości spółki oraz korzyści z akcji na tle sektora.

5. Podsumowanie

W opracowaniu podjęto próbę empirycznej weryfikacji problemu agenta w obrębie systemu wynagrodzeń w zagranicznych i polskich spółkach giełdowych. Udało się wykazać, że system wynagrodzeń jest istotnym obszarem konfliktu interesów między akcjonariuszami i menedżerami. W zmniejszeniu, czy wręcz wyeliminowaniu, problemu agenta dużą rolę mogą odegrać zmiany w światowych instytucjach dotyczących wynagradzania menedżerów spółek giełdowych. Konsekwencją tych zmian bowiem jest powstanie spójnego i kompleksowego zbioru instytucji normujących kwestie wynagradzania menedżerów spółek giełdowych.

Literatura

- Brycki G., *Najlepiej być bankierem. Zarobki niektórych menedżerów są większe niż amerykańskiego superinwestora Warrena Buffetta*, „Rzeczpospolita” 2003 nr 139.
- Czy członkowie zarządów w Niemczech zarabiają za dużo?, „Zarządzanie na Świecie” 2001 nr 11.
- Eisenhardt K.M., *Agency Theory: An Assessment and Review*, „Academy of Management Review” 1983 nr 8.
- Fama E., *Agency Problems and the Theory of the Firm*, „Journal of Political Economy” 1980 nr 88.
- Hart O., *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford University Press, London 1995.
- Hermalin B., Weisbach M., *The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance*, „Financial Management”, Winter 1999.
- Jensen M.C., *Self-interest, Altruism, Incentives and Agency Theory*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1994 nr 7.
- Jensen M.C., Meckling W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure*, „Journal of Financial Economics” 1976 nr 3.
- Jensen M.C., Murphy K., *Performance Pay and Top – Management Incentives*, „Journal of Political Economy” 1990 nr 98.
- Jensen M.C., Fama E., *Separation of Ownership and Control*, „Journal of Law and Economics” 1996 nr 26.
- Karpiński S., Świderek T., *Opcje menedżerskie nie zawsze motywują. Spółki giełdowe. Jak wynagradzać zarządy i rady nadzorcze*, „Rzeczpospolita” 2002 nr 146.
- Ross S.A., *The Economic Theory of Agency: The Principal’s Problem*, „American Economic Review” 1973 nr 2.
- Masulis R.W., *The Debt/Equity Choice*, Ballinger Publishing Company, Cambridge 1988.
- North D.C., *Transaction Costs, Institutions and Economic History*, [w:] E.G. Furubotn, R. Richter (ed.), *The New Institutional Economics*, Tübingen, Mohr 1991.
- Rudolf S., *Plaszczyzny nadzoru właścicielskiego a efektywność spółek*, [w:] *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2000.
- Shleifer A.S., Vishny R., *A Survey of Corporate Governance*, „Journal of Finance” 1997 nr 52.

-
- Stiglitz J.E., *Principal and Agent*, [w:] *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Macmillan, London 1987.
- Szapiel J., *Struktura własności a efektywność nadzoru korporacyjnego*, [w:] *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2000.
- Weston F.E., Siu J.A., Johnson A., *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*, Upper Saddle River, NJ, Prentice Hall 2001.
- Wiersema M., *Holes AT the Top-Why CEO Firings Backfire*, „Harvard Business Review” 2002 nr 12.

AGENT PROBLEM AND CHANGES OF INSTITUTIONS RELATING TO THE SALARY OF MANAGERS OF FOREIGN AND POLISH STOCK MARKET COMPANIES

Summary

According to agency theory the incentive contracts should align the interests of corporate managers and shareholders. The purpose of this paper is to test the hypotheses of agency theory in stock market companies. The author tries to prove in particular the effect of institutional changes on the efficiency of managerial compensations which is measured by the value of the corporation's shares and the shareholders gains.