

Agnieszka Majewska

Uniwersytet Szczeciński

**PROGRAMY OPCJI Menedżerskich Stosowane
Przez Spółki Notowane na GPW w Warszawie**

Streszczenie: Programy opcji menedżerskich w ostatnich latach zyskują coraz więcej zwolenników. Są one jednym z najlepszych instrumentów motywujących menedżerów firmy. Dobrze opracowane i zrealizowane programy w długim okresie przyczyniają się do wzrostu wartości spółek. Artykuł ma na celu przedstawienie istoty opcji menedżerskich oraz analizę wybranych programów motywacyjnych opartych na opcjach. W artykule ograniczono się do spółek wchodzących w skład indeksu WIG20.

Słowa kluczowe: opcje menedżerskie, system motywowania, prawa do akcji.

1. Wstęp

Dokonująca się globalizacja i rozwój technologiczny na świecie wymusza na wszystkich firmach konieczność głębokich zmian, obejmujących praktycznie każdy z obszarów działalności przedsiębiorstwa. Przeobrażenia dotyczą zarówno działalności operacyjnej, jak i elementów zarządzania przedsiębiorstwem. Między innymi w ramach metod zarządzania zasobami ludzkimi są budowane i doskonalone systemy motywacyjne, które mają służyć pozyskiwaniu bądź zatrzymaniu pracowników o wysokim potencjale. Pracownicy o wysokim poziomie kompetencji wpływają na przewagę konkurencyjną firmy i przyczyniają się do jej sukcesów, zwiększając jednocześnie jej wartość. Stąd niezwykle ważnym elementem jest odpowiednie motywowanie pracowników, szczególnie na poziomie kierowniczym.

Artykuł ma na celu przedstawienie istoty opcji menedżerskich oraz analizę wybranych programów motywacyjnych opartych na opcjach, które zostały uchwalone przez walne zgromadzenia akcjonariuszy spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Ich problematyka jest wciąż niedostatecznie znana, a wynagrodzenia kadry kierowniczej niejednokrotnie budzą wiele wątpliwości. Są tematem szczególnie istotnym dla mediów czy akcjonariuszy, którzy często kwestionują ogromne kwoty wypłacane menedżerom spółek. Brak przejrzystości polityki płacowej czy brak powiązania wynagrodzeń z wynikami finansowymi przedsiębiorstwa sprzyja powstawaniu konfliktów i powoduje dużą rotację pracowników. Nie-

jednokrotnie, i to nie tylko w literaturze dotyczącej zarządzania zasobami ludzkimi, podkreśla się, że ludzie są najważniejsi dla działania firmy, a efektywne kierowanie nimi jest podstawą jej sukcesu (por. m.in. [Amstrong 1987; Borkowska 1985]).

2. Charakterystyka opcji menedżerskich

Pozyskanie i zatrzymanie pracowników w organizacji należy do jednych z ważniejszych elementów zarządzania zasobami ludzkimi. Szczególnie ma to duże znaczenie w odniesieniu do kadry wysoko wykwalifikowanej, zajmującej kluczowe stanowiska, wpływającej na efektywność pracy i zdolność do tworzenia wartości firmy. W związku z powyższym pojawiają się nowe metody skłaniające pracowników do pozostania w firmie i zwiększania jej wartości. Związane są one ze wzrostem zaangażowania i wysokim stopniem integracji pracownika z firmą. Aby to uzyskać, doskonalą się systemy motywacyjne, które mają skłaniać najlepszych pracowników do pozostania w firmie. Jednym z nich jest program opcji menedżerskich, należący do grupy programów opartych na udziale we własności przedsiębiorstwa.

Opcje menedżerskie dają prawo do kupna akcji spółki po z góry ustalonym kursie w określonym w przyszłości czasie. W ramach programu pracownicy mogą nabyć akcje przedsiębiorstwa po preferencyjnej cenie bez ponoszenia dodatkowych kosztów, np. obciążeń podatkowych w momencie przyznania opcji. Celem tego instrumentu jest motywowanie pracowników do zwiększania efektywności pracy, opłacalna bowiem będzie dla nich realizacja prawa w momencie wzrostu kursu akcji. W odniesieniu do przedsiębiorstwa będzie to skutkowało zwiększeniem wartości rynkowej. Stąd powszechnie uznaje się, że opcje menedżerskie łączą interesy menedżerów, pracowników, i właścicieli. Należy przy tym podkreślić, że przyznane opcje, aby spełniały swoje założenie, powinny mieć cenę wykonania ustaloną na poziomie wyższym od ceny nominalnej, a w przypadku oczekiwanego szybkiego wzrostu kursu akcji na poziomie wyższym od ceny rynkowej w dniu przyznania opcji.

Podstawowymi parametrami charakteryzującymi programy opcji menedżerskich są:

- dzień przyznania uprawnień, czyli dzień, w którym strony zawierają umowę,
- osoby uprawnione do otrzymania opcji,
- kurs wykonania, czyli cena akcji, po jakiej pracownicy będą mieli prawo nabyć udziały w spółce,
- okres nabywania uprawnień, czyli czas, w którym wszystkie warunki nabywania uprawnień muszą zostać spełnione,
- warunki nabywania uprawnień, czyli warunki, jakie musi spełnić osoba uprawniona, aby mogła zrealizować swoje prawo do kupna akcji.

W odniesieniu do warunków nabywania uprawnień najczęściej podawana jest konieczność pozostawania w stosunku pracy przez określony czas (kryterium lojalnościowe) oraz spełnienie określonego w programie kryterium ekonomicznego. W tabeli 1 przedstawiono podstawowe kryteria ekonomiczne nabywania uprawnień z podziałem na mierniki rynkowe i nierynkowe.

Tabela 1. Kryteria nabywania uprawnień

Mierniki rynkowe	Mierniki nierynkowe
<ul style="list-style-type: none"> – osiągnięcie określonego kursu akcji – osiągnięcie określonej stopy zwrotu z akcji – osiągnięcie określonej wartości wewnętrznej opcji* – osiągnięcie określonego poziomu ceny akcji w porównaniu do indeksu giełdowego 	<ul style="list-style-type: none"> – osiągnięcie planowanego zysku – osiągnięcie planowanego wzrostu przychodów – osiągnięcie ustalonego udziału w rynku

*Wartość wewnętrzna wynika z relacji pomiędzy aktualnym kursem akcji a ceną wykonania. Opcja ma wartość wewnętrzną, gdy jest *in-the-money*. W przypadku opcji kupna cena wykonania kształtuje się poniżej rynkowej.

Źródło: opracowanie własne.

Ustalając warunki nabywania uprawnień, należy mieć na uwadze, do kogo adresowany jest program. Spełnienie warunków rynkowych, które są najczęściej poza kontrolą jednostki, wymagane będzie przez osoby na najwyższym szczeblu zarządzania. Określenie takich warunków ma najczęściej na celu budowanie więzi pracownika z przedsiębiorstwem. Stosowanie mierników nierynkowych polecane jest dla menedżerów operacyjnych. Należy jednak mieć na uwadze możliwość manipulacji tymi wielkościami.

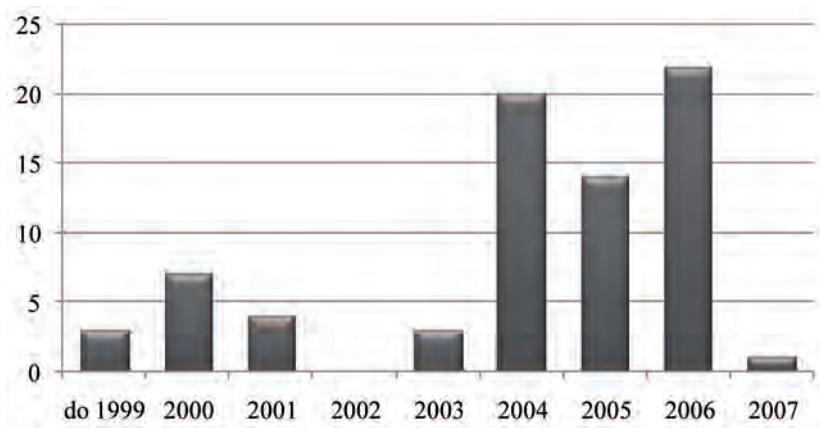
W odniesieniu do czasu trwania – opcje menedżerskie należą do programów wieloletnich. Program może być zrealizowany jako dodatkowa emisja akcji, obligacji z prawem pierwszeństwa objęcia akcji, obligacji zamiennych lub warrantów subskrypcyjnych, zamienianych na akcje. Spółka może również skorzystać z usług subemitenta – banku lub domu maklerskiego – który obejmie akcje przeznaczone na realizację opcji i odstąpi je uprawnionym pracownikom na wcześniej określonych zasadach, po spełnieniu określonych warunków [Szablewski, Tuzimek 2008, s. 429-431].

W Polsce do czasu wdrożenia Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej (MSSF) brak było jakichkolwiek regulacji dotyczących wynagrodzeń w formie opcji na akcje. Spółki dowolnie ujawniały informacje odnoszące się do programów motywacyjnych opartych na opcjach, a w rachunkach wyników nie wykazywano obciążeń wynikających z ich tytułu. Zgodnie z MSSF 2 opcje menedżerskie zaliczane są do kosztów przedsiębiorstwa, które obniżają wynik finansowy. Księgowana jest różnica między ceną rynkową akcji a kosztem opcji, czyli w miarę wzrostu kursu akcji wzrasta koszt wdrażania takiego programu. Jednocześnie o tę wartość zwiększony zostaje kapitał własny przedsiębiorstwa, ponieważ opcje nie spełniają definicji kosztów¹. W efekcie wartość opcji jest dodawana zarówno do kosztów, jak i do kapitału zapasowego spółki. Natomiast sprawozdania sporządzone według polskich zasad rachunkowości nie muszą zawierać kwantyfikacji opcji menedżerskich [Helin 2009].

¹ Koszty wiążą się z pomniejszeniem kapitału, wydatkiem, utratą aktywów.

3. Programy opcji menedżerskich na polskim rynku kapitałowym

Opcje menedżerskie to instrument o krótkiej historii na polskim rynku kapitałowym. Ze względu na brak jednolitych standardów ujawniania informacji dotyczących dodatkowego wynagradzania kadry menedżerskiej ich analiza jest bardzo utrudniona. Według Ernst & Young [Ujęcie księgowe... 2008] na dzień 1 marca 2007 r. 89 spółek spośród 292 notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie miało podjęte uchwały walnego zgromadzenia akcjonariuszy o uruchomieniu programów motywacyjnych. Szczegóły wdrożonych programów ujawniło 65 spółek. Tylko jedna spośród nich wdrożyła program, który rozliczany był w środkach pieniężnych, pozostałe stosowały rozliczenie w instrumentach kapitałowych. Najpopularniejsze okazały się akcje, następnie obligacje zamienne na akcje oraz warranty subskrypcyjne. Najmniej spółek zdecydowało się na rozliczenie w opcjach na akcje. Na rysunku 1 przedstawiono liczbę programów motywacyjnych uchwalonych w poszczególnych latach.



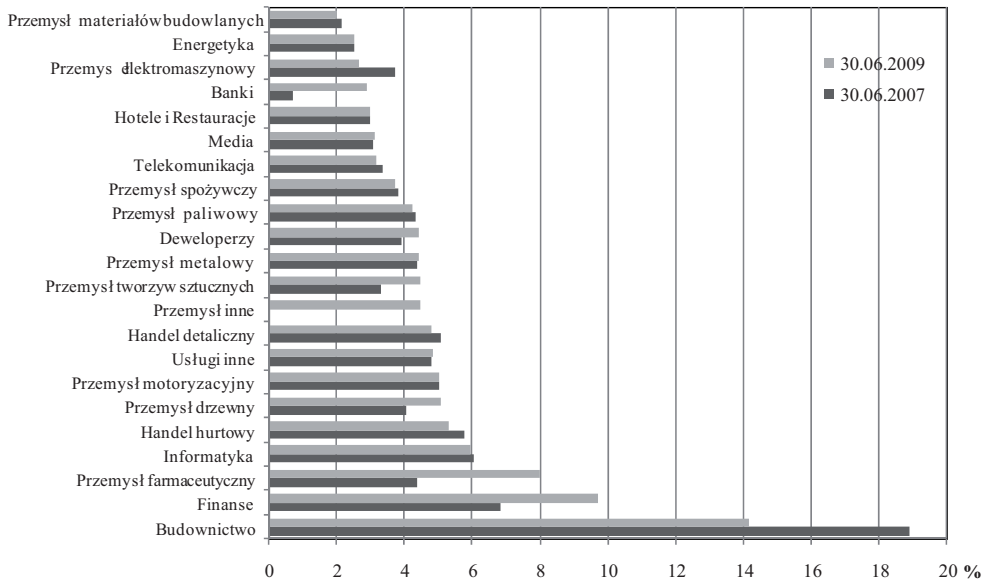
Rys. 1. Liczba programów motywacyjnych uchwalonych przez spółki notowane na GPW w Warszawie.

Źródło: [Ujęcie księgowe... 2008].

Największą liczbę programów motywacyjnych wprowadziły spółki produkcyjne (23%) i handlowe (12%). Najczęściej wdrażane one były w branżach: informatyka, media i banki.

Analizując sektorowo liczbę akcji przekazywanych pracownikom, widzimy, że najwięcej akcji w stosunku do całkowitej ich liczby w branży oferowały spółki z sektora budownictwo. Najmniejszy udział odnotowano dla sektorów: przemysł materiałów budowlanych, energetyka oraz przemysł elektromaszynowy. Udziały akcji dla poszczególnych sektorów przedstawiono na rys. 2. Wykorzystano dane zgro-

madzone przez Trio Management [*Rynek opcji...* 2010] na dzień 30 czerwca 2007 oraz 30 czerwca 2009 roku.



Rys. 2. Udział akcji w programach motywacyjnych dla sektorów

Źródło: [*Rynek opcji...* 2010].

Średnio w ramach programów motywacyjnych w 2007 r. przekazywano pracownikom 4,5% całkowitej liczby akcji, a w roku 2009 4,9%. W dziesięciu branżach nastąpił wzrost w porównaniu do okresu bazowego. Największy, ponadczterokrotny wzrost odnotowano dla banków. Po raz pierwszy program motywacyjny pojawił się natomiast w sektorze „przemysł inne”. Procentowo największy udział akcji w programach motywacyjnych uchwalonych po 30 czerwca 2007 r. w ogólnej liczbie akcji oferowanych pracownikom odnotowano dla przemysłu farmaceutycznego (15,16%) i branży finanse (13,14%).

4. Wybrane programy opcji menedżerskich spółek notowanych na GPW w Warszawie

Opcje menedżerskie to instrument stosowany tylko przez część spółek notowanych na GPW w Warszawie. Analizę ograniczono do spółek o największej kapitalizacji giełdowej, czyli wchodzących w skład indeksu WIG20. Podstawowe informacje o tych spółkach przedstawia tab. 2.

Tabela 2. Spółki wchodzące w skład indeksu WIG20 (stan na 10.01.2010)

	Branża	Spółka	Udział w indeksie [%]	Opcje menedżerskie
Usługi	telekomunikacja	TPS	6,37	brak
	media	CPS	0,91	występują
		TVN	1,58	występują
	informatyka	ACP	2,28	brak
energetyka	PGE	8,31	brak	
	TPE	3,89	brak	
	CEZ	1,91	występują	
Przemysł	budownictwo	PBG	1,31	występują
		PXM	1,18	występują
	przemysł metalowy	KGH	13,96	brak
	przemysł paliwowy	PGN	3,67	brak
		LTS	1,36	brak
PKN		8,84	występują	
Finanse	bank	BRE	2,32	obecnie brak informacji
		GTN	2,27	brak
		PKO	12,89	brak
		PEO	11,64	występuje
		BZW	2,93	obecnie brak informacji
	ubezpieczenia	PZU	10,46	brak
deweloperzy	GTC	1,92	występuje	

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.gpw.pl.

Połowa spółek wchodzących w skład indeksu WIG20 wprowadziła programy opcji menedżerskich. Dla dwóch spośród nich (BRE i BZW) brak było jednak informacji charakteryzujących te programy. Z kolei Grupa LOTOS SA opracowała program motywacyjny, który jednak nie został przyjęty do realizacji. Ze względu na niejednorodność i niekompletność danych publikowanych przez pozostałe spółki, analiza porównawcza jest bardzo utrudniona. W tabeli 3 ujęto podstawowe informacje o przyjętych programach.

Z opisów podawanych przez większość spółek wynika, że głównym celem wprowadzenia programów opcji menedżerskich było uzupełnienie systemu wynagradzania kadry menedżerskiej. Jedynie Cyfrowy Polsat, Grupa TVN i PEKAO SA szerzej opisały cele programów, wskazując m.in. na dążenie do silniejszego powiązania kadry zarządzającej ze spółką czy wzrostu wartości spółki. Jako instrument motywacyjny trzy spółki wybrały opcje na akcje, trzy – warranty subskrypcyjne i dwie – obligacje zamienne na akcje.

W analizowanych materiałach, poza Grupą Kapitałową PBG, spółki nie podawały warunków nabycia praw. Jednym z podstawowych jest pozostawanie w stosunku pracy ze spółką. Należy zwrócić uwagę, że warunki realizacji opcji powinny być tak

Tabela 3. Charakterystyka programów opcji menedżerskich dla spółek z indeksu WIG20

Spółka	Cel	Osoby uprawnione	Instrument motywacyjny	Czas trwania
1	2	3	4	5
CPS	<p>Wsparcie realizacji strategii wzrostu wartości spółki.</p> <p>Powiązanie wysokości wynagrodzenia kadry zarządzającej z wynikami spółki. Silniejsze związanie kadry zarządzającej ze spółką.</p> <p>Zwiększenie efektywności i kontroli środków przeznaczanych na cele premiowania osób kluczowych dla spółki.</p> <p>Budowanie kultury organizacyjnej spółki, ukierunkowanej na efektywność prowadzonej działalności.</p>	kadra zarządzająca	warranty subskrypcyjne	2007-2011
TVN	<p>Stworzenie dodatkowych elementów motywacyjnych, które mają skłaniać wysoko wykwalifikowany personel do działań przyczyniających się do wzrostu wartości spółki w perspektywie długoterminowej.</p>	wybrani członkowie zarządu, pracownicy i współpracownicy o kluczowym znaczeniu dla Grupy TVN	obligacje zamienne na akcje spółki	2005-2014 (31.12.2014 – ostateczny termin emisji akcji)
	<p>Prawa do opcji przyznane zostały w ramach dwóch programów:</p> <p>1) program motywacyjny wprowadzony 27 grudnia 2005 r. obejmował przyznanie opcji na zakup akcji w trzech transzach w grudniu 2005 r., wrześniu 2006 r. i wrześniu 2007 r.</p> <p>2) program motywacyjny wprowadzony 31 lipca 2006 r. jako część transakcji nabycia Grupy Onet, zastąpił program motywacyjny istniejący w Grupie Onet, obejmował przyznanie opcje na zakup akcji w czterech transzach, dwie pierwsze transze zostały przyznane w ramach Grupy Onet, następane przyznano w marcu 2007 r. i marcu 2008 r.</p>			
CEZ	Uzupełnienie systemu wynagradzania.	członkowie zarządu	opcje objęcia akcji	2001-2007
PEO	<p>Budowanie silnej relacji między kluczowymi menedżerami oraz pracownikami zidentyfikowanymi jako grupa talentów banku i Grupy UniCredit.</p> <p>Wzmacnianie motywacji i lojalności wobec banku i Grupy.</p>	członkowie organów zarządzających, kadry kierowniczej oraz pracowników Grupy Kapitałowej Banku PKO SA kluczowi dla realizacji strategii banku	opcja nabycia akcji	2003-2012
	<p>Możliwość nabycia określonej liczby sztuk akcji banku w cenie równej średniej rynkowych cen zamknięcia akcji banku na GPW w Warszawie odpowiednio w roku 2003 (lipiec i sierpień) oraz w roku 2004 (luty, marzec).</p> <p>Prawa do opcji przyznane zostały w dwóch transzach:</p> <p>1) program motywacyjny rozpoczynający się w 2003 r., w ramach którego osoby uczestniczące będą mogły nabywać akcje banku do 2010 r.,</p> <p>2) program motywacyjny rozpoczynający się w 2004 r., w ramach którego osoby uczestniczące będą mogły nabywać akcje banku do 2012 r.</p>			

Tabela 3, cd.

1	2	3	4	5
PBG	Uzupełnienie systemu wynagradzania.	członkowie zarządu i pracownicy PBG SA oraz spółek grupy kapitałowej, osoby fizyczne lub wspólnicy spółek osobowych związanych z PBG stałymi umowami o współpracy	opcje objęcia akcji (po cenie 1 zł plus koszt pieniądza w czasie)	2005-2009
Warunki nabycia uprawnień: osiągnięcie przez grupę zysku operacyjnego za poprzedni rok obrotowy na poziomie minimum 75% prognozy zysku operacyjnego; w przypadku gorszej realizacji prognozy, program w danym roku jest zawieszany.				
PXM	Uzupełnienie systemu wynagradzania.	członkowie zarządu, kluczowi pracownicy spółki, prezesi zarządów spółek zależnych	warranty subskrypcyjne uprawniające ich posiadaczy do objęcia jednej akcji po cenie emisyjnej równej 2,35 zł	2006-2008
PKN	Uzupełnienie systemu wynagradzania.	członkowie zarządu, kadra kierownicza (do 150 osób)	obligacje zamienne na akcje spółki.	2001-2003
		członkowie zarządu, kadra kierownicza, kluczowe podmioty z grupy kapitałowej spółki	obligacje na okaziciela z prawem pierwszeństwa do objęcia akcji spółki	2004-2008
Obligacja ma uprawniać do objęcia jednej akcji. Obligacje nie będą oprocentowane.				
GTC	Uzupełnienie systemu wynagradzania.	członkowie zarządu, rady nadzorczej i kierownictwa spółki, którym zostały przyznane opcje fantomowe	imienne warranty subskrypcyjne, z których każdy uprawnia do objęcia 1 akcji po cenie 0,10 zł	2004-2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów rocznych i stron internetowych spółek.

sformułowane, aby ich wykonanie było możliwe tylko w przypadku rzeczywistej poprawy efektywności pracy menedżerów. Między innymi warunki podane przez PBG w istocie nie motywują pracowników. Rada Nadzorcza, uchwalając ostrożne i konserwatywne prognozy, przyczynia się do tego, że warunek zrealizowania minimum 75% prognozy zysku operacyjnego jest niemal zawsze spełniony. W takim przypadku opcje menedżerskie przestają być instrumentem motywacyjnym. Z drugiej strony uzależnianie otrzymania praw do akcji od osiągnięcia wyników bardzo wysokich może prowadzić do manipulowania bądź fałszowania danych prezentowanych w sprawozdaniach finansowych. Zagadnienie to w swojej pracy opisują między innymi Crocker i Slemrod [2007, s. 698-713]. Ponadto spełnienie wysokich wymagań może być przyczyną podejmowania przez zarząd ryzykownych decyzji inwestycyjnych, których akcjonariusze nie są w stanie zaakceptować. Programy opcji menedżerskich powinny być zatem tak skonstruowane, aby rzeczywiście motywowały osoby zarządzające spółką do jeszcze większego zaangażowania się w pracę, jednocześnie wzmacniając lojalność wobec firmy. Wówczas dopiero cel kadry zarządzającej łączy się z celem akcjonariuszy, czyli dążeniem do maksymalizacji wartości firmy. Wzrost wartości firmy po wprowadzeniu programu motywacyjnego można zaobserwować w przypadku Grupy CEZ, która zalicza się do dziesięciu największych firm energetycznych w Europie. Trzy lata po wprowadzeniu programu wartość rynkowa spółki wzrosła ponadpięciokrotnie w ciągu 2,5 roku. Przyczyniło się do tego efektywne zarządzanie, obniżenie kosztów i ostrożne inwestycje.

Analiza cen akcji, po jakiej mają prawo nabyć je osoby uprawnione, ze względu na brak danych została pominięta. Z trzech spółek, które podały informacje, jedynie Polimex Mostostal (PXM) ustalił cenę, dla której program ma charakter motywacyjny. W przypadku Grupy PBG oraz Globe Trade Centre cena akcji została ustalona na bardzo niskim poziomie w porównaniu z bieżącym notowaniem. Zbyt niska cena powoduje, że opcja staje się nagrodą, a nie instrumentem motywującym. Niestety w wielu przypadkach cena ustalana jest na zdecydowanie za niskim poziomie.

W odniesieniu do czasu trwania – wszystkie programy trwały co najmniej trzy lata. Większość praktyków przyznaje, że jest to minimalny czas trwania programów. Efekty ich wprowadzania nie są bowiem zauważalne w krótkim czasie.

5. Zakończenie

Wprowadzanie programów motywacyjnych uwzględniających udział we własności przedsiębiorstwa ma zarówno swoich zwolenników, jak i przeciwników. Przykładowo Bebchuk i Fried [2003, s. 71-92] oraz Bebchuk i Grinstein [2005, s. 283-303] uważają, że wysokim wynagrodzeniom kadry zarządzającej nie zawsze odpowiadają bardzo dobre osiągnięcia kierowanych przez nią spółek. Również badania prowadzone przez Kohna [1993, s. 5-21] wskazują, że stosowanie nagród materialnych i powiązanie ich z wynikami pracy zmniejsza zainteresowanie pracowników zadaniami. Nagrody pieniężne nie kształtują stałego zaangażowania, ponieważ ludzie,

którzy spodziewają się uzyskania nagrody za wykonanie zadania, pracują efektywnie jedynie do czasu jej uzyskania. Jednak, jak słusznie zauważa Juchnowicz [2000, s. 211], współcześnie istotą systemu motywowania jest inspirowanie pracowników do osiągnięć, w przeciwieństwie do tradycyjnie pojmowanego motywowania jako pobudzania pracowników do efektywnego wykonywania zadań. Z kolei Gabaix i Landier [2008, s. 49-101] wskazują, że w latach 1980-2003 nastąpił sześciokrotny wzrost wynagrodzeń prezesów spółek publicznych w USA, czemu towarzyszył również sześciokrotny wzrost kapitalizacji kierowanych przez nich podmiotów.

W Polsce programy opcji menedżerskich to instrument wykorzystywany jedynie przez część spółek publicznych. Z analizy wynika, że jest on głównie elementem uzupełnienia systemu wynagrodzeń, a jedynie w ograniczonym zakresie służy do umacniania więzi z firmą, prowadząc w długim okresie do wzrostu wartości przedsiębiorstwa. W wielu przypadkach brak jest jednak szczegółowych danych odnoszących się do wdrożonych programów, stąd ich analiza jest bardzo utrudniona. Można jednak zauważyć błędy w konstrukcji programów. Między innymi ustalanie ceny wykonania na bardzo niskim poziomie, czasami nawet kilkadziesiąt razy poniżej wartości rynkowej akcji. Ze względu na istotne różnice między aktualną ceną akcji a ceną, po jakiej mają prawo nabyć akcje osoby uprawnione, niejednokrotnie są one nagrodą, a nie instrumentem motywującym.

Pomimo wad, jakie pojawiają się w programach opcji menedżerskich, są one jednym z najlepszych instrumentów łączących działania menedżera z interesami akcjonariuszy. Menedżerowie, stając się współwłaścicielami firmy, pracują wówczas na wzrost wartości akcji, na czym z kolei najbardziej zależy akcjonariuszom. Poza tym pozwalają one utrzymać strategicznych pracowników w firmie, wzmacniać ich lojalność i odpowiedzialność wobec spółki. Opracowując programy opcji menedżerskich należy jednak pamiętać o jak najlepszym dostosowaniu ich do możliwości i specyfiki firmy; szczególnie odnosi się to do warunków skorzystania z prawa do akcji, ceny oraz czasu trwania. Należy również pamiętać o tym, że w wyjątkowych sytuacjach nawet najlepiej skonstruowany program wobec zmieniających się warunków rynkowych czy działań spekulacyjnych może nie przyczynić się do wzrostu wartości spółki, zwłaszcza gdy jego efektów oczekuje się w krótkim czasie.

Literatura

- Armstrong A., *Human Resources Management: A case of the Eperor's New Cloth?*, „Personnel Management” 1987, no. 8.
- Bebchuk L.A., Fried J.M., *Executive compensation as an agency problem*, „Journal of Economic Perspectives” 2003, vol. 17, no. 3.
- Bebchuk L., Grinstein Y., *The Growth of executive pay*, „Oxford Review of Economic Policy” 2005, vol. 21, no. 2.
- Borkowska S., *System motywowania w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1985.
- Crocker K.J., Slemrod J., *The Economics of Earnings Manipulation and Managerial Compensation*, „The Rand Journal of Economics” 2007, vol. 38, is. 3.

- Gabaix X., Landier A., *Why has CEO pay increased so much?*, „The Quarterly Journal of Economics” 2008, February.
- Helin A., *Na czym polegają programy opcji menedżerskich*, www.gazetaprawna.pl, 20.04.2009.
- Juchnowicz M., *Motywowanie w toku pracy*, [w:] *Zasoby ludzkie w firmie. Organizacja, kierowanie, ekonomika*, red. A. Sajkiewicz, Poltext, Warszawa 2000.
- Kohn A., *Why incentive plans cannot work*, „Harvard Business Review” 1993, September – October.
- Rynek opcji menedżerskich w Polsce*, Trio Management, 2010.
- Szablewski A., Tuzimek R., *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, 2008.
- Ujęcie księgowo i wycena programów opcji menedżerskich*, Ernst & Young, 2008.

MANAGEMENT OPTION PROGRAMMES USED BY COMPANIES QUOTED ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE

Summary: Management option programmes have been gaining a lot of followers in recent years. They are ones of the best motivating key employees instruments which connect their activity with business of shareholders. They contribute to the increase in the value of the company thanks to well-developed and carried out programmes in the long run. The main goal of this article is to show the subject of management options and to analyze some motivating management programmes which are based on options. Their analysis is very difficult because of the lack of uniform standards of disclosure of information about additional salary of managers. In this paper the analysis is limited to companies which belong to WIG20 index.