
Danuta KOPYCIŃSKA*
Radosław WIŚNIEWSKI**

Wynagrodzenia menedżerów a cele ekonomiczne spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie

Streszczenie: Celem artykułu jest empiryczna weryfikacja zależności między wynagrodzeniem poszczególnych menedżerów a celami ekonomicznymi spółek giełdowych, ze szczególnym uwzględnieniem celów strategicznych. Grupę badawczą stanowiły spółki notowane od co najmniej siedmiu lat na GPW w Warszawie, w których przynajmniej jedna osoba z zarządu pełniła swoją funkcję w całym badanym okresie. W literaturze fachowej nie są prezentowane wyniki badań uwzględniające powyższe kryteria. Do weryfikacji zależności zastosowano współczynnik korelacji liniowej Pearsona a okresem badawczym były lata 2005–2011, co zapewniło uwzględnienie strategicznej perspektywy zarządzania, pozwalającej na uwidocznienie wpływu danego zarządzającego na wyniki ekonomiczne spółki. Przyjęcie 2005 roku za początek okresu badawczego wynikało z obowiązujących od tego roku przepisów o przedstawianiu w rocznym sprawozdaniu finansowym spółek informacji o wartości wynagrodzeń poszczególnych członków zarządu. Natomiast przyjęcie 2011 roku za koniec okresu badawczego wynikało ze znacznej rotacji w zarządach spółek w kolejnych latach, co w istotny sposób ograniczało wielkość badanej próby. Spośród spółek giełdowych notowanych na GPW w Warszawie na dzień 31 grudnia 2011 roku – ustalone do badań kryteria spełniło około 14% spółek i około 6% ogółu menedżerów. Wyniki badań wykazały, że w około 88% badanych spółek i u około 90% badanych menedżerów nie było pozytywnej i istotnej statystycznie zależności między wynagrodzeniem poszczególnych menedżerów a celami strategicznymi spółek. Podobne wyniki uzyskano także z analizy zależności wynagrodzeń menedżerów z tzw. pozostałymi celami ekonomicznymi spółek. W tym wypadku, brak pozytywnego i istotnego statystycznie związku między omawianymi zmiennymi wystąpił w ponad 93% spółek i u około 90% badanych menedżerów.

* Uniwersytet Szczeciński, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania; e-mail: danutak@wneiz.pl

** Centralny Ośrodek Szkolenia Straży Granicznej w Koszalinie; e-mail: radekwisniewski@poczta.onet.pl

Słowo kluczowe: spółki giełdowe, kadra zarządzająca, wynagrodzenia, cele ekonomiczne

Kody klasyfikacji JEL: H54, M12, J31, D21

Artykuł nadesłany 8 stycznia 2016 r., zaakceptowany 30 listopada 2016 r.

Wprowadzenie

Jedną z podstawowych zasad konstruowania systemów motywacyjnych jest zasada skuteczności systemu tak z punktu widzenia organizacji, jak i pracownika. Biorąc pod uwagę punkt widzenia organizacji w uproszczeniu można przyjąć, że w odniesieniu do kadry zarządzającej system motywacyjny będzie skuteczny, jeżeli wynagrodzenia tej kadry – stanowiące istotne narzędzie systemu motywacyjnego – będą powiązane z wynikami (celami) ekonomicznymi organizacji [Kozioł, 2002; Borkowska, 2004, 2006, 2007; Sekuła, 2005, 2008; Kaplan, Norton, 2007; Kopertyńska, 2008].

Skuteczność w takim rozumieniu jest szczególnie ważna w spółkach giełdowych istotnie wpływających na gospodarkę całego kraju. Brak bowiem w tego typu organizacjach zależności między wysokością wynagrodzeń kadry kierowniczej a wynikami ekonomicznymi może doprowadzić do niekorzystnych zjawisk gospodarczych w skali makroekonomicznej. Dobrym przykładem jest ostatni kryzys ekonomiczny mający swoje źródło w sektorze finansowym, w którym niewłaściwa polityka wynagrodzeń menedżerów została zidentyfikowana jako jeden z podstawowych czynników doprowadzających do tego kryzysu [Urbanek, 2010a, s. 87]. Polityka wynagradzania zarządów znajduje swoje odzwierciedlenie w zaleceniach formułowanych zarówno w dokumentach unijnych, jak i krajowych¹. Zależności między wynagrodze-

¹ Zalecenie Komisji Europejskiej z dnia 14 grudnia 2004 roku w sprawie wspierania odpowiedniego systemu wynagrodzeń dyrektorów spółek notowanych na giełdzie 2004/913/WE (DzU UE L385/55); Zalecenie Komisji Europejskiej z dnia 15 lutego 2005 roku dotyczące roli dyrektorów niewykonawczych, będących członkami rady nadzorczej spółek giełdowych i komisji (nadzorczej) 2005/162/WE (DzU UE L 52/51); Zalecenie Komisji Europejskiej z dnia 30 kwietnia 2009 roku uzupełniające zalecenia 2004/913/WE i 2005/162/WE w sprawie systemu wynagrodzeń dyrektorów spółek notowanych na rynku regulowanym 2009/385/WE (DzU EU L 120/28); Zalecenie Komisji Europejskiej z dnia 30 kwietnia 2009 roku w sprawie polityki wynagrodzeń w sektorze usług finansowych 2009/384/WE (DzU UE L 120/22); Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu o spółkach publicznych (DzU 2005, nr184, poz. 1539); Ustawa z dnia 18 marca 2008 roku o zmianie ustawy o rachunkowości (DzU 2008, nr 63, poz. 393); Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 roku w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez eminentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa nie będącego państwem członkowskim (DzU 2009, nr 33, poz. 259); Uchwała nr 258/2011 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 4 października 2011 roku w sprawie szczegółowych zasad finansowania systemu zarządzania ryzykiem i systemu kontroli wewnętrznej oraz szczegółowych warunków szacowania przez banki kapitału wewnętrznego i dokonywania przeglądów procesu szacowania i utrzymywania kapitału wewnętrznego oraz zasad ustalania polityki zmiennych składników wynagrodzeń

niem menedżerów a wynikami ekonomicznymi również stanowiły przedmiot badań empirycznych w spółkach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie [Rudolf, Janusz, Stos, Urbanek, 2002; Urbanek, 2006; Campbell, Jeżak, Bohdanowicz, 2006; Aluchna, 2007; Deloitte, 2009; Sedlak&Sedlak, 2011; Pricewaterhouse Coopers, 2012]. W badaniach tych analizowano głównie wysokość przeciętnego wynagrodzenia całego zarządu bez podziału na poszczególnych menedżerów, okres badawczy obejmował od roku do trzech lat, nie identyfikowano także strategicznych celów ekonomicznych badanych spółek, przyjmując do analizy standardowe wskaźniki finansowe. Stąd podstawowym celem niniejszego artykułu jest empiryczna weryfikacja zależności między wynagrodzeniem poszczególnych członków zarządu a celami ekonomicznymi spółek notowanych na GPW w Warszawie, ze szczególnym uwzględnieniem celów strategicznych. Zależność ta będzie stanowić także podstawę oceny skuteczności stosowanych systemów motywacyjnych z punktu widzenia organizacji. Okresem badawczym były lata 2005–2011. Przyjęcie 2005 roku za bazowy wynikało z obowiązujących od tego roku przepisów, obligujących spółki giełdowe do ujawnienia wysokości rocznych wynagrodzeń poszczególnych członków zarządu². Natomiast uwzględnienie w badaniach strategicznej perspektywy zarządzania, i tym samym wpływu osób zarządzających na wyniki ekonomiczne spółek, wymagało ujęcia czasu trwania kontraktów menedżerskich, czyli co najmniej 5 lat. Przyjęty 7-letni okres badawczy uwzględniał więc zarówno 5-letnie, jak i odnawialne na kolejne lata kontrakty menedżerskie dla poszczególnych osób w zarządzie. Kontrakty te świadczyły zarówno o stabilnej pozycji tych menedżerów w spółce, jak i pozytywnej ocenie ich pracy dokonywanej przez rady nadzorcze. Natomiast przyjęcie 2011 roku za rok kończący okres badawczy wynikało ze znacznej rotacji w zarządach spółek w kolejnych latach. Na przykład w 2012 roku rotacja zarządzających wystąpiła w około 14% badanych spółek, w 2013 roku wymiany czołowej kadry menedżerskiej dokonano w kolejnych 10% spółek, w 2014 roku – w około 7% spółek i podobnie w 2015 roku. Natomiast biorąc pod uwagę poszczególne osoby zatrudnione w zarządzie tych spółek, w latach 2012–2015 rotacja objęła prawie 30% badanych menedżerów z 2011 roku, z których ponad 52% to prezesi zarządu. Ponieważ już w 2011 roku przyjęte kryteria wyboru grupy badawczej spełniło jedynie około 14% ogółu spółek giełdowych i 6% ogółu menedżerów – występująca w tych spółkach w latach

osób zajmujących stanowiska kierownicze w banku; Dobre praktyki w spółkach publicznych [2005]; Komitet Dobrych Praktyk, Forum – Corporate Governance; Dobre praktyki w zakresie kształtowania wysokości i składników wynagrodzeń, w przypadku zawierania kontaktów menedżerskich z członkami zarządów wybranych spółek z udziałem Skarbu Państwa, Ministerstwo Skarbu Państwa, Program profesjonalizacji nadzoru.

- ² Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 18 października 2005 roku w sprawie zakresu informacji wykazywanych w sprawozdaniach finansowych i skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych, wymaganych w prospekcie emisyjnym dla emitentów z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, dla których właściwe są polskie zasady rachunkowości (DzU 2005, nr 209, poz. 1743).

2012–2015 dalsza rotacja kadry zarządzającej w istotny sposób ograniczyłaby wielkość badanej próby. Należy także dodać, że omawiana wysoka rotacja zarządów, w tym szczególnie osób na stanowisku prezesa³, przejścia i przekształcenia spółek oraz wycofywanie przez spółki walorów z GPW w Warszawie stanowiły główne ograniczenia przeprowadzonych badań.

Rola wynagrodzeń w systemie motywacyjnym menedżerów

Podstawowym źródłem pobudzającym i skłaniającym menedżerów i pozostałych pracowników do podjęcia określonego działania – w tym pracy – jest motywacja. W literaturze fachowej nie ma ogólnie przyjętej definicji motywacji czy też systemu motywacyjnego. Przedstawiane definicje motywacji w większości koncentrują się na czynnikach, które wpływają na pobudzenie, ukierunkowanie i podtrzymanie ludzkiego zachowania, a różnice między definicjami poszczególnych autorów sprowadzają się zazwyczaj do użytej terminologii [Penc, 2000, s. 137; Stoner, Freeman, Gilbert, 2001, s. 426; Steers, Mowday, Shapiro, 2004, s. 379; Koźmiński, Piotrowski, 2007, s. 315; Oleksyn, 2008, s. 207; Kopertyńska, 2008, s. 16]. Można więc przyjąć, że motywacja to zbiór psychicznych procesów powodujących pobudzenie, ukierunkowanie i wytrwałość w zachowaniach jednostki zorientowanej na osiągnięcia celu [Greenberg, Baron, 2003, s. 190]. Podobnie jak przy motywacji, tak i przy systemach motywacyjnych nie występuje w literaturze przedmiotu jedna, powszechnie uznawana definicja, czego skutkiem jest ich różnorodność [Kopycińska, 1992, s. 12; Pocztowski, 1998, s. 121; Kozioł, 2002, s. 59; Oleksyn, 2006, s. 143–144; Griffin, Moorhead, 2011, s. 160; Juchnowicz, 2012, s. 135]. Ponieważ występujące w literaturze definicje koncentrują się przede wszystkim na motywatorach i celach, system motywacyjny można określić jako spójny i celowo dobrany zestaw narzędzi motywowania z punktu widzenia realizacji celów organizacji i pracowników [Borkowska, 2007, s. 352]. Uwzględniając w niniejszym artykule wymierność jako kryterium podziału przyjęto, że kompleksowy system motywacyjny składa się z trzech grup motywatorów: płacowych, pozapłacowych materialnych i pozapłacowych niematerialnych [Oleksyn, 1997, s. 269]. Motywatory płacowe obejmują wynagrodzenie stałe oraz wynagrodzenie zależne od wyników krótko- i długoterminowych i mają za zadanie zapewnienie pracownikowi i jego rodzinie bezpieczeństwa i odpowiedniego standardu życia. Motywatory pozapłacowe materialne to zaś takie, które chociaż nie mają postaci finansowej mogą być przeliczane na pieniądze. W praktyce, są to wszelkiego rodzaju świadczenia pracownicze, które w większości nie są związane z wynikami pracy, ale z zatrudnieniem w danej firmie,

³ Na wysoką rotację prezesów zarządu wskazują także przeprowadzone badania w 350 spółkach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, które wykazały, że w latach 2006–2009 w 49,1% tych spółek nastąpiła zmiana na stanowisku prezesa zarządu [Urbanek, 2010b, s. 27].

stanowiskiem i stażem pracy [Sekuła, 2005, s. 13]. Głównym celem tych świadczeń jest wzmocnienie związków między zatrudnionymi a organizacją, zatrzymanie w firmie i przyciągnięcie do firmy wartościowych pracowników, stworzenie wizerunku opiekuńczego pracodawcy czy też zwiększenie korzyści dla pracowników poprzez np. wykorzystanie wszelkich ulg podatkowych dotyczących pozapieniężnych składników wynagrodzeń [Gick, Tarczyńska, 1999, s. 267–268]. W powszechnym przekonaniu, chociaż motywatory materialne są niezbędne do motywowania pracowników, są one niewystarczające, aby zapewnić skuteczność systemu motywacyjnego. Stąd obok bodźców materialnych w systemach motywacyjnych występują również motywatory pozapłacowe niematerialne, których zadaniem jest zaspokojenie potrzeb społecznych, szacunku, uznania władzy, samorealizacji itp.⁴ Podstawowym celem każdego systemu motywacyjnego jest integracja celów organizacji z celami pracownika. W praktyce więc, systemy te są zróżnicowane zarówno w poszczególnych organizacjach, jak i odrębnie opracowane dla poszczególnych grup pracowników, gdyż grupy te realizują różne cele. Menedżerowie najwyższego szczebla wyznaczają cele organizacji, jej ogólną strategię a także politykę operacyjną [Griffin, 2007, s. 46] oraz odgrywają strategiczne role decydujące o powodzeniu lub niepowodzeniu organizacji⁵. System motywacyjny menedżerów spółek giełdowych powinien więc wspierać osiągnięcie celów wynikających z misji, wizji i strategii spółki oraz motywować zarządzających do podejmowania trafnych decyzji określających obszary i sposoby działalności zapewniające wysokie wyniki ekonomiczne. Jednocześnie system ten powinien zapewniać odpowiedni poziom zadowolenia i satysfakcji kadrze zarządzającej, gdyż brak zadowolenia menedżera z pracy może negatywnie wpływać na realizowane przez niego cele spółki. Nie ulega wątpliwości, że skuteczny system motywacyjny menedżerów powinien zawierać wszystkie grupy motywatorów, gdyż tylko wówczas istnieje możliwość skłonienia tej kadry do zachowań pożądaných z punktu widzenia organizacji, przy jednoczesnym uwzględnieniu jej systemu wartości i oczekiwań związanych z pracą. Dla zarządzających bowiem – obok wynagrodzenia – ważne są także inne motywatory materialne, takie jak akcje, opieka medyczna, prywatna emerytura, ubezpieczenie na życie, fundusz reprezentacyjny, opieka nad członkami rodziny, uczestnictwo w klubach, komfortowe gabinety, wczasy/wycieczki, samochód służbowy itp. Niezmiernie istotne znaczenie w systemie motywacyjnym

⁴ Ustalenie występujących rodzajów motywatorów pozapłacowych niematerialnych jest trudniejsze niż wskazanie pozostałych grup motywatorów, dlatego też w teorii i praktyce spotyka się różne katalogi motywatorów pozapłacowych niematerialnych, które zazwyczaj korespondują z potrzebami prezentowanymi w motywacyjnych teoriach treści. Na przykład T. Oleksyn wyróżnia i opisuje 14 takich motywatorów [Oleksyn, 2008, s. 232], z kolei, M.W. Kopertyńska motywatory pozapłacowe niematerialne dzieli na siedem grup obejmujących 34 rodzaje motywatorów z jednoczesnym wskazaniem celu ich stosowania i kierunku oddziaływania [Kopertyńska, 2008, s. 210–211]

⁵ Na przykład Mintzberg ustalił, że z formalnego autorytetu i statusu wynika aż 10 ról pełnionych przez menedżerów [Mintzberg, 2010, s. 76].

menedżerów odgrywają motywatory niematerialne: dobre relacje z członkami rady nadzorczej, realizacja odpowiednich zadań, samodzielność w działaniu, dobre relacje ze współpracownikami, szacunek dla kompetencji, elastyczny czas pracy, ambitne zadania stanowiące wyzwania, wyrazy uznania za osiągnięcia, władza w wyznaczaniu kierunków działalności spółki itp.⁶ Uznając „ważność” wszystkich grup motywatorów, należy jednak zaznaczyć, że w praktyce szczególną rolę w systemie motywacyjnym menedżerów odgrywa wynagrodzenie stanowiące podstawowy, wymierny bodziec ekonomiczny. Wynagrodzenie menedżerskie jest bowiem niezmiernie ważnym elementem systemu korporacyjnego, gdyż motywacyjna funkcja wynagrodzeń zakłada, że zarządzający – ze względu na powiązanie wynagrodzenia z wartością spółki – będą w realizacji celów akcjonariuszy widzieli także swoje interesy. Innymi słowy zakłada się, że płaca menedżera jest silnie uzależniona od wyników jego pracy, co pozwala na ograniczenie konfliktów między zarządzającymi a akcjonariuszami i zapewnia zbliżenie interesu obu tych grup. Założenie to wywołuje wiele wątpliwości a systemy wynagrodzeń menedżerów – a szczególnie ich wysokość – stanowią jeden z najbardziej krytykowanych elementów nadzorczych [Aluchna, 2010, s. 102]. W powszechnym przekonaniu, zarówno poziom, jak i dynamika wynagrodzeń menedżerów często nie wykazywały żadnego powiązania z wynikami ekonomicznymi spółek. Niewłaściwa polityka wynagrodzeń menedżerów została zidentyfikowana także jako jeden z kluczowych czynników doprowadzających do kryzysu finansowego. Stąd po kryzysie, zasady wynagradzania zarządów stały się m.in. istotnym elementem reformy systemu nadzoru korporacyjnego, a najważniejszym celem, jaki został przyjęty w tej materii, było powiązanie dochodów czołowego kierownictwa z efektami ekonomicznymi spółki [Urbanek, 2010a, s. 84–87]. Systemy wynagrodzeń menedżerów spółek giełdowych uwzględniające wyniki ekonomiczne stały się również podstawą formułowanych zaleceń unijnych i krajowych. Tak więc już w zaleceniach unijnych z 2004 roku wynagrodzenie zarządzających w spółkach giełdowych uznane zostało za jeden z kluczowych obszarów, w ramach którego zarządzający mogą napotkać konflikt interesów i w którym powinno się w należyty sposób uwzględnić interesy akcjonariuszy (DzU UE, 2004, p. 2). Aby zatem eliminować (ograniczać) ewentualne konflikty, powyższe zalecenia zawierają ogólne zasady dotyczące jawności wynagrodzeń kadry zarządzającej, a w tym m.in. zalecenia przekazywania informacji wyjaśniających znaczenie zmiennych i stałych elementów ich wynagrodzeń, informacji związanej z kryteriami wydajności oraz wystarczającej informacji na temat związku między wydajnością a wynagrodzeniem (DzU UE, 2004, p. 3, 3a, b, c). Do powiązania wynagrodzenia zarządzających z wydajnością nawiązują uregulowania unijne z 2009 roku, zalecające, aby struktura wynagrodzeń menedżerów (dyrektorów) sprzyjała długoterminowej stabilności przedsię-

⁶ Motywatory takie wymieniane były najczęściej w II etapie omawianych badań obejmujących studium przypadku menedżerów.

biorstwa i gwarantowała wynagrodzenie oparte na wynikach pracy (DzU UE, 2009, p. 6). W Polsce, obok obowiązujących uregulowań unijnych, zalecenia powiązania wynagrodzeń menedżerów z wynikami ekonomicznymi zawiera także Uchwała Komisji Nadzoru Finansowego z 2011 roku w odniesieniu do banków⁷ oraz zalecenia takie formułowane są w kodeksach etycznych stanowiących tzw. „miękkie prawo”. Na przykład w kodeksie z 2005 roku, ujęte jest m.in. stwierdzenie, że „wynagrodzenie powinno odpowiadać wielkości przedsiębiorstwa spółki, pozostawać w rozsądnym stosunku do wyników ekonomicznych” [Dobre praktyki w spółkach publicznych, 2005, p. 38, s. 9]. W programie profesjonalizacji nadzoru dotyczącym spółek z udziałem Skarbu Państwa zaleca się natomiast, aby premie, nagrody czy bonusy motywacyjne były wypłacane na podstawie realizacji celów skorelowanych z podstawowymi wskaźnikami i wynikami finansowymi [Ministerstwo Skarbu Państwa, s. 5].

Grupa badawcza i metodyka badań

Grupę badawczą stanowiły spółki giełdowe notowane od co najmniej siedmiu lat na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, w których przynajmniej jedna osoba z zarządu pełniła swoją funkcję w całym badanym okresie. Z 426 spółek notowanych na GPW w dniu 31.12.2011 roku zatrudniających 1406 menedżerów – wymienione kryteria spełniło 59 spółek, co stanowiło około 14% ogółu badanych i zatrudniających 77 menedżerów (6% ogółu populacji).

W niniejszym artykule do dalszej analizy przyjęto podział spółek giełdowych uwzględniający wielkość zatrudnienia oraz pochodzenie kapitału (udział w spółkach kapitału zagranicznego i polskiego). Według wielkości zatrudnienia – badane spółki podzielono na: spółki małe – zatrudniające od 1–49 pracowników, spółki średnie – zatrudniające od 50–249 pracowników i spółki duże – zatrudniające 250 i więcej pracowników. Uwzględniając kryterium pochodzenie (udziału) kapitału wyróżniono spółki z kapitałem polskim – niemające inwestora z główną siedzibą poza granicami Polski oraz spółki z kapitałem zagranicznym – mające inwestora z główną siedzibą poza granicami Polski⁸. Udział poszczególnych kategorii spółek w ogólnej grupie badanych przedstawiono w tabeli 1.

⁷ W p. 9 Uchwały jest stwierdzenie, że „wynagrodzenie zmienne (...) jest przyznawane lub wypłacane, gdy odpowiada sytuacji finansowej całego banku krajowego oraz jest uzasadnione wynikami tego banku (...) oraz efektami pracy tej osoby” (s. 15).

⁸ Podczas klasyfikacji spółek według kryterium pochodzenia kapitału brano pod uwagę wszystkich dużych akcjonariuszy ujawnionych przez spółki posiadające co najmniej 5% akcji i 5% głosów na WZA. Jeżeli choć jeden z dużych akcjonariuszy miał główną siedzibę poza granicami RP – spółkę zaliczono do spółek z udziałem kapitału zagranicznego. Natomiast jeśli wszyscy duzi akcjonariusze mieli swoją główną siedzibę w Polsce – spółka zaliczona była do spółek z kapitałem polskim. Przyjęty w artykule powyższy podział spółek jest podziałem umownym, stanowiącym jedynie podstawę dalszej analizy. Nie jest więc równoznaczny z podziałem spółek uwzględniającym pochodzenie inwestora posiadającego największy (kontrolny) pakiet akcji lub głosów.

Tabela 1. Charakterystyka badanych spółek

Wyszczególnienie	Liczba badanych spółek	% udział poszczególnych spółek w grupie ogółem
Spółki ogółem	59	100
I Podział spółek według wielkości zatrudnienia		
Spółki duże	41	69
Spółki średnie	14	24
Spółki małe	4	7
II Podział spółek według pochodzenia kapitału		
Spółki z kapitałem zagranicznym	28	47
Spółki z kapitałem polskim	31	53

Źródła: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

Jak wynika z danych z tabeli 1 największą grupę – prawie 70% – stanowiły spółki duże, spółki średniej wielkości, to około 24% ogółu badanych spółek, a spółki małe – 7%. Działalność 53% badanych spółek finansowana była wyłącznie kapitałem polskim, a w 47% spółek występował kapitał zagraniczny. Spośród zatrudnionych w tych spółkach przez minimum 7 lat menedżerów – ponad 58% pełniło funkcję prezesa zarządu, 27% – funkcję wiceprezesa a ponad – 14% funkcję członka zarządu. Do analizy zależności jako wynagrodzenie przyjęto wynagrodzenia całkowite poszczególnych zarządzających⁹. Jako cele ekonomiczne spółek giełdowych przyjęto wskaźniki finansowe najczęściej występujące w badaniach efektywności spółek giełdowych (utożsamione z tymi celami), takie jak: przychód netto, zysk netto, ROE, ROA i EPS [Dávila, Epstein, Manzoni red., 2010, s. 499; Krzakiewicz, Cyfert, 2009, s. 121; Shields, 2007, s. 475; Davis, Edge, 2004, s. 249; Haus, 2000, s. 114; Nogalski, Zacharewicz, 2000, s. 260; Campbell, Jeżak, Bohdanowicz, 2006, s. 44; Urbanek, 2010b, s. 29; Adamska, Urbanek, 2014, s. 96]. Cele te podzielono na strategiczne cele ekonomiczne oraz tzw. pozostałe cele ekonomiczne. Do strategicznych celów ekonomicznych zaliczono wymierne cele strategiczne (np. poprawa zyskowności, zwiększenie udziału w rynku, zwiększenie sprzedaży, poprawa rentowności kapitału własnego) wskazywane przez prezesa (lub zarząd) w liście do akcjonariuszy stanowiącym część jednostkowego sprawozdania rocznego spółki giełdowej. Celom tym przyporządkowane zostały adekwatne wskaźniki finansowe spośród pięciu wskaźników przyjętych do analizy, co przedstawiono w tabeli 2.

⁹ W zdecydowanej większości badanych spółek podawana była jedynie wysokość wynagrodzenia całkowitego menedżerów co nie pozwalało na analizę poszczególnych części tego wynagrodzenia (premii, nagrody), czy też analizę wartości korzyści należnych związanych z posiadanymi akcjami i opcjami. Krytyczna analiza systemu raportowania o wynagrodzeniach w polskich spółkach giełdowych zawarta jest w pracy [Sedlak, 2010, s. 517–518].

Tabela 2. Przyporządkowanie wskaźników finansowych do strategicznych celów ekonomicznych spółek

Wskaźniki finansowe spółek giełdowych	Cele strategiczne spółek giełdowych
Przychód netto	zwiększenie sprzedaży, zwiększenie udziału w rynku, zdobywanie nowych rynków, utrzymanie udziału w rynku, rozszerzenie działalności na rynku, umocnienie pozycji rynkowej
Zysk netto	maksymalizacja zysku, poprawa wyniku finansowego spółki, poprawa zyskowności
ROE	wzrost rentowności kapitału, polepszenie wykorzystania kapitału, zwiększenie zwrotu kapitału
ROA	zwiększenie rentowności aktywów, maszyn, urządzeń, sprzętu, infrastruktury
EPS	zwiększenie korzyści dla akcjonariuszy, wzrost wartości rynkowej akcji, wzrost zyskowności akcji

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

Do pozostałych celów ekonomicznych w poszczególnych spółkach giełdowych zaliczono natomiast te wskaźniki finansowe – z przyjętych do analizy – które nie stanowiły celów strategicznych w tych spółkach. Do empirycznej weryfikacji zależności między wynagrodzeniem zarządzających a celami ekonomicznymi spółek giełdowych zastosowano współczynnik korelacji liniowej Pearsona. Podano także wartość poziomu istotności informującą, od jakiego poziomu w konkretnym badaniu zaczynają się wartości istotne statystycznie, wskazujące na zachodzenie związku między badanymi zmiennymi. Na podstawie danych przyjęto, że przy $\alpha = 0,05$ wartości bezwzględne współczynnika korelacji większe od 0,7545 można traktować jako istotne¹⁰.

Oznacza to, że między wysokością wynagrodzenia danego menedżera a wartością celu ekonomicznego będzie zachodziła pozytywna i istotna statystycznie zależność (odpowiednio silna i pozytywna korelacja), jeśli współczynnik dla tych zmiennych osiągnie wartość $r > 0,7545$. Do powyższych analiz konieczne było zebranie danych, które pozyskano z 413 jednostkowych raportów rocznych spółek giełdowych (po 7 raportów z każdej z 59 spółek) zamieszczonych na stronach internetowych: Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, badanych spółek, portalu „Bankier.pl”. Dane obejmowały m.in.: cele ekonomiczne spółek, strukturę kapitałową, strukturę akcjonariatu, wielkość zatrudnienia, obsadę stanowisk w zarządach oraz wysokość wynagrodzeń poszczególnych członków zarządów w latach 2005–2011. Do oceny skuteczności systemu motywacyjnego organizacji przyjęto następujące założenia badawcze – skuteczny system motywacyjny z punktu widzenia spółki giełdowej to taki, w którym:

- występuje pozytywna i istotna statystycznie zależność między wynagrodzeniem wszystkich badanych menedżerów a wszystkimi strategicznymi celami ekonomicznymi w danej spółce,

¹⁰ Wartość tę uzyskano z równania: $\frac{r}{\sqrt{1-r^2}}\sqrt{n-2} = t_{\alpha, n-2}$ przy $\alpha = 0,005$ i $n = 7$, $r = \sqrt{\frac{(t_{\alpha, n-2})^2}{n-2 + (t_{\alpha, n-2})^2}}$

- występuje pozytywna i istotna zależność między wynagrodzeniem wszystkich badanych menedżerów a co najmniej połową tzw. pozostałych celów ekonomicznych w danej spółce. Powyższe zależności występują wówczas, jeżeli współczynnik korelacji liniowej Pearsona osiągnie wartość $r > 0,7545$.

Wyniki badań empirycznych

Do empirycznych weryfikacji zależności między wynagrodzeniem poszczególnych zarządzających a celami ekonomicznymi spółek przyjęto następujące kierunki analizy:

- badanie siły związku wynagrodzeń menedżerów ze wskaźnikami finansowymi mierzącymi strategiczne cele ekonomiczne spółek giełdowych,
- badanie siły związku wynagrodzeń menedżerów z tzw. pozostałymi celami ekonomicznymi (wskaźnikami finansowymi) spółek giełdowych.

Ponieważ przyjęte kryterium 7 lat zatrudnienia spełniało od 1 do 3 menedżerów w poszczególnych spółkach, powyższe analizy dotyczyły zarówno spółek, jak i poszczególnych menedżerów. Analizy te przeprowadzono na podstawie przyjętych kryteriów podziału spółek, tj. wielkości zatrudnienia i pochodzenie kapitału.

Zależności między wynagrodzeniem menedżerów a celami ekonomicznymi w spółkach giełdowych według wielkości zatrudnienia i pochodzenia kapitału

Zależność między wynagrodzeniem menedżerów a celami ekonomicznymi w dużych spółkach giełdowych

Zgodnie z przyjętym kryterium podziału spółek według wielkości zatrudnienia – do dużych podmiotów zaliczono 41 spółek giełdowych stanowiących prawie 70% ogółu badanej populacji. W zarządach dużych spółek zatrudnionych było 52 menedżerów, tj. około 68% ogółu badanych, spośród których około 62% pełniło w zarządach funkcję prezesa, 25% to wiceprezesa a ponad 13% to członkowie zarządu. W listach do akcjonariuszy – 73% badanych spółek wskazywało jeden ekonomiczny cel strategiczny, około 22% dużych spółek wyznaczało dwa cele a około 5% spółek w swoich raportach rocznych umieszczało trzy strategiczne cele ekonomiczne. Dla 63% dużych spółek giełdowych ekonomicznym celem strategicznym było: wzrost sprzedaży, wzrost przychodów, zwiększenie udziału w rynku, ekspansja na nowe rynki i utrzymanie udziału w rynku. Wzrost zyskowności, wzrost zysku, maksymalizacja zysku, utrzymanie pozytywnej tendencji kształtowania się wypracowanych zysków wskazywane było w raportach około 37% dużych spółek, wzrost zyskowności akcji i wzrost zysków dla akcjonariuszy deklarowało 17% spółek, a zwiększenie zwrotu z aktywów i poprawę rentowności aktywów stanowiła

cel strategiczny dla 15% spółek. Poprawa rentowności kapitału własnego ujęta była w raportach 2% dużych spółek giełdowych. Syntetyczne zestawienie zależności między wynagrodzeniem zarządzających a celami ekonomicznymi w dużych spółkach giełdowych przedstawiono w tabeli 3.

Tabela 3. Kształtowanie się zależności między wynagrodzeniem menedżerów a celami ekonomicznymi w dużych spółkach giełdowych w latach 2005–2011

Spółka/menedżer/kapitał	Cele ekonomiczne spółek					
	przychód netto	zysk netto	ROA	ROE	EPS	
S1 Alma Market SA prezes zarządu M1	Kp	-0,1600	0,0932x	0,1290	0,1164	0,0858x
S2 Amica Wronki SA prezes zarządu M2	Kz	-0,5712	-0,0357x	0,0083	-0,0689	-0,0202
S3 Aparator SA prezes zarządu M3	Kz	0,8965x	0,5612	-0,5653	-0,4675	-0,4567
S4 Bank Zachodni WBK SA członek zarządu M4	Kz	0,4993	0,7677x	0,7722	0,2475	0,7564
S5 CCC SA prezes zarządu M5 wiceprezes zarządu M 6	Kp	-0,4730x 0,8483x	-0,4953 0,6599	0,2445x -0,8131x	-0,3884x -0,4474x	-0,4983 0,6608
S6 Comarch SA prezes zarządu M7	Kp	0,0703	0,4406x	-0,1530	-0,3603	0,4009x
S7 Elektrobudowa SA prezes zarządu M8 członek zarządu M9	Kz	0,2122 0,2885	0,2144x 0,3619x	0,4502 0,4802	0,6258 0,3025	0,2379 0,3545
S8 Emperia Holding SA prezes zarządu M10 członek zarządu M11	Kp	0,3644x -0,1262	-0,1584x -0,4691x	-0,1486 -0,4912	-0,0645 -0,5259	-0,1567 -0,4771
S9 Fabryka Sprzętu i Narzędzi Górnictw FASING SA prezes zarządu M12	Kz	0,7563x	0,5618	0,4035	0,4460	0,5624
S10 Fabryki Mebli FORTE SA prezes zarządu M1	Kz	-0,0614x	0,8475	0,8738	0,8873	0,8476
S11 Fortis Bank Polska od 1.08.2009 BNP Paribas Fortis, obecnie Bank BGŻ BNP Paribas SA wiceprezes zarządu M14	Kz	0,8306	-0,3981x	-0,6457	-0,5430	-0,0973
S12 Pfleiderer Grajewo SA członek zarządu M15 członek zarządu M16	Kz	0,6802 0,3566	-0,1447 -0,1137	-0,2036 -0,0751	-0,1797 -0,1106	-0,0307x 0,4521x
S13 Groclin SA prezes zarządu M17	Kp	0,5923x	0,6550	0,6826	0,6841	0,6554
S14 Bank Handlowy w Warszawie SA prezes zarządu M18	Kz	0,9417	0,5222	0,1359	0,0888	0,5127x
S15 Indykpol SA prezes zarządu M19	Kp	-0,6929x	0,1180	0,1837	0,0991	0,1177

Spółka/menedżer/kapitał	Cele ekonomiczne spółek					
	przychód netto	zysk netto	ROA	ROE	EPS	
S16 Jutrzenka SA od 2008 r. Jutrzenka Holding SA od 2011 r. Colian SA prezes zarządu M20	Kp	0,0286x	0,0065	0,0219	0,0371	0,0435
S17 Koelner SA od 10.07 2013 r. RAWLPLUG SA prezes zarządu M21	Kp	-0,3124x	0,5328	0,4386	0,5497	0,5420
S18 Kopex SA wiceprezes zarządu M22	Kp	0,3120x	0,5450	0,1200	-0,3223	-0,6431
S19 LPP SA prezes zarządu M23	Kz	0,3618x	0,4022	0,1401	0,0380	0,3959x
S20 Mennica Polska SA prezes zarządu M24	Kp	0,8812x	0,6814	0,5077	0,5165	0,5857
S21 Bank Millenium SA prezes zarządu M25	Kz	0,1751x	-0,4777	-0,3013x	-0,5277	-0,4442
S22 Nordea Bank Polska SA wiceprezes zarządu M26	Kz	0,9408x	0,8629x	0,7300x	0,9252	0,8966
S23 Ceramika Nowa Gala SA prezes zarządu M27 wiceprezes zarządu M28	Kz	-0,6443x -0,4862x	0,3560 0,2562	0,5402x 0,3575x	0,5150 0,2988	0,4959 0,2831
S24 Odlewnie Polskie SA prezes zarządu M29 wiceprezes zarządu M30 wiceprezes zarządu M31	Kp	0,2954x 0,3339x 0,3472x	0,3862x 0,4116x 0,3974x	0,3852 0,4408 0,4222	0,2707 0,2171 0,1985	0,3961 0,4580 0,4467
S25 Orbis SA wiceprezes zarządu M32	Kz	0,0989x	0,1914x	0,1899	0,1165	0,1909
S26 PBG SA Kp wiceprezes zarządu M33		-0,7810x	-0,8213	-0,4474	-0,3069	-0,8179x
S27 Polska Grupa Farmaceutyczna SA od 29.09.2011 Pelion SA prezes zarządu M34	Kz	-0,2522	0,5295x	0,3859	0,5590	0,5116
S28 Polimex-Mostostal SA prezes zarządu M35 wiceprezes zarządu M36	Kz	0,6532 0,9111	0,7864 0,6513	-0,0223 -0,5522	-0,1505 -0,6168	-0,5436x -0,7872x
S29 Przedsiębiorstwo Modernizacji i Urządzeń Energetycznych REMAK SA prezes zarządu M37	Kz	0,2723x	0,7424	0,7880	0,7035	0,7420
S30 Zakłady Magnezytowe Ropczyce SA prezes zarządu M38	Kp	-0,3018x	0,1700	0,3782	0,7129	0,1706
S31 Sanockie Zakłady Przemysłu Gumowego „Stomil Sanok” SA od 2015 r. Sanok Rubber Company SA prezes zarządu M39	Kz	0,8397x	0,2976	-0,0705	-0,1048	-0,4910
S32 Fabryk Farb i Lakierów SNIEŻKA SA prezes zarządu M40	Kp	0,1171x	-0,8494	-0,7990	-0,7726	-0,8440

Spółka/menedżer/kapitał	Cele ekonomiczne spółek					
	przychód netto	zysk netto	ROA	ROE	EPS	
S33 Stalprodukt SA prezes zarządu M41	Kp	0,7628	0,6638x	0,1412	-0,0614	0,6638
S34 Mondi Świecie SA prezes zarządu M42	Kz	0,5787x	0,3439x	-0,0836	0,0264	0,3434
S35 TIM SA prezes zarządu M43 wiceprezes zarządu M44	Kz	-0,5909x 0,2560x	0,1130 0,8832	0,5730 0,9871	0,7224 0,8425	0,1799 0,9236
S36 Zetkama SA prezes zarządu M45 wiceprezes zarządu M46	Kp	0,4223 0,1426	0,3861x 0,6965x	-0,2446 0,1601	-0,4059 -0,0118	0,2758 0,6178
S37 Grupa Żywiec SA członek zarządu M47	Kz	0,2640	0,0175x	0,3916	0,2932	0,1098
S38 Przedsiębiorstwo Hydrauliki Siłowej HYDRATOR SA prezes zarządu M48 członek zarządu M49	Kz	-0,1764x 0,6333x	0,2290 0,7484	0,2491 0,4843	0,2770 0,5098	0,2275 0,7490
S39 Mostostal Płock SA prezes zarządu M50	Kp	0,7790	0,3043	0,1614x	0,1975	0,3043
S40 Pemug SA wiceprezes zarządu M51	Kp	0,3271	-0,6256	-0,5845x	0,1252	-0,1937
S41 ULMA Construcion Polska SA prezes zarządu M52	Kz	0,6876x	0,5278	0,1344	-0,0324	0,5142

Kp – kapitał polski

Kz – kapitał zagraniczny

x – strategiczne cele ekonomiczne

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań.

Przy przyjętym kryterium podziału spółek – wielkość zatrudnienia – analiza zależności między wynagrodzeniem wszystkich osób w zarządzie, które wzięły udział w badaniu a wszystkimi strategicznymi celami ekonomicznymi spółek (wskaźnikami) wykazała, że w ciągu siedmiu lat w ponad 85% dużych spółek giełdowych nie występował pozytywny i istotny statystycznie związek między tymi zmiennymi. Związek taki wystąpił w sześciu spółkach (Apator SA, Bank Zachodni WBK SA, Fabryka Sprzętu i Narzędzi Górniczych Fasing SA, Mennica Polska SA, Nordea Bank Polska SA¹¹, Samodzielne Zakłady Przemysłu Gumowego „Stomil Sanok” SA)¹², stanowiących około 15% badanych. Biorąc pod uwagę poszczególnych menedżerów zatrudnionych w tych spółkach – przeprowadzona analiza zależności ich wynagrodzeń ze strategicznymi

¹¹ Spółka S22 Nordea Bank Polska SA wskazywała trzy cele strategiczne. Ze względu na powiązanie wynagrodzenia wiceprezesa zarządu z dwoma celami, spółkę zakwalifikowano do grupy spełniającej przyjęte kryteria zależności.

¹² Od 2015 roku – Sanok Rubber Company SA.

celami ekonomicznymi wykazała, że dla ponad 88% menedżerów biorących udział w badaniu, zależność taka nie występowała. W grupie prezesów zarządów – brak zależności między wynagrodzeniem a strategicznymi celami ekonomicznymi spółek dotyczył około 88% prezesów, w grupie wiceprezesów zależności takie nie wystąpiły u 92% respondentów a w grupie członków zarządu nie było omawianego związku u 86% badanych.

Podobny brak zależności między wynagrodzeniem menedżerów a wynikami ekonomicznymi wystąpił także przy analizie tzw. pozostałych celów ekonomicznych. Przy przyjętych założeniach – w około 93% dużych spółek giełdowych i u ponad 92% menedżerów nie było pozytywnego i statystycznie istotnego związku między omawianymi wielkościami.

Duże spółki giełdowe z kapitałem zagranicznym i kapitałem polskim

Zgodnie z przyjętym kryterium podziału – pochodzenie kapitału, do spółek dużych z kapitałem zagranicznym zaliczono 23 spółki stanowiące ponad 56% spółek dużych i zatrudniające około 56% menedżerów z tej grupy. Spośród tych menedżerów około 59% to prezesi zarządu, około 21% wiceprezesi i około 21% – członkowie zarządu. W badanym okresie ponad 78% spółek dużych z kapitałem zagranicznym i u około 83% zatrudnionych tam menedżerów (w tym: u ponad 82% prezesów oraz u ponad 83% wiceprezesów i członków zarządu) nie wystąpiła pozytywna i istotna statystycznie zależność między wynagrodzeniem menedżerów a strategicznymi celami ekonomicznymi spółek. Zależność taka nie wystąpiła także w 87% spółek dużych z kapitałem zagranicznym i u ponad 86% menedżerów przy analizie zależności wynagrodzenia z pozostałymi celami ekonomicznymi spółek.

Do spółek dużych z kapitałem polskim należało 18 spółek (około 44%) zatrudniających ponad 44% menedżerów, z których: ponad 65% pełniło funkcję prezesa spółki, ponad 30% funkcję wiceprezesa i ponad 4% funkcję członka zarządu. W ponad 94% tych spółek i u około 96% zatrudnionych w nich menedżerów (w tym u 93% prezesów i u 100% wiceprezesów i członków zarządu) nie wystąpił pozytywny i istotny statystycznie związek między wynagrodzeniem a celami strategicznymi spółek. Przy analizie zależności uwzględniającej pozostałe cele ekonomiczne omawiany związek nie wystąpił w ponad 94% spółek i u 97% menedżerów z badanej grupy.

Zależności między wynagrodzeniem menedżerów a celami ekonomicznymi w średnich spółkach giełdowych

Do średnich spółek giełdowych należało 14 spółek stanowiących około 24% ogółu badanych. W zarządach tych spółek przez co najmniej 7 lat zatrudnionych było 19 osób, tj. 25% badanych menedżerów, z których około 58% pełniło funkcję prezesa zarządu, około 32% funkcję wiceprezesa a ponad 10% to członkowie zarządu.

W listach do akcjonariuszy ponad 79% średnich spółek giełdowych wskazywało jeden ekonomiczny cel strategiczny, a pozostałe spółki dwa cele strategiczne. W około 86% tych spółek jako strategiczne cele ekonomiczne wystąpiły: zwiększenie udziału w rynku, ekspansja na nowe rynki i utrzymanie udziału w rynku. Poprawę zyskowności jako swój cel strategiczny zadeklarowało 36% spółek a 7% – wzrost korzyści dla akcjonariuszy w postaci zwiększenia zyskowności akcji. Syntetyczne zestawienie związku wynagrodzeń z celami ekonomicznymi w średnich spółkach giełdowych przedstawiono w tabeli 4.

Tabela 4. Kształtowanie się zależności między wynagrodzeniem menedżerów a celami ekonomicznymi w średnich spółkach giełdowych w latach 2005–2011

Spółka/menedżer/kapitał	Cele ekonomiczne spółek					
	przychód netto	zysk netto	ROA	ROE	EPS	
S42 Ampli SA prezes zarządu M53	Kp	0,6553x	-0,3490	-0,4608	0,4201	-0,3430
S43 ATM SA wiceprezes zarządu M54	Kz	-0,2318	0,7377x	0,5976	0,5726	0,6031
S44 Elektrociepłownia Będzin SA prezes zarządu M55 członek zarządu M 56	Kz	0,7072x 0,7901x	0,6112 0,7160	0,6752 0,7700	0,7020 0,7952	0,6130 0,7178
S45 BEST SA prezes zarządu M57 wiceprezes zarządu M58	Kp	-0,7227x -0,3618x	0,4645 0,0968	0,8812 0,1478	0,8532 0,1443	0,5493 0,1457
S46 DGA SA prezes zarządu M59 wiceprezes zarządu M60	Kp	0,0092x -0,0936x	0,5179x 0,5201x	0,5193 0,5309	0,4954 0,4979	0,4344 0,4158
S47 Korporacja Gospodarcza EFEKT SA ¹³ prezes zarządu M61	Kp	-0,9115x	0,9248x	0,9116	0,9088	0,9239
S48 STALPROFIL SA prezes zarządu M62	Kz	0,1605x	-0,1524	-0,4213	-0,4098	-0,1531
S49 Swissmed Centrum Zdrowia SA prezes zarządu M63	Kz	-0,0678x	-0,3248	-0,4077	-0,2924	-0,2261
S50 Talex SA prezes zarządu M64	Kp	0,1920	0,1231x	0,2161	0,1458	0,1241
S51 WANDALEX (od 8.2015r. WDX) SA wiceprezes zarządu M65	Kp	0,0563x	-0,4291	-0,5690	-0,5617	-0,4365
S52 Alchemia SA prezes zarządu M66	Kp	-0,3162x	-0,2756	0,0338	0,1371	0,1285x

¹³ S47 Korporacja Gospodarcza SA artykułowała dwa cele strategiczne. Ze względu na wysoką korelację wynagrodzenie prezesa z jednym celem strategicznym i pozostałymi celami ekonomicznymi, spółkę i prezesa zakwalifikowano do grupy spełniającej przyjęte kryteria zależności.

Spółka/menedżer/kapitał	Cele ekonomiczne spółek					
	przychód netto	zysk netto	ROA	ROE	EPS	
S53 Beef-San Zakłady Mięsne SA (od 31.12.2010r. PBS Finanse SA) prezes zarządu M67	Kz	-0,5775x	0,1837	0,1847	0,2193	0,2642
S54 Cersanit SA (od 4.01.2012r. Rovese SA członek zarządu M68	Kp	-0,0029x	0,3599x	0,2372	0,2290	0,4244
S55 Drozapol-Profil SA prezes zarządu M69 wiceprezes zarządu M70 wiceprezes zarządu M71	Kp	-0,2171x 0,2630x 0,2320x	0,3706 0,0876 0,0786	0,4540 0,0193 0,0243	0,5380 0,0266 0,0322	0,4526 0,0596 0,0457

Kp – kapitał polski

Kz – kapitał zagraniczny

x – strategiczne cele ekonomiczne

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań.

Wyniki analizy wykazały, że w 93% średnich spółek giełdowych nie było pozytywnego i statystycznie istotnego związku między wynagrodzeniem zatrudnionych w zarządzie menedżerów a strategicznymi celami ekonomicznymi spółek. Analizując z kolei omawiane zależności dla poszczególnych menedżerów, można stwierdzić, że zależności takie nie wystąpiły u około 90% ogółu badanych w tej grupie. Przy analizie zależności między wynagrodzeniem menedżerów a pozostałymi celami ekonomicznymi spółki – w około 93% średnich spółek giełdowych nie odnotowano omawianej zależności. Natomiast w odniesieniu do menedżerów – powiązania ich wynagrodzeń z co najmniej połową tzw. pozostałych celów ekonomicznych nie zaobserwowano u ponad 84% badanych z tej grupy.

Średnie spółki giełdowe z kapitałem zagranicznym i kapitałem polskim

Biorąc pod uwagę kryterium – pochodzenie kapitału – do średnich spółek giełdowych z kapitałem zagranicznym zaliczono pięć spółek stanowiących około 36% spółek w tej grupie i zatrudniających 32% menedżerów. Spośród tych menedżerów około 67% pełniło funkcję prezesa zarządu, około 17% – funkcję wiceprezesa oraz członka zarządu. W 100% średnich spółkach giełdowych z kapitałem zagranicznym i u 83% menedżerów nie było pozytywnej i istotnej statystycznie zależności między wynagrodzeniem menedżerów a celami strategicznymi oraz między wynagrodzeniami a pozostałymi celami ekonomicznymi spółek.

Spółki wyłącznie z kapitałem polskim stanowiły ponad 64% średnich spółek giełdowych i zatrudniały ponad 68% menedżerów w tym: około 54% to prezesi zarządu, ponad 38% to wiceprezesi i około 8% – członkowie zarządu. W około 89% tych spółek i u 85% zatrudnionych w nich menedżerów

nie wystąpiła pozytywna i istotna zależność między wynagrodzeniem menedżerów a celami strategicznymi i pozostałymi celami ekonomicznymi spółek.

Zależności między wynagrodzeniem menedżerów a celami ekonomicznymi w małych spółkach giełdowych

Do małych spółek giełdowych należały cztery spółki z kapitałem polskim, stanowiące około 7% ogółu badanych. W zarządach tych spółek przez co najmniej 7 lat pracowało sześciu menedżerów (około 8% ogółu), z których ponad 33% pełniło funkcję prezesa i tyle samo funkcję wiceprezesa i członka zarządu. W listach do akcjonariuszy – 75% małych spółek wskazywało jeden cel strategiczny a pozostałe spółki – dwa cele. Dla zdecydowanej większości małych spółek giełdowych (75%) podstawowym ekonomicznym celem strategicznym było zwiększenie sprzedaży. Syntetyczne zestawienie zależności między wynagrodzeniami a celami ekonomicznymi oraz ich statystycznego związku w małych spółkach giełdowych przedstawiono w tabeli 5.

Tabela 5. Kształtowanie się zależności między wynagrodzeniem menedżerów a celami ekonomicznymi w małych spółkach giełdowych w latach 2005–2011

Spółka/menedżer/kapitał	Cele ekonomiczne spółek				
	przychód netto	zysk netto	ROA	ROE	EPS
S 56 ATM Grupa SA członek zarządu M72 członek zarządu M73	Kp				
		-0,5791x	-0,8054	-0,8160	-0,8184
S57 Capital Partners SA prezes zarządu M74 wiceprezes zarządu M75	Kp				
		-0,2687x	-0,5177	-0,7258	-0,7241
S58 MCI Capital SA prezes zarządu M76	Kp				
		-0,1741x	0,6941	0,3976	0,3784
S59 Triton Development SA wiceprezes zarządu M77	Kp				
		-0,2455x	0,8053	0,8278	0,8375
S58 MCI Capital SA prezes zarządu M76	Kp				
		0,0246	-0,0897	-0,2551	-0,2948
S59 Triton Development SA wiceprezes zarządu M77	Kp				
		0,7645x	-0,0079x	-0,4503	-0,4562

Kp – kapitał polski

x – ekonomiczne cele strategiczne

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań.

Według przyjętych założeń, w badanym okresie, w 100% małych spółek giełdowych i u 100% zatrudnionych w nich menedżerów nie było pozytywnego i istotnego związku między wynagrodzeniem a przyjętymi w poszczególnych spółkach strategicznymi celami ekonomicznymi. Takiego związku nie było także w 100% małych spółek giełdowych i u około 83% menedżerów przy analizie zależności wynagrodzenia z pozostałymi celami ekonomicznymi.

Pozytywna i istotna zależność między wynagrodzeniem menedżerów a celami ekonomicznymi w spółkach giełdowych

Pozytywna i istotna statystycznie zależność między wynagrodzeniem a poszczególnymi grupami celów wystąpiła jedynie w ośmiu spółkach (około 14% ogółu badanych), w których zdecydowaną większość stanowiły spółki duże z kapitałem zagranicznym. Charakterystykę tych spółek zawarto w tabeli 6.

Tabela 6. Pozytywna i istotna statystycznie zależność między wynagrodzeniem menedżerów a celami ekonomicznymi w spółkach giełdowych w latach 2005–2011

Nazwa spółki	Wielkość spółki		Pochodzenie kapitału		Cele strategiczne		Pozostałe cele ekonomiczne			
	spółki duże	spółki średnie	kapitał zagraniczny	kapitał polski	przychód netto	zysk netto	ROA	ROE	EPS	zysk netto
S3 Aparator SA	+		+		0,8965					
S4 Bank Zachodni WBK SA	+		+			0,7677	0,7722		0,7564	
S9 Fabryka Sprzętu i Narzędzi Górniczych FASING SA	+		+		0,7563					
S10 Fabryka Mebli Forte SA	+		+				0,8738	0,8873	0,8476	0,8475
S20 Mennica Polska SA	+			+	0,8812					
S22 Nordea Bank Polska SA	+		+		0,9408	0,8629		0,9252	0,8966	
S31 Sanockie Zakłady Przemysłu Gumowego „Stomil Sanok” SA ¹⁴	+		+		0,8397					
S47 Korporacja Gospodarcza EFEKT SA		+		+		0,9248	0,9116	0,9088	0,9239	

Źródło: opracowanie własne na podstawie tabeli 4, 5, 6.

Jak wynika z zawartych w tabeli 7 danych – zależności między wynagrodzeniem menedżerów a strategicznymi celami ekonomicznymi wystąpiły łącznie w siedmiu spółkach giełdowych stanowiących około 12% ogółu badanych. Przy przyjętym kryterium podziału spółek według wielkości, zależności te wystąpiły w około 15% spółek dużych i w ponad 7% spółek średnich. Przy kryterium pochodzenia kapitału, zależności te wystąpiły w około 18% ogółu spółek z kapitałem zagranicznym i w około 6% spółek z kapitałem polskim.

¹⁴ Od 2015 roku – Sanok Rubber Company SA.

Pozytywna i istotna statystycznie zależność między wynagrodzeniem a pozostałymi celami ekonomicznymi wystąpiła w czterech spółkach giełdowych (około 7% badanych) stanowiących odpowiednio: 7% ogółu spółek dużych, ponad 7% ogółu spółek średnich, 11% ogółu spółek z kapitałem zagranicznym i ponad 3% ogółu spółek z kapitałem polskim. Z kolei analiza zależności w odniesieniu do poszczególnych menedżerów wykazała, że związek między wynagrodzeniem a którąkolwiek grupą celów ekonomicznych wystąpił u dwunastu menedżerów, stanowiących około 16% ogółu badanych. Natomiast pozytywna i istotna statystycznie zależność między wynagrodzeniem menedżerów a strategicznymi i pozostałymi celami ekonomicznymi wystąpiła jedynie u ośmiu menedżerów stanowiących ponad 10% ogółu biorących udział w badaniu. Charakterystykę tych menedżerów przedstawiono w tabeli 7.

Tabela 7. Pozytywna i istotna statystycznie zależność między wynagrodzeniem poszczególnych menedżerów a celami ekonomicznymi w spółkach giełdowych w latach 2005–2011

Menedżer	Wielkość spółki			Pochodzenie kapitału		Cele strategiczne		Pozostałe cele ekonomiczne			
	spółki duże	spółki średnie	spółki małe	kapitał zagraniczny	kapitał polski	przychód netto	zysk netto	ROA	ROE	EPS	zysk netto
M3 prezes zarządu	+			+		0,8965					
M4 członek zarządu	+			+			0,7677	0,7722	0,7564		
M12 prezes zarządu	+			+		0,7563					
M13 prezes zarządu	+			+				0,8738	0,8873	0,8476	0,8475
M26 wiceprezes zarządu	+			+		0,9408	0,8629		0,9252	0,8966	
M39 prezes zarządu	+			+		0,8397					
M56 wiceprezes zarządu		+		+		0,7901		0,7700	0,7952		
M57 prezes zarządu		+			+			0,8812	0,8532		
M44 wiceprezes zarządu	+			+				0,9871	0,8425	0,9236	0,8832
M61 prezes zarządu		+			+		0,9248	0,9116	0,9088	0,9239	
M75 wiceprezes			+		+			0,8278	0,8375	0,8088	0,8053

Źródło: opracowanie własne na podstawie tabeli 4, 5, 6.

Zakończenie

Na podstawie wyników przeprowadzonej analizy można wnioskować, że w latach 2005–2011 – niezależnie od przyjętego kryterium podziału – w zdecydowanej większości badanych spółek nie było powiązania wynagrodzeń menedżerów ze strategicznymi czy też pozostałymi celami ekonomicznymi (wskaźnikami finansowymi) spółek. Na przykład:

- w około 88% ogółu badanych spółek i u około 90% ogółu menedżerów, którzy wzięli udział w badaniu nie wystąpiła pozytywna i istotna statystycznie zależność między wynagrodzeniem menedżerów a strategicznymi celami ekonomicznymi spółek,
- w ponad 93% ogółu badanych spółek i u około 90% ogółu menedżerów nie wystąpiła pozytywna i istotna zależność między wynagrodzeniem menedżerów a pozostałymi celami ekonomicznymi spółek,
- przy przyjętym w artykule kryterium podziału spółek według wielkości zatrudnienia – istotna zależność między wynagrodzeniem menedżerów a celami strategicznymi nie wystąpiła w ponad 85% spółek dużych, 93% spółek średnich i w 100% spółek małych. Istotnej zależności między wynagrodzeniem a pozostałymi celami ekonomicznymi nie odnotowano w 93% spółek dużych, w 93% spółek średnich i w 100% spółek małych,
- przy przyjętym kryterium podziału spółek według pochodzenia kapitału – zależności pozytywne i istotnie statystyczne wynagrodzeń z uwzględnieniem celów strategicznych nie wystąpiły w około 88% spółek z kapitałem zagranicznym i w około 94% spółek z kapitałem polskim. Przy uwzględnieniu pozostałych celów ekonomicznych – analizowany związek nie wystąpił w około 89% spółek z kapitałem zagranicznym i około 97% spółek z kapitałem polskim,
- pozytywny i istotny statystycznie związek między wynagrodzeniem a strategicznymi celami ekonomicznymi nie wystąpił u około 89% prezesów, ponad 90% wiceprezesów i u około 91% członków zarządu,
- pozytywny i istotny statystycznie związek między wynagrodzeniem a pozostałymi celami ekonomicznymi nie wystąpił u ponad 93% prezesów, około 81% wiceprezesów i u około 91% członków zarządu,
- przyjęte w artykule warunki skuteczności systemu motywacyjnego z punktu widzenia organizacji spełniło 5% ogółu badanych spółek; były to spółki duże z kapitałem zagranicznym (Bank Zachodni SA, Nordea Bank Polska SA) i jedna spółka średnia z kapitałem polskim (Korporacja Gospodarcza EFEKT SA). Z punktu widzenia przyjętych w artykule założeń badawczych – w 95% badanych spółek giełdowych systemy te były więc nieskuteczne.

Prezentowane wyniki badań nie mogą oczywiście stanowić podstawy do jednoznacznych, szerszych uogólnień. Zarówno bowiem przyjęte założenia oraz okres badawczy, jak i przyjęte wskaźniki utożsamiane tutaj z celami ekonomicznymi mogą być dyskusyjne. Także przyjęcie do analizy zależności wynagrodzenia całkowitego menedżerów, a nie np. jedynie części zmiennej z definicji powiązanej z wynikami ekonomicznymi, może „zakłócać” otrzy-

mane wyniki. Niemniej jednak wykazany brak związku między wynagrodzeniem menedżerów a strategicznymi celami ekonomicznymi spółek giełdowych przez 7 lat u około 90% badanych menedżerów, w tym prawie u 90% prezesów spółki, może świadczyć o trwałości tego zjawiska i stanowić podstawę zarówno dalszych badań, jak i dyskusji o skuteczności formułowanych zaleceń w dokumentach unijnych i krajowych. Pewnym „wzmocnieniem” powyższego stwierdzenia są także wyniki innych badań dotyczące zależności omawianych zmiennych¹⁵. Być może jedyną z przyczyn takiego stanu rzeczy jest silna pozycja w spółce menedżerów – w tym prezesów – którzy celowo mogą osłabić związek swojego wynagrodzenia z wynikami ekonomicznymi spółki, co wiązane jest w literaturze fachowej z teorią hegemonii menedżerskiej. Ten wątek badawczy wydaje się być niezmiernie interesujący, ale nie stanowił przedmiotu rozważań w niniejszym artykule.

Bibliografia

- Adamska A. Urbanek P. [2014], *Fundusze inwestycyjne w nadzorze korporacyjnym polskich spółkach publicznych*, „Gospodarka Narodowa”, nr 2.
- Aluchna M. [2007], *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Aluchna M. [2010], *Kryzys gospodarczy 2007–2009: Wyzwania dla corporate governance*, w: Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu, red. P. Urbanek, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.

¹⁵ Ze względu na różne kryteria i założenia badawcze prezentowane w niniejszym artykule, wyniki badań nie mogą być w pełni porównywalne z innymi badaniami związku wynagrodzeń menedżerów z wynikami ekonomicznymi spółek giełdowych. Niezależnie jednak od przyjętych kryteriów można stwierdzić, że uzyskane wyniki w innych badaniach również wskazują na brak omawianych zależności. Na przykład analiza zależności między wysokością i dynamiką wynagrodzeń a względnymi wskaźnikami efektywności spółek takimi jak: ROE, ROA, zyskowność sprzedaży wykazała brak istotnych związków między tymi zmiennymi [Rudolf, Janusz, Stos, Urbanek 2002, s. 156]. W badaniach opartych na skonsolidowanych raportach rocznych z 2005 roku analizie poddano od 219 do 206 spółek a jedna z hipotez (7) dotyczyła związków między wysokością wynagrodzeń zarządów a wynikami spółek. Przeprowadzone badania wykazały, że model 1 analizy regresji wskazał na słaby, negatywny wpływ wartości wskaźników TSR (na poziomie istotności $p < 0,05$), model 2 na słaby, pozytywny wpływ wartości wskaźnika ROA (na poziomie istotności $p < 0,01$), a model 3 na brak statystycznie istotnych związków między wartościami wskaźnika ROE a wysokością wynagrodzeń zarządów [Campbell, Jeżak, Bohdanowicz 2006, s. 42 i 47]. W raporcie Deloitte jest stwierdzenie, że wystąpiła umiarkowana zależność między kapitalizacją rynkową i wielkością wynagrodzenia określona na podstawie analizy trendu [Deloitte 2009]. W badaniach dotyczących w 2014 roku korelacji wynagrodzeń menedżerów spółek (według wielkości przychodów) z wynikami ekonomicznymi takimi jak zysk netto, EBITDA, zysk na akcje i zwrot akcji istotne statystycznie związki występowały tylko w nielicznych przypadkach. Na przykład korelacja istotna statystycznie wystąpiła przy mierniku, zysk netto i EBITDA tylko w odniesieniu do spółek z przychodami 20–100 mln PLN i 100–300 mln PLN a przy mierniku – zysk na akcje powyższa korelacja wystąpiła jedynie w spółkach przy przychodach 300 mln – 1 mld PLN [GPW: Prezesom spółek płaci się za wyniki?, 2016].

- Borkowska S. [2004], *Motywować skutecznie*, IPISS, Warszawa.
- Borkowska S. [2006], *Motywacja i motywowanie w: Zarządzanie zasobami ludzkimi*, red. H. Król, A. Ludwiczynski, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Borkowska S. [2007], *Wynagradzanie*, w: *Zarządzanie zasobami ludzkimi*, red. H. Król, A. Ludwiczynski, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Campbell K., Jeżak J., Boghanowicz L. [2006], *Czynniki wpływające na wysokość wynagrodzeń zarządów polskich spółek giełdowych w świetle założeń teorii agencji: raport z badań, „Organizacja i Kierowanie”, nr 4.*
- Davis M.L., Edge J.T. [2004], *Executive Compensation: The Professional's Guide*, To Current Issues&Practices, Windsor, San Diego.
- Dávila A., Epstein M., Manzoni J.F. (red.) [2010] *Performance Measurement and Management Control: Innovative Concepts and Practices*, Emerald Grup, Bingley.
- Deloitte [2009], *Wynagrodzenia prezesów największych spółek giełdowych – Polska na tle regionu – raport z badań.*
- Dobre praktyki w spółkach publicznych 2005 opracowane przez Komitet Dobrych Praktyk Forum – Corporate Governance, http://www.ecgi.org/codes/documents/pol_best_practice_2005_final_pl.pdf (10.08.2016).
- Gick A., Tarczyńska M. [1999], *Motywowanie pracowników*, PWE, Warszawa.
- Greenberg J., Baron R.A., [2003], *Behavior in Organizations*, Prentice – Hall, London.
- Griffin R.W. [2007], *Podstawy zarządzania organizacjami*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Griffin R.W., Moorhead G. [2011], *Organizational Behavior: Managing People and Organizations*, Cengage Learning, Mason.
- Haus B. [2000], *Motywowanie zarządów spółek przez rady nadzorcze w: Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, red. S. Rudolf, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Juchnowicz M. [2012], *Zaangażowanie pracowników*, PWE, Warszawa.
- Kaplan R.S., Norton D.P. [2007], *Strategiczna karta wyników*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Kopycińska D. [1992], *Formalny system motywacyjny a motywacja do pracy w polskiej gospodarce*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin.
- Koziół L. [2002], *Motywacja w pracy. Determinanty ekonomiczno-organizacyjne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa–Kraków.
- Kopertyńska M.W. [2008], *Motywowanie pracowników. Teoria i praktyka*, Placet, Warszawa.
- Koźmiński A.K., Piotrowski W. [2007], *Zarządzanie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Krzakiewicz K., Cyfert S. [2009], *Nauka o organizacji*, TNOiK, Poznań.
- Mintzberg H. [2010], *The nature of Managerial Work*, w: *Managin*, red. H. Mintzberg, Read How You Want, San Francisco.
- Ministerstwo Skarbu Państwa, Program profesjonalizacji nadzoru – Dobre praktyki w zakresie kształtowania wysokości i składników wynagrodzeń, w przypadku zawierania kontraktów menedżerskich z członkami zarządów wybranych spółek z udziałem Skarbu Państwa, <https://www.msp.gov.pl/pl/media/aktualnosci/25352>, Dobre–Praktyki–wynagradzania–menedżerow.html (5.06.2016).

- Nogalski B., Zacharewicz J. [2000], *Motywowanie zarządów spółek. Opis propozycji rozwiązań, w: Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, red. S. Rudolf, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Oleksyn T. [1997], *Praca i płaca w zarządzaniu*, Międzynarodowa Szkoła Menedżerów, Warszawa.
- Oleksyn T. [2006], *Wynagrodzenie efektywne – przegląd problemów*, w: *Zarządzanie zasobami ludzkimi. Teraźniejszość i przyszłość*, red. S. Borkowska, IPISS, Warszawa.
- Oleksyn T. [2008], *Zarządzanie zasobami ludzkimi w organizacji*, Wolters Kluwer business, Kraków.
- Penc J. [2000], *Motywowanie w zarządzaniu*, WPSB, Kraków.
- Pocztowski A. [1998], *Zarządzanie zasobami ludzkimi. Zarys problematyki i metod*, Antykwa, Kraków–Kluczbork.
- Prezesom spółek płaci się za wyniki?, GPW, <http://www.pulshr.pl?wynagrodzenia/gpw-prezesom-spolak-placi-sie-za-wyniki.33067.html> (24.03.2016).
- Pricewaterhouse Coopers [2012], *Wynagrodzenia zarządów największych spółek giełdowych w 2011 roku. Jak zmieniły się wynagrodzenia członków zarządów w stosunku do roku 2010*, raport z badań, Warszawa.
- Rudolf S., Janusz T., Stos D., Urbanek P. [2002], *Efektywny nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z 18 października 2005 roku w sprawie zakresu informacji wykazywanych w sprawozdaniach finansowych i skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych, wymaganych w prospekcie emisyjnym dla emitentów z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, dla których właściwe są polskie zasady rachunkowości (DzU 2005, nr 209, poz. 1743).
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 roku w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (DzU 2009, nr 33, poz. 259).
- Shields J. [2007], *Managing Employee Performance and Reward: Concepts, Practices, Strategies*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Sedlak K. [2010], *Krytyczna analiza systemu raportowania o wynagrodzeniach i programach motywacyjnych w polskich spółkach giełdowych*, w: *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, red. P. Urbanek, Wydawnictwo Uniwersytet Łódzki, Łódź.
- Sedlak&Sedlak [2011], *Wynagrodzenia członków zarządów spółek notowanych na GPW – raport z badań*.
- Sekuła Z. [2005], *Wynagrodzenia zmienne i rzeczowe*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Sekuła Z. [2008], *Motywowanie do pracy*, PWE, Warszawa.
- Steers R.M., Mowday R.T., Shapiro D.L. [2004], *The Future of Work Motivation Theory*, "Academy of Management Review", vol. 29, no. 3.
- Stoner J.A.F., Freeman R.E., Gilbert D.R. [2001], *Kierowanie*, PWE, Warszawa.
- Uchwała nr 258/2011 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 4 października 2011 roku w sprawie szczegółowych zasad funkcjonowania systemu zarządzania ryzykiem i systemu kontroli wewnętrznej oraz szczegółowych warunków szacowania przez banki kapitału wewnętrznego i dokonywania przeglądów procesu szacowania i utrzymywania kapitału wewnętrznego oraz zasad ustalania polityki zmiennych składników wynagrodzeń osób zajmujących stanowiska kierownicze w banku, https://www.knf.gov.pl/Images/uchwala_258-tem75-27888.pdf (3.05.2016).

- Urbanek P. [2006], *Wynagrodzenia zarządu w spółkach kapitałowych*, PWE, Warszawa.
- Urbanek P. [2010a], *Kryzys finansowy a polityka wynagrodzenia menedżerów*, w: *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, red. P. Urbanek, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Urbanek P. [2010b], *Rotacja zarządów polskich spółek publicznych w warunkach kryzysu gospodarczego*, „Gospodarka Narodowa”, nr 1–2.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (DzU 2005, nr 184, poz. 1539).
- Ustawa z dnia 18 marca 2008 roku o zmianie ustawy o rachunkowości (DzU 2008, nr 63, poz. 393).
- Zalecenie Komisji Europejskiej z dnia 14 grudnia 2004 roku w sprawie wspierania odpowiedniego systemu wynagrodzeń dyrektorów spółek notowanych na giełdzie 2004/913/WE (DzU UE L385/55).
- Zalecenie Komisji Europejskiej z dnia 15 lutego 2005 roku dotyczące roli dyrektorów niewykonawczych lub będących członkami rady nadzorczej spółek giełdowych i komisji (nadzorczej) 2005/162/WE (DzU UE L 52/51).
- Zalecenie Komisji Europejskiej z dn. 30 kwietnia 2009 roku uzupełniające zalecenia 2004/913/WE i 2005/162/WE w sprawie systemu wynagrodzeń dyrektorów spółek notowanych na rynku regulowanym 2009/385/WE (DzU UE L 120/28).
- Zalecenie Komisji Europejskiej z dnia 30 kwietnia 2009 roku w sprawie polityki wynagrodzeń w sektorze usług finansowych 2009/384/WE, (DzU UE L 120/22).

Strony internetowe

<http://www.gpwinfostrefa.pl>

<http://www.bankier.pl>

strony internetowe badanych spółek giełdowych

MANAGER SALARIES AND ECONOMIC OBJECTIVES IN COMPANIES LISTED ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE

Abstract

The aim of the paper is to empirically verify the relationships between the salaries of board members and the economic objectives of listed companies, especially their strategic goals. The sample comprised companies with at least a seven-year history of being listed on the WSE where at least one board member was holding his or her position for the entire period of analysis. In the literature on the subject no results meeting such criteria have been found. To verify these relationships, the Pearson correlation coefficient was used, and the study covered the 2005–2011 period, which allowed for a strategic perspective of management, i.e. made it possible to identify the actual contribution of a given manager to the company's economic performance. The year 2005 was selected as the beginning of the study period since it was the first year when companies were required by law to present information on the salaries of individual board members in their annual financial reports. The selection of 2011 as the final year of the study period was determined by intense rotation among board members in the following years, which significantly reduced the size of the sample. Among the companies listed on the WSE, approximately 14 percent of the businesses and 6 percent of the managers met the criteria of the study as of Dec. 31, 2011. The results reveal that in roughly 88 percent of the analyzed companies and 90 percent of the managers no positive statistically significant correlation was found between the salaries of individual managers and companies' strategic objectives. Similar results were obtained for the relationship between salaries and other economic objectives of companies; this lack of a positive and statistically significant correlation between those variables was found in about 93 percent of the companies and 90 percent of the managers.

Keywords: listed companies, management, salaries, economic objectives

JEL classification codes: H54, M12, J31, D21
