

MICHAŁ ŁUKOWSKI

WPLYW PROGRAMÓW MOTYWACYJNYCH NA WYNIKI FINANSOWE BANKÓW

Programy motywacyjne oparte na opcjach menedżerskich znajdują uzasadnienie swojej skuteczności w teorii agencji. Przez skuteczność rozumiany jest tutaj wpływ na wzrost przedsiębiorstwa. Jest to jednoznaczne z interesami akcjonariuszy, którym służyć mają działania podejmowane przez menedżerów. Jak zauważono w teorii agencji, interesy menedżerów nie muszą być zbieżne z interesami dostarczających kapitał¹. Powodem tego jest ogół działań menedżerów zmierzający do zaspokajania ich potrzeb i maksymalizacji zysku wynikającego z zatrudnienia. Wobec tego działania te mogą zmierzać do maksymalizacji zysku przedsiębiorstwa w okresie zatrudnienia menedżera z pominięciem długookresowej strategii rozwoju przedsiębiorstwa. Skrajnym przykładem takiego działania są przypadki kreatywnej księgowości w korporacjach amerykańskich, jak Enron czy WorldCom. Celem programów menedżerskich, z perspektywy oczekiwań akcjonariuszy, będzie zatem, oprócz wpływu na efektywność menedżerów, związanie interesów agentów z interesami przedsiębiorstwa.

Głównym celem niniejszego artykułu jest pokazanie, jak wdrożenie programu opcji menedżerskich wpływa na wyniki osiągnięte przez przedsiębiorstwa. Dostępne badania dotyczące omawianych programów wskazują na ich znaczny wpływ na wyniki przedsiębiorstw. Zostaną one omówione jako wstęp do analizy zaproponowanej w dalszej części artykułu. Cel artykułu można również zdefiniować jako zbadanie zasadności zarzutu często stawianego programom opcji menedżerskich, że programy te służą tylko i wyłącznie dodatkowemu wynagradzaniu pracowników i pozostają bez wpływu na wyniki osiągnięte przez stosujące je przedsiębiorstwa.

I. PROGRAMY OPCJI MENEDŻERSKICH NA RYNKU AMERYKAŃSKIM

Rynek amerykański jest zdecydowanie najbardziej rozwinięty nie tylko pod względem liczby wdrożonych programów opcyjnych, ale również pod względem ich złożoności. Według danych publikowanych przez The National Center for Employee Ownership (NCEO) około 95% przedsiębiorstw amerykańskich

¹ A. A. Berle, G. C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York 1967.

posiadało w 2004 r. wdrożone programy opcyjne dla swoich pracowników. W 2009 r. wielkość ta zmniejszyła się do poziomu 77,1%. Odnosząc to do liczby pracowników objętych programem, należy zauważyć szczyt z 2001 r., kiedy około 12 milionów pracowników posiadało opcje menedżerskie, i zmniejszenie się tej liczby do około 9 milionów w 2008 r. Główną przyczyną takiego stanu jest niewątpliwie kryzys finansowy z lat 2007-2009 oraz zmiany zasad rachunkowości na rynku amerykańskim. Skutkiem kryzysu jest również spadek zaufania inwestorów do rynków finansowych. Powodem tego jest zjawisko kreatywnej księgowości w takich korporacjach, jak Enron czy WorldCom. Zagadnienia dotyczące kreatywnej księgowości są związane z opcjami menedżerskimi nie tylko w kontekście zaufania rynkowego do spółek, lecz również przez wpływ na konstrukcje samych programów. Związane jest to przede wszystkim z odpowiednim doбором narzucanych pracownikom w programach warunków w celu zapobiegania wpływaniu pracowników na publikowane przez spółkę dane. Pociąga to za sobą wzrost kosztów programu, co nie pozostaje bez wpływu na wyniki przedsiębiorstwa. Problemy związane z nieuczciwymi zachowaniami menedżerów w korporacjach amerykańskich doprowadziły do uchwalenia w 2002 r. ustawy Sarbanesa-Oxleya, która stanowi pewnego rodzaju kodeks etyki.

Jak wynika z badań przeprowadzonych przez R. A. Herona i E. Liego² oraz M. P. Narayanana i H. Seyhuna³, wprowadzenie ustawy Sarbanesa-Oxleya spowodowało większą przejrzystość wdrażanych programów i wpłynęło na ograniczenie problemu datowania wstecznego programów (*backdating*).

Popularność programów menedżerskich na rynku amerykańskim wynika zarówno z ich wpływu na sytuację finansową przedsiębiorstwa, jak i z postrzegania spółek je stosujących przez inwestorów. Przykładem wpływu na sytuację przedsiębiorstwa mogą być badania przeprowadzone przez X. Gabaiksa i A. Landiera w latach 1980-2003 na rynku Stanów Zjednoczonych, z których wynika, że sześciokrotnemu wzrostowi wynagrodzeń pracowników w badanym okresie towarzyszył sześciokrotny wzrost kapitalizacji zarządzanych przez nich spółek. Z badań tych wynika również, że wartość programów motywacyjnych w latach 1993-2003, obejmujących – oprócz opcji menedżerskich, również wynagrodzenie zasadnicze, premie oraz przyznane akcje – 1500 pracowników najwyższego szczebla (w badaniach przyjęto, że jest to pięciu najwyższych rangą menedżerów w przedsiębiorstwie), osiągnęła kwotę 350 miliardów dolarów. Jednocześnie zaobserwowano wzrost dochodów proporcjonalnie do zysku netto analizowanych spółek z 5,5% w latach 1993-1995 do 9,8% w latach 2001-2003⁴.

Dowodem wpływu programów opcji menedżerskich na ocenę analityków danego przedsiębiorstwa są badania przeprowadzone przez Pearl Meyer. Wynika z nich, że 83% zarządzających funduszami na rynku amerykańskim w procesie wyceny zwraca uwagę zarówno na sam fakt posiadania programu,

² R. A. Heron, E. Lie, *Does Backdating Explain the Stock Price Pattern around Executive Stock Option Grants?*, „Journal of Financial Economics” 2006.

³ M. P. Narayanan, H. Seyhun, *Effect of Sarbanes-Oxley Act on the Influencing of Executive Compensation*, Working Paper, University of Michigan, 2006.

⁴ X. Gabaix, A. Landier, *Why Has CEO Pay Increased So Much?*, NBER 2006.

jak i na liczbę pracowników nim objętych. W odniesieniu do liczby pracowników objętych programem opcji menedżerskich z badań przeprowadzonych na przedsiębiorstwach z listy Fortune 1000 wynika, iż 13% z nich oferuje programy opcyjne ponad 60% swoich pracowników⁵.

Przykładem korporacji, którą można uznać za popularyzatora programów menedżerskich w Stanach Zjednoczonych, jest Microsoft. Od początku lat 90. spółka ta motywowała swoich pracowników, głównie menedżerów, poprzez opcje na akcje. Pomimo zarzucenia programu na początku poprzedniej dekady, powrócono do tego sposobu wynagrodzenia. Obecnie spółka posiada program umożliwiający określonym pracownikom nabywanie akcji na koniec każdego trzymiesięcznego okresu po cenie stanowiącej 90% ich ceny rynkowej, przy czym maksymalna wartość nabytych w ten sposób akcji nie może przekraczać 15% wartości wynagrodzenia pracownika w danym okresie. Liczba przyznanych w ramach tego programu akcji oraz ich wartość przedstawione zostały w tabeli 1. Ponadto pracownikom oferowane są akcje w liczbie zależnej od określonego przez zarząd wyniku spółki i efektywności objętych programem pracowników. Microsoft oferuje również tradycyjne opcje menedżerskie związane głównie z dokonywanymi przez spółkę przejęciami. Liczba opcji zaofiarowanych w 2008 i 2009 r. wynosiła 1 milion, natomiast w 2010 r. – 10 milionów. Opcje te w zależności od pracownika charakteryzuje czas nabywania uprawnień wynoszący 4,5 roku bądź 7,5 roku, natomiast czas trwania opcji wynosi 10 lat. Cena wykonania zawiera się w przedziale od 0,01 dolara za akcję do 150,93 dolarów. Wartość opcji wykonanych w latach 2008-2010 w ramach tych programów wynosi odpowiednio 1042,48 oraz 365 mln dolarów.

Tabela 1

Wartość programów opcji menedżerskich w spółce Microsoft

	2010	2009	2008
Koszty programu (mln \$)	1,891	1,708	1,479
Korzyści podatkowe (mln \$)	662	598	518
Liczba nabytych akcji (mln)	20	24	18
Średnia cena akcji (\$)	23,73	20,13	26,78

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Microsoft.

Spółka Amazon oferuje swoim pracownikom opcje menedżerskie w formie akcji zastrzeżonych (*restricted stock*), które przyznawane są bezpośrednio po zatrudnieniu pracownika.

Program wdrożony przez Dell w 1998 r. miał na celu motywowanie pracowników oraz związanie ich ze spółką w dłuższym okresie. Cena wykonania w okresie otwartym ustalana była na podstawie ceny minimalnej i maksymalnej

⁵ Pearl Meyer & Partners Inc., *The Equity Stake – 1998: Study of Management Equity Participation in the Top 200 Corporations*, Pearl Meyer & Partners Inc., New York 1998.

z danego dnia, natomiast czas trwania programu mógł być modyfikowany przez wystawiającego opcję w zależności od sytuacji rynkowej⁶.

Program wdrożony przez Apple związany jest natomiast z problemem datowania wstecznego, który został ujawniony przez Securities and Exchange Commission w 2009 r.

Przytoczone przykłady spółek i wdrożonych przez nie programów wskazują na stopień rozwoju tego rynku w Stanach Zjednoczonych. Ponadto ujęcie wartościowe omówionych programów pokazuje, że wynagradzanie pracowników opcjami stanowi dużą część oferowanego im wynagrodzenia.

II. PROGRAMY OPCJI MENEDŻERSKICH NA RYNKU EUROPEJSKIM

Najbardziej rozwiniętym rynkiem opcji menedżerskich w Europie jest rynek brytyjski, którego początki sięgają 1950 r. W 2000 r. programy opcji menedżerskich posiadało 5180 przedsiębiorstw. Liczba ta wzrosła do 12 500 przedsiębiorstw w 2010 r. Wartość programów osiągnęła w 2010 r. 4,8 mld funtów. W Wielkiej Brytanii funkcjonują równoległe cztery warianty opcji menedżerskich (Enterprise Management Incentives, Company Share Option Plan, Share Incentive Plan, Save As You Earn), które pozwalają przedsiębiorstwom na ich optymalny wybór w zależności od potrzeb pracowników lub wykorzystywanych ulg podatkowych. Na wykresie 1 przedstawiono kształtowanie się liczby programów opcji menedżerskich w Wielkiej Brytanii w latach 2000-2009.

Niemiecki rynek opcji menedżerskich ze względu na ograniczenia prawne do 1998 r. praktycznie nie istniał. Jedyna możliwość wykorzystywania w celu wynagrodzenia pracowników programów opartych na wynikach istniała poprzez emisję obligacji zamiennych na akcje, jednak spory pomiędzy akcjonariuszami spowodowały, że na takie plany decydowały się tylko duże korporacje, jak Volkswagen, Deutsche Bank czy Telekom⁷. Dopiero zmiany legislacyjne, które miały miejsce w maju 1998 r., umożliwiły stosowanie opcji menedżerskich przez przedsiębiorstwa na szerszą skalę. Obecnie programy opcji menedżerskich wdrożyło około 90% niemieckich spółek giełdowych.

Na rynku francuskim pierwszy program opcji menedżerskich został wprowadzony w 1970 r., jednak do czasu wprowadzenia zmian prawnych w 1987 r. programy te były dostępne jedynie dla spółek notowanych na giełdzie. Zgodnie z danymi publikowanymi przez francuskie ministerstwo pracy, w 1999 r. programami opcji menedżerskich objętych było 30 tys. pracowników w 50% spółek giełdowych.

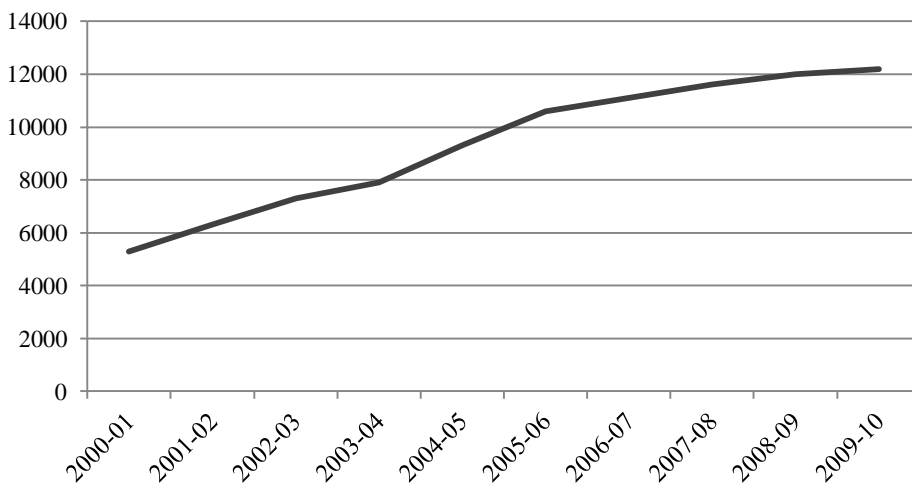
Pośród przedstawionych krajów europejskich zauważalne są nie tylko ogromne dysproporcje w odniesieniu do stworzonych możliwości korzystania przez przedsiębiorstwa z programów opcji menedżerskich, ale także

⁶ Założony na początku programu czas trwania wynosił 10 lat.

⁷ Raport Komisji Europejskiej, *Employee Stock Options in the EU and in the USA*, September 2002.

Wykres 1

Liczba programów opcji menedżerskich zgodnych z wymogami zwolnień podatkowych na rynku brytyjskim (2000-2009)



Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdania HM Revenue & Customs 2011.

w odniesieniu do ich popularności na poszczególnych rynkach. Wyróżniającym się rynkiem jest Wielka Brytania, gdzie historia programów opcji menedżerskich jest zdecydowanie najdłuższa. Skutkiem znacznego rozwinięcia tego rynku są możliwości prawne kształtowania programów (cztery warianty programów), jak również ulgi podatkowe dla poszczególnych wariantów. Bezpośrednie porównanie rynków europejskich z rynkiem amerykańskim prowadzi jednak do stwierdzenia, że zarówno pod względem wartościowym, jak i jakościowym rynek amerykański pozostaje najbardziej rozwinięty. Zaobserwować można to także w wypadku zachowań analityków giełdowych, którzy dużo uwagi w procesie wyceny przedsiębiorstwa przywiązują na tym rynku do warunków programów.

III. PROGRAMY OPCJI MENEDŻERSKICH NA RYNKU POLSKIM

Polski rynek opcji menedżerskich nie jest rynkiem rozwiniętym. Dominują na nim stosunkowo proste programy opcji menedżerskich, które swoim zasięgiem obejmują kilku najwyższych rangą pracowników, najczęściej założycieli firm. Badania przeprowadzone w 1999 r. przez Watson Wyatt wskazują, iż 20% spółek o przychodzie wyższym niż 365 mln zł, zatrudniających ponad 300 pracowników zaproponowało programy opcyjne dyrektorom zarządzającym. Ponadto 18%

z przedsiębiorstw wprowadziło programy opcyjne dla menedżerów najwyższego szczebla⁸. Ponadto dyskusyjna wydaje się kwestia motywująca, gdyż większość programów stanowi jedynie dodatkowe wynagrodzenie objętych nimi pracowników. Kwestia dotycząca motywacyjnego charakteru programów widoczna jest również w cenie wykonania wdrażanych opcji. W Polsce zdecydowana większość programów (80%) oferowana jest w pieniądzu (*in-the-money*), wobec czego programy te już z założenia nie motywują menedżerów do podejmowania działań zmierzających do wzrostu wartości akcji. Wielu analityków podkreśla brak sensowności wprowadzania na rynek takich programów, choćby ze względu na ich koszty. Oprócz ceny wykonania, istotne są bowiem również pozostałe warunki programu, takie jak czas trwania programu, kwestie finansowe i niefinansowe przedsiębiorstwa. W przykładzie zaprezentowanym w następnym rozdziale autor postara się pokazać, że programy te w pewnych sektorach gospodarki przynoszą wymierne korzyści nie tylko menedżerom, lecz również spółkom oferującym omawiane programy. Ponadto analizy polskiego rynku opcji menedżerskich utrudniają ograniczony dostęp do szczegółowych danych programów, niejednolite standardy rachunkowości oraz niewielka ilość zbiorczych opracowań tego typu. W wypadku opracowań istnieje również trudność związana z agregacją prezentowanych danych, ze względu na niejednorodność prezentowanego materiału, a także brak szczegółów dotyczących uwzględnionych w opracowaniu przedsiębiorstw.

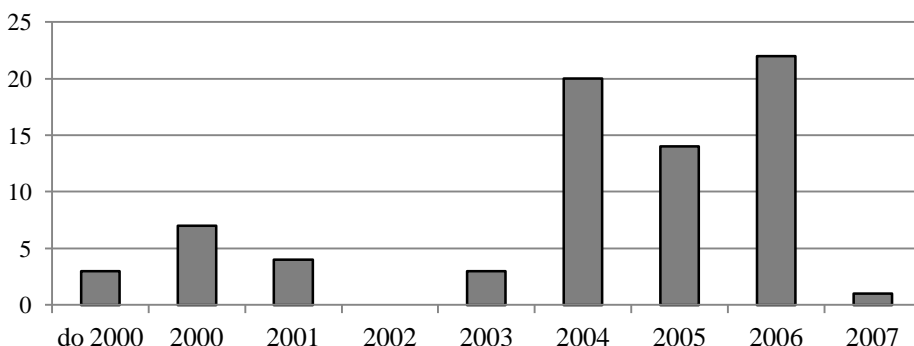
Programy opcji menedżerskich w Polsce zaczęto stosować już na początku lat 90., jednak ich popularność zaczęła rosnąć dopiero od 2000 r. Analiza tego rynku z lat 2000-2007 przeprowadzona przez Pawła Preussa i Wojciecha Ślusarskiego wskazuje, że w okresie tym 89 spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW) wdrożyło programy opcyjne dla swoich pracowników: 22 przedsiębiorstwa nie ujawniły szczegółów programów, natomiast 64 zaproponowały programy rozliczane w środkach kapitałowych, a jedno – w środkach pieniężnych. Z programów rozliczanych w środkach kapitałowych 17 dotyczyło obligacji zamiennych na akcje, 17 warrantów subskrypcyjnych, 27 programów rozliczanych było w akcjach, a jedynie 3 w opcjach na akcje. Zaprezentowana na wykresie 2 liczba programów wprowadzonych w danym roku opracowane zostały na podstawie wspomnianych badań.

Na wykresie 2 widać znaczne różnice w aktywności przedsiębiorstw na rynku opcji menedżerskich w poszczególnych latach. Pod tym względem rynek polski nie różni się od rynków światowych, gdzie liczba wdrażanych programów jest ściśle związana z sytuacją rynkową. Zaobserwować można zatem spadek liczby wdrażanych programów w latach 2001-2002, co jest wynikiem pęknięcia bańki internetowej. Ponadto najczęściej po programy tego typu sięgają spółki z branży nowych technologii, które są bardzo wrażliwe na wahania rynku. Dla spółek tych, które są w fazie poszukiwania kapitału, istotna jest możliwość odroczenia wynagrodzenia czołowych pracowników przez zaproponowanie im płatności w formie opcji. Dzięki temu pracownicy współtworzący wartość przedsiębiorstwa motywowani chęcią dodatkowego zysku są w stanie zapewnić przedsiębiorstwu pożądany rozwój. Również potencjalni inwestorzy, ze względu

⁸ E. Bochyńska-Śmigieliska, *Opcje menedżerskie – historia, wady, zalety i kontrowersje*, www.wynagrodzenia.pl 2009.

Wykres 2

Programy opcji menedżerskich wdrożone w Polsce do 2007 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie prezentacji pracowników Ernst & Young, Preuss i Ślusarski 2007.

na odpowiednio wdrożony program motywacyjny, są skłonni powierzyć takim przedsiębiorstwom więcej środków, dostrzegając niższe ryzyko wynikające z takiej inwestycji. Należy jednak zauważyć, iż ryzyko wynikające z inwestycji w stosunkowo młode spółki z branży nowych technologii, których wartość charakteryzuje się dużymi zmianami zależnymi od wielu czynników rynkowych, jest bardzo duże.

Kolejnym istotnym czynnikiem w wypadku programów opcji menedżerskich jest stopień ich realizacji na rynku. Z badań Trio Management wynika, że w Polsce wynosi on 57%. W porównaniu z programami wprowadzonymi na rynkach światowych to znaczący wynik. Ponadto, we wdrażanych programach pracownikom oferuje się średnio 5,3% akcji przedsiębiorstwa, natomiast na rynku amerykańskim średnia ta według niektórych badań wynosi około 2%⁹. Badania przeprowadzone przez Trio Management potwierdzają również stosunkowo prostą budowę programów wprowadzanych w Polsce, które zawierają średnio trzy warunki konieczne do spełnienia przez pracownika. Najczęstszym warunkiem jest konieczność pozostania w zatrudnieniu, umożliwiającą wykonanie opcji.

Przykładem programu, który można uznać za wzorcowy, jest program wdrożony w 2006 r. w spółce Eurocash. Objęto nim, oprócz zarządzających (menedżerowie wyższego oraz niższego szczebla objęci programem stanowią grupę 40 osób), również grono pracowników zatrudnionych w spółce ponad piętnaście lat, a także kluczowych klientów. Wdrożenie programu związane było z emisją 255,4 tys. obligacji zamiennych na akcje¹⁰. Oprócz szerokiego grona osób, którym zaproponowano obligacje, program ten wyróżnia się na tle innych wprowadzonych również ceną wykonania ustaloną na poziomie 3,1 zł, czyli ceny akcji z pierwszej oferty publicznej przeprowadzonej przez spółkę (IPO).

⁹ R. Weeden, E. Carberry, S. Rodrick, *Current Practices in Stock Option Plan Design*, California: National Center for Employee Ownership, Oakland 1998. Średnia w 1960 r. wynosiła 0,3% i do 1998 r. wzrosła do poziomu 2%.

¹⁰ Każda obligacja zamienna na 25 akcji spółki Eurocash.

Przykładem spółki z branży IT, która obecna jest na rynku opcji menedżerskich, jest ComputerLand (obecnie Sygnity). Spółka ta wyemitowała obligacje zamienne na akcje w ramach programu opcyjnego na lata 2011-2013, który został uchwalony 30 czerwca 2011 r. We wdrożonym programie przewidziano konieczność osiągnięcia przez spółkę zysku netto w poszczególnych latach na poziomie: 10 mln zł – 2011 r., 30 mln zł – 2012 r. oraz 37-57 mln zł – 2013 r. Realizacja 600 tys. opcji związana jest z nabyciem przez spółkę 600 tys. akcji własnych. Realizację programu rozłożono na 3 lata zgodnie z harmonogramem: 210 tys. opcji w 2011 r., 210 tys. – w 2012 r. oraz co najmniej 90 tys. w 2013 r. Każda opcja daje prawo nabycia jednej akcji spółki po cenie 15 zł. Natomiast sposób rozliczenia programu uzależniona jest od decyzji pracownika.

Spśród spółek, które wdrożyły program opcji dla pracowników, wart uwagi jest przypadek spółki Opoczno, połączonej w 2008 r. z Cersanitem. Realizacja opcji uzależniona była od wzrostu wartości akcji spółki o przynajmniej 40%. Cena wykonania zależnie od serii akcji wynosiła 62 zł (152 tys. akcji) oraz 68,2 zł (również 152 tys. akcji). Dodatkowo wynagrodzona została kadra zarządzająca, która otrzymała jednostki premiiowe z ceną wykonania wynoszącą (zależnie od serii akcji zaferowanych pracownikowi w programie) 22,16 zł lub 26,3 zł. Należy zauważyć, że cena emisyjna akcji spółki, w zależności od serii, wynosiła odpowiednio 54,7 zł lub 69,6 zł.

Ze względu na wprowadzone w programie warunki wyróżnia się program opcji menedżerskich wdrożony w spółce Sokołów S.A. Wykonanie opcji uzależniono bowiem od zysku przedsiębiorstwa, wzrostu sprzedaży oraz spełnienia indywidualnych celów poszczególnych pracowników objętych programem. Cele te zostały zdefiniowane zgodnie z długoterminową strategią przedsiębiorstwa. Te wyróżniające się na polskim rynku warunki połączone zostały jednak z brakiem zapisów o konieczności pozostania w zatrudnieniu oraz ceną wykonania ustaloną poniżej ceny rynkowej.

Programami opcji menedżerskich obejmowani są zarówno pracownicy, jak i klienci strategiczni wdrażających je spółek. Przykładem mogą tutaj być spółki Śnieżka S.A. oraz Atlanta Poland. Kontrahenci, którym zaferowano udział w programie, zobligowani zostali do spełnienia określonych warunków, co wiązało się z zacieśnieniem współpracy pomiędzy stronami.

Na rynku opcji menedżerskich w Polsce aktywny jest również sektor bankowy. Jego szczegółowe omówienie oparte na wynikach badań zostanie przedstawione w następnym punkcie.

Zaprezentowane programy pokazują kierunek rozwoju polskiego rynku opcji menedżerskich. Niestety na rynku wdrażanych jest wiele programów, w których czynnik motywujący do pożądanych z perspektywy akcjonariuszy wyników przedsiębiorstwa w przyszłości został zbagatelizowany. Najczęściej stawianym zarzutem programom menedżerskim na polskim rynku jest oferowanie opcji na akcje z cenami wykonania znacznie poniżej ich wartości rynkowej. Wobec tego, niezależnie od kierunku zmiany ceny, pracownik, wykonując opcje, osiąga zysk. Ponadto wiele programów nie posiada w swojej konstrukcji warunków nierynkowych, jak na przykład konieczność osiągnięcia określonego przychodu, zdobycie określonej części rynku. Przykładem przed-

siębiorstw, które wdrożyły programy będące formą wynagrodzenia pracowników za ich przeszłe dokonania, są takie przedsiębiorstwa, jak: Comarch S.A., Globe Trade Center czy Stomil Sanok.

Program wdrożony w spółce Comarch S.A. w 2001 r. objął tylko jedną osobę – prezesa zarządu. Czas trwania programu określony na trzy lata wiązał się z 125 tys. akcji nabywanych po cenie 1 zł. Ze względu na omówione we wstępie czynniki cena ta w porównaniu z ceną rynkową akcji spółki Comarch w 2007 r., wynoszącą 70 zł, jest niska i wiąże się z ograniczoną rolą programu w procesie motywacji. Nie zostały natomiast ujawnione pozostałe warunki programu.

Kolejnymi wyróżniającymi się na tle innych wdrożonych w Polsce programów są przykłady opcji menedżerskich w spółkach Stomil Sanok, Globe Trade Center oraz Kęty S.A. Wyróżnia je przede wszystkim zysk dla objętych programem, który wynosi blisko 6000%. Zaliczenie ich do grupy programów z ograniczonym wpływem na rozwój przedsiębiorstwa związane jest z brakiem warunków koniecznych do spełnienia przez objętych nimi pracowników. Z wymienionych spółek tylko Kęty S.A. wyłączyły możliwość sprzedaży nabytych akcji w okresie dwóch lat od ich nabycia. Wobec powyższego, programy te stanowiły przede wszystkim wynagrodzenie dla pracowników, które niewiele ma wspólnego z opcjami menedżerskimi. Z punktu widzenia wymogów Międzynarodowego Standardu Sprawozdawczości Finansowej 2, dotyczącego wynagrodzenia w formie akcji własnych, programy tego typu wpływają negatywnie na kondycję finansową spółki, gdyż zaliczenie ich na poczet kosztów przekłada się na obniżenie wyników spółek. Warto zatem zastanowić się, czy wdrożenie programu pozbawionego czynników motywujących (poza kwestią wynagrodzenia) jest dla spółek w ogóle opłacalne.

Przedstawione programy opcji menedżerskich wdrożone w polskich przedsiębiorstwach cechuje duża rozbieżność. Ze względu na stosunkowo krótką historię tych programów w Polsce oraz brak jednolitych wymogów rachunkowości, programy te w dużej mierze stanowią dodatkowe wynagrodzenie obejmowanych nimi pracowników. Główny cel ich stosowania – wpływ na wartość i rozwój przedsiębiorstwa – w wypadku wielu programów został całkowicie pominięty, a w niektórych prowadzi wręcz do osłabienia pozycji rynkowej przedsiębiorstw.

IV. WPŁYW WDROŻENIA PROGRAMÓW MENEDŻERSKICH NA WYNIKI BANKÓW

Wiele z przeprowadzonych badań opcji menedżerskich skupiało się na poszczególnych aspektach programów menedżerskich, takich jak oczekiwany czas wykonania opcji¹¹, wpływ na pozostanie w stosunku pracy, wzrost wydajności, czy nawet wpływ programów opcyjnych na wzrost gospodarczy¹².

¹¹ J. Carpenter, *The Exercise and Valuation of Executive Stock Options*, „Journal of Financial Economics” 48, 1998, s. 127-158; S. Huddart, M. Lang, *Employee Stock Option Exercises: An Empirical Analysis*, „Journal of Accounting and Economics” 21, 1996, nr 1, s. 5-43.

Przedstawiony w niniejszym punkcie przykład ma na celu pokazanie wpływu wdrożenia programu na sytuację przedsiębiorstwa. Zakładając jeden cel programu – wzrost wydajności przedsiębiorstwa, realizowany poprzez przyznanie kluczowym pracownikom opcji menedżerskich. Dzięki temu możliwe jest pominięcie różnic programowych i skupienie się jedynie na skutkach wdrożonych programów. Zaprezentowana analiza w prosty sposób udowodni zasadność kosztów ponoszonych na wdrożenie programu opcji menedżerskich w przedsiębiorstwie. Analogiczna analiza została przeprowadzona przez K. Szlichcińskiego i obejmowała sektor bankowy w Polsce w latach 2006-2007. W analizie tej zwrócono uwagę na wzrost rentowności banków, które owe programy wdrożyły. Natomiast – jak ustalono – nie wpływały one na rotację kadry, wobec czego jeden z istotnych celów programu – zatrzymanie pracownika w przedsiębiorstwie – w wypadku wielu z nich nie został spełniony¹³.

Uzasadnieniem wyboru sektora bankowego w Polsce do pokazania wpływu sposobu wynagradzania na sytuację przedsiębiorstwa jest przede wszystkim możliwość porównania stosunkowo podobnych podmiotów działających w podobnych warunkach i określenie wpływu jednego czynnika zmiennego – wpływu opcji menedżerskich – na sytuację polskich banków. Rynek banków jest bez wątpienia jednym z najszybciej rozwijających się sektorów gospodarki w Polsce. Zrozumiałe jest zatem, że przedsiębiorstwa te poszukują skutecznych programów wynagradzania menedżerów, którzy odpowiedzialni są za zdobywanie pozycji rynkowej przez reprezentowane przez nich przedsiębiorstwa. Jak zauważył K. Szlichciński¹⁴, banki są szczególnie zainteresowane wdrażaniem innowacyjnych sposobów wynagradzania swoich pracowników, a za takie można niewątpliwie uznać programy opcji menedżerskich. Spośród największych banków, które obecne są na GPW w Warszawie, programy opcji menedżerskich wdrożone zostały przez Bank Pekao S.A., BZ WBK, ING Bank Śląski, BRE Bank oraz Citi Handlowy. W banku Pekao S.A. wdrożony w 2008 r. program obejmował czterdzieści dwie osoby, dla których wyemitowano 360 tys. akcji z ceną wykonawczą na poziomie 66 zł. Getin Holding wdrożył w 2011 r. program opcyjny, który obejmował członków rady nadzorczej, członków zarządu oraz wybranych pracowników spółek zależnych. Warunkiem programu jest osiągnięcie przez grupę skonsolidowanego zysku netto na poziomie 1,8 mld zł w okresie 2011-2014.

Wobec popularności programów opcji menedżerskich w polskich bankach, zasadne staje się sprawdzenie, czy wprowadzanie programów opcyjnych faktycznie wpływa na osiągane przez nie wyniki. Analiza została przeprowadzona na grupie sześciu banków, które podzielone zostały na dwie podgrupy: banków stosujących opcje menedżerskie i te, które takich programów nie

¹² C. E. Glassman, D. N. Beede, *Regulatory Rules and Estimating Economic Growth: Two Perspectives on Expensing Employee Stock Options*, „Journal of the National Association for Business Economics” 43, 2008, nr 2.

¹³ K. Szlichciński, *Emisje akcji dla kluczowych menedżerów banków komercyjnych w Polsce a ich postrzeganie przez inwestorów giełdowych*, 2008.

¹⁴ Ibidem.

wdrożyły. W grupie stosującej opcje znalazły się Bank Pekao S.A., BZ WBK oraz BRE. Drugą grupę stanowią: PKO S.A., Bank Handlowy oraz Millennium. W każdej grupie znajdują się zatem banki o odpowiadającej sobie kapitalizacji rynkowej¹⁵, wartości wskaźnika P/E czy P/BV.

Analiza przeprowadzona na podstawie danych ze sprawozdań finansowych pokazuje, że większy przyrost zysku netto zanotowano w grupie banków stosujących opcje menedżerskie. Wartość tego przyrostu dla okresu 2009-2010 wynosi dla całej grupy 2,4, podczas gdy wśród banków, które programów opcyjnych nie stosowały, wynosi on 1,92. Wzrostowi zysku netto towarzyszy w grupie banków stosujących opcje również brak wzrostu kosztów działania. Dla porównania, w drugiej grupie zanotowano 2% wzrost kosztów. W pierwszej grupie zanotowano również wyższy wzrost kapitału własnego, wynoszący 1,31, w porównaniu z drugą grupą, w której wzrost ten wynosił 1,19. W analizowanym okresie w drugiej grupie nastąpił jednak większy przyrost dochodów z odsetek oraz prowizji. Szczegółowa analiza została przedstawiona w tabeli 2. Powyższe dane uzasadniają wniosek, że koszty ponoszone na wynagrodzenie menedżerów przez opcje menedżerskie znajdują pozytywne odzwierciedlenie w uzyskiwanych przez stosujące je podmioty wynikach finansowych.

Z perspektywy analizy istotne jest również zachowanie rynku wobec banków uwzględnionych w analizie. Badanie dziennych stóp zwrotu dla akcji banków z poszczególnych grup wskazuje, iż wyższe średnie wartości zwrotów osiągały banki z grupy pierwszej¹⁶. Wartości dla poszczególnych banków wynoszą: Bank Pekao S.A. – 0,06%, BZ WBK – 0,13%, BRE – 0,27%, PKO S.A. – 0,06%, Bank Handlowy – 0,13%, Millennium – 0,11%. Zatem średnia dzienna stopa zwrotu w analizowanym okresie dla grupy pierwszej wynosi 0,15% wobec 0,11% dla grupy drugiej. Dienne stopy zwrotu dla poszczególnych banków oraz dla analizowanych grup zostały przedstawione na wykresie 3.

W odniesieniu do cen akcji analizowanych banków notowanych na GPW w Warszawie, potwierdzenie znajduje również teza, że banki stosujące opcje menedżerskie są lepiej postrzegane przez rynek. Wobec tego koszty poniesione na wynagrodzenie kadry zarządzającej przekładają się nie tylko na lepsze wyniki finansowe banków, ale również na cenę ich akcji.

Przedstawiona analiza nie bierze pod uwagę wielu aspektów rynkowych, które mogłyby mieć wpływ na końcowy wynik porównywanych banków. Ze względu na liczbę tych czynników autor świadomie ograniczył się do wykorzystania jedynie wybranych wielkości. Również liczba banków została ograniczona do sześciu jednostek, co umotywowane było zbliżoną wielkością kapitalizacji odpowiadających sobie banków w poszczególnych grupach. Pozwoliło to na stosunkowo jednolite przeprowadzenie analizy dla całej grupy.

¹⁵ Każdy z banków w danej grupie znajduje w drugiej grupie odpowiadający mu pod względem kapitalizacji bank.

¹⁶ Grupa pierwsza – banki stosujące opcje menedżerskie.

Tabela 2

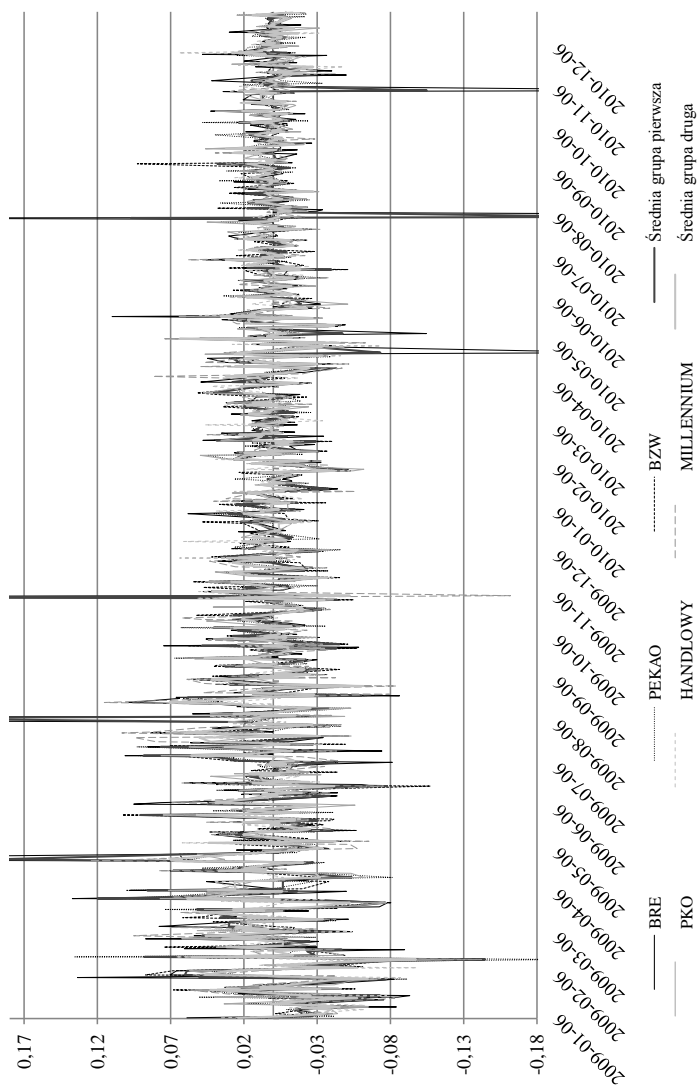
Wynik analizowanych banków oraz wartość analizowanych wskaźników w okresie 2009-2010

Rok	Nazwa spółki	Kapitał własny	Przyrost funduszy własnych	Suma bilansowa	Przyrost sumy bilansowej	Przychody z tytułu odsetek	Przyrost dochodów z tytułu odsetek	Dochody z tytułu prowizji	Przyrost dochodów z tytułu prowizji	Koszty działania	Przyrost kosztów działania	Zysk netto	Przyrost zysku netto
2010	BRE	6 909 303	1,68	90 042 441	1,11	3 421 704	0,99	1 178 745	1,18	3 631 505	0,99	660 865	5,06
2009		4 120 187		81 023 886		3 453 207		1 001 287		3 656 800		130 523	
2010	PEKAO	15 258 199	1,13	130 125 000	1,03	6 118 093	0,98	2 112 749	1,03	9 040 176	0,95	2 552 022	1,04
2009		13 497 012		126 918 000		6 223 962		2 055 963		9 491 854		2 462 263	
2010	BZ WBK	5 799 352	1,13	53 153 871	0,98	3 130 301	0,97	1 555 258	1,01	1 600 592	1,07	1 040 569	1,11
2009		5 151 212		54 065 025		3 226 088		1 534 413		1 498 316		989 222	
	Wartości średnie wskaźników:		1,31		1,04		0,98		1,07				2,40
2010	PKO BP	21 201 848	1,05	167 238 919	1,09	10 107 552	1,17	3 678 487	1,19	8 410 124	0,99	3 311 209	1,36
2009		20 179 517		153 647 479		8 603 448		3 083 059		8 461 713		2 432 152	
2010	HANDLOWY	6 492 935	1,05	37 517 540	1,00	1 972 045	0,94	747 091	1,13	1 313 006	1,01	754 811	1,50
2009		6 199 389		37 633 063		2 098 938		660 011		1 305 059		504 399	
2010	MILLENNIUM	4 090 972	1,47	46 984 418	1,05	2 359 969	0,99	564 924	1,14	1 007 004	1,07	325 997	2,91
2009		2 787 336		44 913 824		2 373 617		493 846		942 707		112 106	
	Wartości średnie wskaźników:		1,19		1,04		1,04		1,16				1,92

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych banków.

Wykres 3

Dzienne stopy zwrotu analizowanych banków i średnie wartości zwrotów dla grup



Źródło: opracowanie własne.

V. PODSUMOWANIE

Programy opcji menedżerskich są efektywną formą wynagradzania pracowników, ponieważ pozwalają na powiązanie interesów akcjonariuszy z interesami kadry zarządzającej. Stosujące je przedsiębiorstwa osiągają lepsze wyniki finansowe oraz są wyraźnie lepiej postrzegane przez inwestorów. Szereg problemów, które pojawiają się w związku ze wdrożeniem opcji w przedsiębiorstwie, jak choćby omawiany problem kreatywnej księgowości, może zostać rozwiązanych przez odpowiednie warunki programów. Innym czynnikiem wpływającym na skuteczność opcji menedżerskich mogą być takie rozwiązania, jak wprowadzona w Stanach Zjednoczonych ustawa Sarbanesa-Oxleya, która stwarza znacznie mniejsze możliwości nieuczciwego wpływania menedżerów na dane finansowe przedsiębiorstwa.

Wyniki badań przeprowadzonych na rynku amerykańskim znalazły potwierdzenie w przeprowadzonej w niniejszym artykule analizie polskich banków. Wybór sektora bankowego, podyktowany przede wszystkim stosunkową jednolitością tego rynku, pozwolił na zbadanie wpływu wdrożenia programu na wyniki finansowe banków oraz na jego postrzeganie przez rynek. Jednolitość rynku pozwala również na wprowadzenie do analizy założenia, że wszystkie czynniki, które nie zostały uwzględnione w analizie, przyjmują dla analizowanych banków podobny poziom. Wobec powyższego, uzasadnione są koszty ponoszone na programy opcji pracowniczych.

mgr Michał Łukowski
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

INFLUENCE OF EMPLOYEE STOCK OPTIONS ON BANKS PERFORMANCE

Summary

The paper presents 'employee stock option' (ESO) plans in selected European countries and in the United States. The purpose of the paper is to show how those programs influence the company's performance. To prove the outcome of the analysis presented in the paper, the author has analysed the data from a group of six banks from 2009 to 2010. Half of the banks in the group implemented the ESOs. The analysis was divided into two parts, one dealing with the financial result of the company, while the other focused on the manner of implementation of such programs and their influence on the share price of such companies in order to show how the market reacts to the introduction of ESOs. The conclusions are that banks that used ESOs are more profitable and bring higher returns in stock markets.