



Wiesława Przybylska-Kapuścińska

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu
Wydział Ekonomii
Katedra Polityki Pieniężnej i Rynków Finansowych
w.kapuscinska@ue.poznan.pl

Michał Łukowski

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu
Wydział Ekonomii
Katedra Polityki Pieniężnej i Rynków Finansowych
michal.lukowski@ue.poznan.pl

EFEKTYWNOŚĆ PROGRAMÓW OPCJI MENEDŻERSKICH NA PRZYKŁADZIE WYBRANYCH SPÓŁEK GIEŁDOWYCH W LATACH 2006-2014¹

Streszczenie: W niniejszym artykule analizie poddane zostały efekty opcji menedżerskich wdrożonych wśród polskich spółek w latach 2006-2014. Przedmiotem analizy objęto szeroką grupę polskich spółek akcyjnych z różnych sektorów gospodarki, ze szczególnym zwróceniem uwagi na warunki programów. Dzięki temu możliwa jest ocena poszczególnych opcji ze względu na konsekwencje ich wprowadzenia i wyciąganie odpowiednich wniosków odnośnie do konstrukcji programów. Podstawę analizy stanowią sprawozdania finansowe spółek, ale również dodatkowe informacje publikowane przez poszczególne podmioty.

Słowa kluczowe: opcje menedżerskie.

Wprowadzenie

Zgodnie z wieloma opiniami na temat opcji menedżerskich² stanowią one jedynie dodatkowe wynagrodzenie menedżerów, nie przyczyniając się jednak do wzrostu wartości spółek je stosujących [Bebchuk i Fried, 2003]. Natomiast na

¹ Badanie finansowane z grantu Narodowego Centrum Nauki DEC-2012/05/N/HS4/00654.

² W niniejszym artykule programy motywacyjne utożsamiane są z opcjami menedżerskimi, należy jednak zauważyć, że część z nich przyjmuje inne formy, jak choćby warrantów czy obligacji zamiennych. Z uwagi na pewne cechy wspólne wszystkich tych form, zdecydowano się omówić programy opcji menedżerskich, które są w ocenie autorów dobrym przykładem programów motywacyjnych, a ich stosowanie spowodowane jest przede wszystkim chęcią ograniczenia roli systemu premiowego, który pozbawiony jest ściśle określanych warunków wynagradzania pracowników, a tym samym jego funkcja motywacyjna jest znacznie ograniczona czasowo.

podstawie teorii agencji można stwierdzić, że motywowanie poprzez powiązanie wyników podejmowanych działań z wynagrodzeniem jest jednak jedną z najskuteczniejszych form wpływania na efektywność działań pracowników, a przede wszystkim menedżerów. Zasadne wydaje się zatem zbadanie, jaka sytuacja występuje wśród polskich spółek.

Na podstawie badań Gabaixa i Landiera [2006], w latach 1980-2003, blisko sześciokrotnemu wzrostowi wynagrodzenia menedżerów na rynku amerykańskim, towarzyszył również sześciokrotny wzrost wartości zarządzanych przez nich spółek. Badania te stanowią zaprzeczenie względem wielu publikacji, które negowały pozytywny wpływ programów motywacyjnych opartych na opcjach. Znakomity przegląd stanu badań na ten temat w latach 90. ubiegłego wieku stanowi artykuł Szlichcińskiego [2008].

Biorąc pod uwagę rosnące zainteresowanie programami opcji menedżerskich wśród polskich spółek, zasadne wydaje się zatem zbadanie ich wpływu na sytuację finansową podmiotów je wdrażających. Szczególnie istotny jest w tym przypadku zarzut często stawiany opcjom menedżerskim stosowanym na polskim rynku, dotyczący rażąco niskiej ceny wykonania i pozbawienie programów jakichkolwiek dodatkowych warunków. Można więc uznać, że sytuacja dotycząca opcji menedżerskich wdrażanych w Polsce jest w pewnym sensie przeniesieniem wczesnych rozwiązań z rynku amerykańskiego.

Celem niniejszego artykułu jest ocena efektywności programów opcji menedżerskich wdrożonych w polskich spółkach w latach 2006-2014, co prowadzić ma do możliwie najbardziej aktualnej oceny rynku tych instrumentów.

1. Programy opcji menedżerskich w Polsce

Analiza programów opcji menedżerskich dostarcza ciekawych wniosków odnośnie do ich skuteczności zarówno samym spółkom, jak również inwestorom zainteresowanym ich akcjami. Podstawą oceny efektów związanych z opcjami menedżerskimi są sprawozdania finansowe, ale również wszelkie dodatkowe informacje napływające ze spółek.

Z uwagi na rosnącą popularność programów opcji menedżerskich wśród polskich spółek, analiza programów motywacyjnych opartych na opcjach może dostarczyć ciekawych wniosków dotyczących faktycznie obserwowanych efektów ich wdrożenia. Opcje menedżerskie zostały szeroko omówione w pracach Urbanka [2006], Szlichcińskiego [2008] oraz Łukowskiego [2010, 2012, 2014], jednak ich adaptacyjny charakter i rozwój polskiego rynku kapitałowego, skłania do analizy ich obecnego charakteru i zmian, jakie zaszły w ciągu ostatnich dziewięciu lat.

Na podstawie danych z bazy Notoria, w latach 2006-2014 opcje menedżerskie zostały wdrożone w 216 spółkach notowanych na GPW w Warszawie. Biorąc pod uwagę liczbę spółek notowanych w tym okresie na giełdzie, można przyjąć, że stanowi to blisko 50% wszystkich notowanych podmiotów. Odsetek spółek wykorzystujących tego typu instrumenty potwierdzają również badania opublikowane przez PricewaterhouseCoopers [2012] oraz Deloitte [2011]. W porównaniu z danymi z lat 1990-2004, gdzie spółek wykorzystujących tego typu instrumenty do motywowania pracowników było 40, już na wstępie analizy można założyć, że wzrost popularności opcji był w badanym okresie znaczny.

W analizowanej grupie spółek w okresie badania wystąpiło łącznie 380 wdrożeń opcji menedżerskich. Można zatem stwierdzić, że spośród spółek, które zdecydowały się na wykorzystanie tego instrumentu do motywowania pracowników, istnieje tendencja do ponownego wykorzystywania opcji. Jest to kolejny przykład znaczenia opcji menedżerskich dla spółek, który może świadczyć o ich skuteczności.

Zidentyfikowanie przyczyn rosnącej popularności opcji menedżerskich wydaje się związane z ich efektywnością, a tym samym ze wzrostem wartości spółek je stosujących. Jak jednak zwracał uwagę w swoim artykule Szlichciński [2008], za rosnącą popularnością opcji menedżerskich stoi również rosnąca rola i siła przetargowa grup menedżerów.

W związku z tym zasadne wydaje się zbadanie, jak sytuacja ta zmieniła się w ciągu ostatnich dziesięciu lat. Kompleksowa analiza skutków opcji menedżerskich powinna obejmować zarówno sytuację finansową spółek, jak również analizę kursów akcji poszczególnych podmiotów. Z uwagi na charakter niniejszego artykułu przeanalizowane zostaną jedynie czynniki finansowe. W odniesieniu do badań nad kursami akcji spółek stosujących programy motywacyjne, oparte na opcjach wdrożonych wśród polskich spółek w pewnym zakresie zostały one przedstawione w artykułach Szlichcińskiego [2008] i Łukowskiego [2014].

Ważną kwestią przy okazji omawiania opcji menedżerskich jest zwrócenie uwagi na wykorzystywanie agresywnej księgowości czy podejmowanie ryzykownych działań przez zarządzających, co w efekcie miałyby umożliwić skorzystanie z przyznanych opcji lub osiągnięcie dodatkowych korzyści. Biorąc pod uwagę historię opcji menedżerskich na świecie, można zauważyć, że przyznawanie opcji menedżerskich zwiększa ryzyko nadużyć ze strony menedżerów, jednak brak wydarzeń o podobnym charakterze w Polsce pozwala stwierdzić, że zarówno nadzór akcjonariuszy, jak również kontrola ze strony odpowiednich organów państwa skutecznie te działania ogranicza.

2. Zakres badania

Opcje menedżerskie wdrażane w polskich spółkach nie stanowią znacznego obciążenia finansowego podmiotów je stosujących, z uwagi na ich niewielką wartość względem wartości całego przedsiębiorstwa [Szlichciński 2008, Raszewska 2007]. Powodem tego jest m.in. wykorzystywanie programów motywacyjnych jako uzupełnienia funkcjonujących w przedsiębiorstwach systemów wynagrodzeń. Ponadto programami menedżerskimi obejmowane są zazwyczaj wąskie grupy pracowników, przez co liczba emitowanych akcji lub wartość rozliczenia netto programu nie jest tak wysoka, jak w przypadku programów motywacyjnych wdrażanych na rynku amerykańskim.

Istotnym czynnikiem różniącym poszczególne programy opcji menedżerskich jest złożoność warunków, na podstawie których są one konstruowane. Pierwszym i najważniejszym z nich pozostaje cena wykonania. Ustalenie jej na zbyt niskim poziomie, poniżej bieżącego kursu akcji, jest główną przyczyną uznawania programów za pozbawione czynnika motywującego, a stanowiących jedynie formę dodatkowego wynagrodzenia. W świetle badań na opcjami menedżerskimi dużą wagę powinno się również przywiązywać do pozostałych warunków programu. Warto zatem zwrócić uwagę na szereg warunków nierynkowych, związanych chociażby z sytuacją finansową przedsiębiorstwa, ale również na zakres pracowników objętych programem motywacyjnym.

Oprócz warunków opcji menedżerskich, istotnym z uwagi na przedmiot badania wydaje się także rozróżnienie momentu wdrożenia programu, jak również jego wykonania. Analizując zachowanie kursów akcji, obie sytuacje starają się w zupełnie inny sposób wpływać na zachowanie inwestorów giełdowych. Biorąc pod uwagę przedmiot analizy w niniejszym artykule, istotny jest jedynie moment wdrożenia programu. Bowiem wszelkie efekty motywacyjne powinny zostać zaobserwowane właśnie w okresie po wdrożeniu opcji. W momencie wykonania programu, jego czynnik motywacyjny przestaje wpływać, przynajmniej teoretycznie, na zachowanie objętych programem pracowników. Znaczenie programu po jego wygaśnięciu może się jednak łączyć z ograniczoną możliwością zbywania akcji przez pracowników po ich nabyciu w ramach wykonanych instrumentów, ale związane jest jedynie z programami, które rozliczane są w instrumentach kapitałowych, a nie w środkach pieniężnych.

Badaniem objęto 18 losowo wybranych spółek, które w latach 2006-2014 wdrożyły opcje menedżerskie, dla których wystąpiło w badanym okresie 19 wdrożeń programów motywacyjnych. Przedmiot analizy stanowi zatem 8% podmio-

tów, które w analizowanym terminie wprowadziły programy motywacyjne oparte na instrumentach pochodnych oraz 5% wdrożonych programów. Analizowane spółki działają w różnych sektorach gospodarki, przez co możliwe było wyciągnięcie wniosków dla szerszego zakresu spółek, pomijając charakterystykę poszczególnych sektorów rynku. Badanie oparte zostało na następujących wartościach: stanie aktywów, przepływach pieniężnym netto, przychodach netto, kapitale własnym oraz na zysku netto. Dodatkowo obliczono wskaźnik rentowności majątku, ROA i wskaźnik rentowności kapitału własnego, ROE. Stosunkowo pobieżna analiza wielkości finansowych podyktowana jest przede wszystkim umożliwieniem przekrojowego badania opcji menedżerskich wśród szerokiej grupy polskich spółek. W ocenie autorów wielkości te wystarczają do wyciągnięcia wniosków i weryfikacji hipotezy o efektywności tego typu instrumentów w odniesieniu do działalności spółek. Analizowane wskaźniki stanowią więc zwięzły opis sytuacji spółki, zarówno z perspektywy potencjalnych inwestorów, jak również samej spółki.

Szczegółowa analiza sprawozdań finansowych poszczególnych spółek byłaby bowiem zasadna przy dodatkowym kryterium stanowiącym podział sektorowy podmiotów. W niniejszym artykule, ze względu na przejrzystość badań, świadomie zdecydowano się jednak na przyjęcie powyższego ograniczenia. Przyjęta struktura badania ma w ocenie autorów pozwolić na weryfikację postawionej hipotezy o efektywności programów opcji menedżerskich wśród polskich spółek niezależnie od branży, w której dany podmiot działa, a tym samym uniezależnić otrzymane wyniki od specyfiki poszczególnych grup podmiotów, zarówno związanych z zarządzaniem, jak również cechami charakterystycznymi danej branży.

Przy tak szerokiej próbie badawczej konieczne jest zwrócenie uwagi na pewne różnice nie tylko w charakterze działalności poszczególnych spółek, ale również na model zarządzania analizowanymi podmiotami. Dużą wagę należy tutaj przywiązać do struktury akcjonariatu i formie zatrudniania menedżerów w spółkach.

3. Analiza programów motywacyjnych w wybranych spółkach

Poniższe badanie przeprowadzone zostało w oparciu o dane finansowe spółek z okresu 2006-2014. W celu dokładnego zbadania wpływu wdrożonych opcji, autorzy zdecydowali się na analizę wybranych wskaźników w okresie trzyletnim – od roku przed wdrożeniem programu motywacyjnego, do roku na-

stępującego po wdrożeniu programu. Z uwagi na różnice w czasie trwania poszczególnych programów motywacyjnych, w przedstawionym badaniu nie zdecydowano się na analizę w całym okresie trwania programów. Badanie powinno dostarczyć informacji na temat wpływu programów już od momentu wdrożenia, wobec czego trzyletni okres porównawczy wydaje się wystarczający. Jeżeli w tym czasie nie zaszły istotne zmiany w sprawozdaniach finansowych, to można oczekiwać, że badany program ma ograniczoną funkcję motywacyjną. W wyjątkowych sytuacjach może oczywiście się zdarzyć, że wpływ programu będzie widoczny w dłuższym, kilkuletnim terminie, co przy proponowanej formie badania nie zostanie, z oczywistych względów, zawarte w wynikach.

Ponadto skrócenie analizy do okresu trzyletniego podyktowane jest również faktem, iż wśród wybranych do analizy spółek, znajdują się przypadki wdrożenia więcej niż jednego programu motywacyjnego w danym momencie. Przy wydłużeniu okresu na cały czas trwania programu, dochodziłoby do pokrywania się terminów dwóch lub więcej programów, co znacznie ograniczałoby możliwość analizy efektów poszczególnych opcji. Zaprezentowane podejście badawcze nawiązuje zatem do rozwiązań stosowanych w przypadku analizy zdarzeń, skąd podejście to zostało zaczerpnięte. Spośród programów motywacyjnych objętych badaniem, wiele nie zostało jeszcze wykonanych, przez co wyciągnięcie wniosków w odniesieniu do całego okresu trwania programu byłoby niemożliwe.

Dane zawarte w tabelach 1 i 2 przedstawiają wartości wybranych wskaźników w okresie trzyletnim. Każda z kategorii (kolumn) została podzielona na trzy dodatkowe kolumny, w których opisane są odpowiednio: wartość wskaźnika przed wdrożeniem programu (T-1), wartość wskaźnika w trakcie wdrożenia programu (T) oraz dane za rok następujący po wprowadzeniu programu motywacyjnego (T+1).

Tabela 3 zawiera natomiast przyrosty wybranych wskaźników względem roku przed wprowadzeniem do roku po wdrożeniu programu. Pominięcie roku, w którym wdrożony został program, podyktowane jest analizą efektów programów motywacyjnych w sposób jednoznaczny dla wszystkich spółek. Ze względu na różnice w skutkach widocznych w sprawozdaniach finansowych programów wdrożonych w początkowym i końcowym okresie danego roku, taki zabieg ma w ocenie autorów przyczynić się do otrzymania bardziej wiarygodnych wyników badania.

Wskaźnik rentowności majątku, ROA, wykorzystany został do zobrazowania efektywności działania przedsiębiorstwa na skutek wdrożenia programu moty-

wacyjnego. Jego wartości, liczone jako relacja zysku netto do przeciętnej wartości aktywów, przedstawione zostały w tabeli 2, natomiast procentowe przyrosty tego wskaźnika w roku przed wdrożeniem opcji w porównaniu z rokiem po wdrożeniu programu przedstawiono w tabeli 3. Wskaźnik rentowności kapitału własnego, ROE, liczony jest natomiast jako relacja zysku netto do kapitału własnego. Jego wartości zaprezentowano w tabeli 2.

W badaniu widoczne są różnice między programami o cechach uznawanych w teorii za pozytywne, jak choćby poziom ceny wykonania na poziomie wyższym niż wartość nominalna akcji. Do programów tych należy zaliczyć spółki Polnord czy Bank Ochrony Środowiska. Do grupy programów w pewnym sensie wzorcowych należy również zaliczyć program zaproponowany pracownikom i kontrahentom przez Eurocash.

Do programów niepoprawnych względem teorii dotyczącej ekonomii menedżerskiej, stanowiących jedynie dodatkowe wynagrodzenie menedżerów, zaliczyć należy większość z analizowanych programów. W grupie tej powinno się również wyróżnić programy obejmujące swoim zasięgiem jedynie wąską grupę menedżerów, jak ma to miejsce w przypadku spółki Comarch. Badanie przekrojowe opcji menedżerskich wśród polskich przedsiębiorstw zdaje się potwierdzać tezę, że większość programów stanowi jedynie dodatkowe wynagrodzenie menedżerów. Porównując bowiem ceny wykonania opcji i kurs akcji w momencie wdrożenia programu, jedynie w nielicznych przypadkach możemy spotkać się z ceną wykonania wyższą od nominalnej wartości akcji.

Wspomniany warunek dotyczący określonej w programie ceny wykonania przedstawiony został w przedostatniej kolumnie tabeli 2. Pozwala on stwierdzić, na ile silna była funkcja motywująca opcji menedżerskiej³, przede wszystkim ze względu na cenę akcji w momencie wdrażania programu. Kolumna dotycząca wielkości emisji pozwala stwierdzić, na ile znaczący, w odniesieniu do wielkości przedsiębiorstwa, był wdrożony program. Na tej podstawie można również określić potencjalny wpływ programu na kurs akcji analizowanej spółki.

Średni przyrost wskaźników przedstawiony został w tabeli 3. Biorąc pod uwagę średni wzrost wartości aktywów, przepływów netto, przychodu, zysku netto oraz zmianę wskaźników ROA i ROE, można jednoznacznie stwierdzić, że wdrożenie opcji menedżerskich wiąże się z pozytywnym wpływem na kondycję przedsiębiorstwa. Konieczne jest jednak zwrócenie uwagi na kilka przypadków,

³ Spółki, dla których nie został uzupełniony kurs akcji, w okresie wdrażania programu nie były obecne na giełdzie.

w których spółki radziły sobie znacznie gorzej od średniej wartości dla analizowanej grupy (np. Krosno) lub znacznie lepiej od pozostałych spółek (np. drugi program spółki Vistula).

Zapewne rozszerzenie okresu badania, tak aby obejmował on cały czas trwania programów, mogłoby doprowadzić do zmiany niektórych wniosków. Problemem jest w tej sytuacji średni czas trwania programów, który określany jest na poziomie 5-8 lat. Powoduje to, że przyjęcie terminu wdrożenia z lat 2006-2014 wiązałoby się z brakiem wykonania wielu z omawianych programów. Konsekwencją ograniczenia zakresu badania do okresu trzyletniego jest w wielu przypadkach⁴ związane z objęciem analizą czasu, w którym występowały wzmożone wydatki inwestycyjne, przez co otrzymane wyniki mogą w efekcie powodować niewłaściwą interpretację skutków programu.

Wnioski z niniejszego badania są o tyle istotne, że dotyczą głównie spółek spoza sektora finansowego i nowych technologii, które określane są jako najczęściej stosujące nowoczesne rozwiązania motywacyjne na polskim rynku. W związku z tym, dla przyjętej grupy, którą stanowi ponad 8% wszystkich spółek wykorzystujących w swojej działalności programy motywacyjne oraz 5% wszystkich wdrożonych wtedy programów, można stwierdzić, że wyniki te są miarodajne i z dużym prawdopodobieństwem podobne wyniki otrzymalibyśmy dla szerszego badania obejmującego większą liczbę spółek z polskiego rynku.

Należy w tym miejscu podkreślić, że ograniczenie grupy badanych spółek z jednej strony uprościło badania, a z drugiej pozwoliło na uniknięcie konieczności analizowania nakładających się na siebie programów motywacyjnych, co w znacznym stopniu ograniczyłoby możliwość wyciągania wniosków co do skutków poszczególnych opcji.

⁴ Sytuacja ta jest szczególnie widoczna dla spółek z ujemnymi przepływami netto w okresie T oraz T+1.

Tabela 1. Wybrane wskaźniki finansowe spółek (1)

Spółka	Data wdrożenia	Aktywa (w tys.)			Przeplify (w tys.)			Przychód (w tys.)			Zysk netto (w tys.)		
		T-1	T	T+1	T-1	T	T+1	T-1	T	T+1	T-1	T	T+1
Alma	2008-07-25	228013	429562	547567	2754	-21550	10771	369781	526860	687854	16508	5718	-49917
Bogdanka	2013-07-04	3465021	3815467	4364415	15697	91804	-16523	1830595	1894108	2013568	306261	326530	272352
Bomi	2009-06-30	861369	925798	1022143	-17106	-5313	1246	683329	854736	800314	-16724	23269	6381
BOŚ	2011-09-23	15065358	15505426	16774505	643917	-120537	1525738	743816	918841	995596	54059	58745	54836
Comarch	2010-02-15	772192	880873	953265	61327	26404	62349	495512	559453	567673	51351	68470	55191
Cyfrowy Polsat	2007-09-05	320200	561419	754850	43177	34735	98923	479550	787282	1099273	55507	115038	271277
Emperia	2008-06-26	596386	598036	632397	29777	-29399	-621	343550	51414	51084	14630	1422	43971
Geim Holding	2011-03-28	46854411	61803513	9760489	2488870	174272	-2603692	3922421	5149837	1428627	421091	1004800	580264
Internet Media Services	2007-10-22	49843	60439	65400	2694	3214	3978	9687	11461	10954	1730	2095	-12
Ideon	2009-04-22	42496	175192	348590	-575	-40	3298	37859	97084	186054	2737	1101	3124
Inopema Securities	2007-12-05	252377	65290	139607	7813	23636	3129	10385	80877	49219	4268	28653	12499
Grupa KĘTY	2009-06-01	922760	871736	895630	23878	42480	-52678	665783	516232	521443	37341	55682	53394
Komputronik	2012-08-20	289851	334576	365630	9051	43539	4933	966488	863473	1002454	2476	9708	15867
Makrum	2008-09-24	114460	164426	162244	19364	-3121	-2360	60368	93296	60710	3996	21664	1228
Polimex-Mostostal	2008-07-04	2204647	2482797	2706682	-47633	235480	415903	2572650	3037071	3557356	58001	90304	169401
Polnord	2007-06-28	427354	985950	1324844	-83869	11616	17928	281713	65482	209066	-56181	87922	42888
Vistula Group	2009-06-29	681416	635227	625652	-33316	-92	3398	289637	332409	309150	-151682	28837	-802
Vistula Group	2012-04-23	622742	618672	605023	-12353	3232	3740	340350	347493	352871	-998	11092	47778
Wilbo	2008-06-30	110670	108574	112321	3996	-1796	-2424	172635	153353	171941	6859	4317	904

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek oraz bazy danych Notoria.

Tabela 2. Wybrane wskaźniki finansowe spółek (II)

Spółka	Data wdrożenia	Kapitał własny (w tys.)			ROA (%)			ROE (%)			Wielkość emisji	Cena wykonania	Kurs akcji
		T-1	T	T+1	T-1	T	T+1	T-1	T	T+1			
Alma	2008-07-25	128712	163711	212837	7,24	1,33	-9,12	12,83	3,49	-23,45	132000,00	1	51,5
Bogdanka	2013-07-04	2296374	2455331	2523827	8,84	8,56		13,34	13,30	10,79	1360540,00	5	96,88
Bomi	2009-06-30	670246	694276	707550	-1,94	2,51	0,62	-2,50	3,35	0,90	388617,00	1	12,01
BOŚ	2011-09-23	1034428	1109302	1407506	0,36	0,38	0,33	5,23	5,30	3,90	400000,00	10	53,5
Comarch	2010-02-15	494119	559208	609697	6,65	7,77	5,79	10,39	12,24	9,05	91041,00	1	98,43
Cyfrowy Polsat	2007-09-05	-63009	62436	297018	17,34	20,49	35,94	-88,09	184,25	91,33	5825000,00	0,04	
Emperia	2008-06-26	583977	585820	621087	2,45	0,24	6,95	2,51	0,24	7,08	450000,00	1	53,28
Getin Holding	2011-03-28	4432746	5663471	1829269	0,90	1,63	5,95	9,50	17,74	31,72	5000000,00	1	5,54
Internet Media Services	2007-10-22				3,47	3,47	-0,02				310000,00	1	
Ideon	2009-04-22	33380	145665	202135	6,44	0,63	0,90	8,20	0,76	1,55	5000000,00	1	0,78
Ipopema Securities	2007-12-05	14231	42884	45383	1,69	43,89	8,95	29,99	66,82	27,54	4857140,00	0,1	4,71
Grupa KĘTY	2009-06-01	521435	597661	615408	4,05	6,39	5,96	7,16	9,32	8,68	274800,00	2,5	63,87
Komputronik	2012-08-20	129939	143748	144915	0,85	2,90	4,34	1,91	6,75	10,95	135000,00	0,1	3,91
Makrum	2008-09-24	71526	93348	94828	3,49	13,18	0,76	5,59	23,21	1,29	2000000,00	3,78	
Polimex-Mostostal	2008-07-04	858021	901670	829575	2,63	3,64	6,26	6,76	10,02	20,42	23217183,00	0,04	5,06
Polnord	2007-06-28	76701	793952	940672	-13,15	8,92	3,24	-73,25	11,07	4,56	420676,00	60,19	290,69
Vistula Group	2009-06-29	225353	293257	294713	-22,26	4,54	-0,13	-67,31	9,83	-0,27	5437000,00	0,2	2,69
Vistula Group	2012-04-23	295899	324728	404406	-0,16	1,79	7,90	-0,34	3,42	11,81	4000000,00	0,2	0,92
Wilbo	2008-06-30	73812	78128	77878	6,20	3,98	0,80	9,29	5,53	1,16	183311,00	1	2,2

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek oraz bazy danych Notoria.

Tabela 3. Procentowe przyrosty wybranych wskaźników finansowych spółek

Spółka	Data wdrożenia programu motywacyjnego	Procentowa zmiana						
		Aktywa	Przeplwy	Przychód	Zysk netto	Kapitał własny	ROA	ROE
Alma	2008-07-25	140,15	291,10	86,02	-402,38	65,36	-225,91	-282,86
Bogdanka	2013-07-04	25,96	-205,26	10,00	-11,07	9,90	-100,00	-19,09
Bomi	2009-06-30	18,66	107,28	17,12	138,15	5,57	132,15	136,14
BOŚ	2011-09-23	11,34	136,95	33,85	1,44	36,07	-8,90	-25,45
Comarch	2010-02-15	23,45	1,67	14,56	7,48	23,39	-12,94	-12,90
Cyfrowy Polsat	2007-09-05	135,74	129,11	129,23	388,73	571,39	107,31	203,68
Emperia	2008-06-26	6,04	-102,09	-85,13	200,55	6,35	183,44	182,60
Getin Holding	2011-03-28	-79,17	-204,61	-63,58	37,80	-58,73	561,50	233,92
Internet Media Services	2007-10-22	31,21	47,66	13,08	-100,69		-100,53	
Ideon	2009-04-22	720,29	673,57	391,44	14,14	505,56	-86,09	-81,15
Ipopema Securities	2007-12-05	-44,68	-59,95	373,94	192,85	218,90	429,41	-8,17
Grupa KĘTY	2009-06-01	-2,94	-320,61	-21,68	42,99	18,02	47,32	21,16
Komputronik	2012-08-20	26,14	-45,50	3,72	540,83	11,53	408,02	474,61
Makrum	2008-09-24	41,75	-112,19	0,57	-69,27	32,58	-78,32	-76,82
Polimex-Mostostal	2008-07-04	22,77	973,14	38,28	192,07	-3,32	137,89	202,08
Polnord	2007-06-28	210,01	121,38	-25,79	176,34	1126,41	124,62	106,22
Vistula Group	2009-06-29	-8,18	110,20	6,74	99,47	30,78	99,42	99,60
Vistula Group	2012-04-23	-2,85	130,28	3,68	4887,37	36,67	5027,58	3602,86
Wilbo	2008-06-30	1,49	-160,66	-0,40	-86,82	5,51	-87,01	-87,51
Średnia		71,15	67,22	79,55	48,72	328,95	146,77	345,21

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych i dodatkowych informacji publikowanych przez spółki oraz danych z bazy Notoria.

Podsumowanie

Analiza wdrożonych wśród polskich spółek programów motywacyjnych w latach 2006-2014 dostarcza ciekawych wniosków na temat efektywności tego typu instrumentów. Przede wszystkim potwierdzona została ich skuteczność w odniesieniu do wartości i efektywności podmiotów je stosujących. Zweryfikowana hipoteza, ze względu na losowy wybór próby, pozwala jednoznacznie stwierdzić, że wdrożenia programów opcji menedżerskich mają pozytywny wpływ na sytuację spółki.

Do głównych czynników przyczyniających się do rosnącej popularności tego typu programów można dołączyć faktycznie obserwowane wymierne korzyści ekonomiczne. Poza oczywistym powodem związanym z wynikającej z teorii agencji motywacji pracowników i chęcią kontroli nad poczynaniami zarządu, jest to z pewnością czynnik, który w przeciągu kilku następnych lat będzie odgrywał ważną rolę przy decyzjach ze sfery ekonomii menedżerskiej podejmowanych w spółkach giełdowych. Można więc oczekiwać, że liczba spółek korzystających z tego typu rozwiązań wzrośnie w perspektywie kilku lub kilkunastu lat z około 50% do blisko 100%, co obserwowane jest zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak również na rynkach Europy Zachodniej.

Przy badaniach nad programami menedżerskimi trzeba jednak zwrócić uwagę na problem agresywnej księgowości, pojawiający się w spółkach stosujących rozwiązania tego typu. Opcje menedżerskie zwiększają ryzyko nadużyć, przede wszystkim przez nieuczciwe wpływające na wartości ze sprawozdań finansowych. Istnieje wiele rozwiązań pozwalających na automatyczną kontrolę nad takimi przypadkami, jak choćby ograniczenie możliwości wykonywania opcji w okresach publikacji sprawozdań finansowych, jednak z uwagi na prostotę programów wdrażanych wśród polskich spółek, problem ten może stać się widoczny dopiero za kilka lat. Obecny stan programów motywacyjnych w Polsce pozwala stwierdzić, że organy nadzorujące spółki wywiązują się ze swoich obowiązków w wystarczającym stopniu.

Ponadto zgodnie z wynikami badań Gabaixa i Landiera [2006], potwierdzone zostało, że również programy wdrażane wśród polskich przedsiębiorstw przekładają się na wzrost wartości tych podmiotów. Tym samym zarzuty podnieszone m.in. przez Bebchuka i Frieda [2003] wydają się nie stanowić poważnego zagrożenia dla rozwoju programów opcji menedżerskich w Polsce.

Jak pokazują badania, zdarzają się jednak sytuacje, w których wdrożenie programu motywacyjnego nie przyczynia się do osiągnięcia wymiernych korzyści przez spółkę. W takich sytuacjach najodpowiedniejszym porównaniem wydaje się emisja obligacji śmieciowych, które mogą pomóc w uratowaniu spółki, jednak istnieje duże ryzyko, że stanowiąc będą one jedynie dodatkowy czynnik obciążający spółkę w przyszłości.

Literatura

Bebchuk L.A., Fried J.M. (2003), *Executive Compensation as an Agency Problem*, Journal of Economic Perspectives, nr 17, s. 71-92.

Damodaran A. (2007), *Finanse korporacyjne. Teoria I praktyka*, Helion, Gliwice.

- Gabaix X., Landier A. (2006), *Why Has CEO Pay Increased So Much?*, NBER 2006.
- Łukowski M. (2010), *Zastosowanie modelu drzewa trójmianowego do wyceny opcji menedżerskich*, „Przegląd Statystyczny”, nr 57, s. 88-104.
- Łukowski M. (2012), *Wpływ programów motywacyjnych na wyniki finansowe Banków*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny, Zeszyt Naukowy nr 2, Poznań, s. 177-190.
- Łukowski M. (2014), *Economic growth according to employee stock options*, [w:] Challenges, Research and Perspectives, Günter Hofbauer und Kollegen (red.), Europäische Forschung- und Arbeitsgruppe uni-edition, Berlin, s. 227-238.
- Raszkowska G. (2007), *Najwięcej zarobili szefowie z krótkim stażem*, Rzeczpospolita.
- Szlichciński K. (2008), *Emisje akcji dla kluczowych menedżerów banków komercyjnych w Polsce a ich postrzeganie przez inwestorów giełdowych*, materiały niepublikowane.
- Tyran M.R. (2000), *Wskaźniki finansowe*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Urbanek P. (2006), *Wynagrodzenia zarządu w spółkach kapitałowych*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Wynagrodzenia prezesów największych spółek giełdowych. Polska na tle regionu* (2011), Raport Deloitte.
- Wynagrodzenia zarządów największych spółek giełdowych w 2011 roku. Jak zmieniły się wynagrodzenia członków zarządów w stosunku do roku 2010?* (2012), Raport PricewaterhouseCoopers, Warszawa.

EFFECTIVENESS OF EMPLOYEE STOCK OPTIONS AMONG POLISH COMPANIES 2006-2014

Summary: This paper presents the analysis of the Employee Stock Options implemented among Polish companies between 2006-2014. The analysis covers wide range of companies with certain focus on each option conditions. Such perspective enables to rate the outcome of the ESOs and draw conclusions according to the selected market and non-market conditions. The research is based on the companies' financial statements as well as other data published by the companies.

Keywords: Employee Stock Options.