



Piotr Urbanek

Uniwersytet Łódzki
Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Katedra Ekonomii Instytucjonalnej
piotrur@uni.lodz.pl

Agata Wieczorek

Uniwersytet Łódzki
Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Katedra Ekonomii Instytucjonalnej
agatka.wieczorek@interia.pl

DETERMINANTY WYNAGRODZENIA ZARZĄDU – PORÓWNANIE SEKTOROWE

Streszczenie: Problematyka wynagrodzeń kadry kierowniczej najwyższego szczebla wzbudza zainteresowanie od wielu lat. Przez długi okres uwaga skupiała się na poszukiwaniach zależności między płacą osób zarządzających a wynikami ekonomicznymi spółek. Sytuacja znacząco się zmieniła po wybuchu kryzysu finansowego w latach 2007-2008, kiedy to zwrócono uwagę na specyfikę poszczególnych sektorów gospodarki, która ma istotny wpływ na politykę wynagradzania. W tym kontekście szczególne kontrowersje wywołuje ocena polityki wynagradzania w sektorze bankowym. Celem artykułu jest ocena czynników determinujących wynagrodzenia członków zarządów w bankach i spółkach przemysłowych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Badanie zostało przeprowadzone na próbie panelowej obejmującej 16 banków publicznych i 33 spółki przemysłowe. Otrzymane rezultaty nie potwierdzają występowania istotnych różnic w polityce wynagradzania kadry kierowniczej w sektorze bankowym w porównaniu z innymi sektorami gospodarki. Mogą być zatem przyczynkiem w dyskusjach na temat konieczności obejmowania instytucji sektora finansowego szczególnymi regulacjami w reakcji na kryzys finansowy z lat 2007-2008.

Słowa kluczowe: polityka wynagradzania, nadzór korporacyjny, porównanie sektorowe.

Wprowadzenie

Problematyka wynagrodzeń kadry kierowniczej najwyższego szczebla wzbudza zainteresowanie od wielu lat. Przez długi okres uwaga badaczy, mediów, opinii publicznej, regulatorów skupiała się na poszukiwaniach zależności między płacą osób zarządzających a wynikami ekonomicznymi spółek. Sytuacja znacząco się zmieniła po wybuchu kryzysu finansowego w latach 2007-2008, kiedy to zwrócono uwagę na specyfikę poszczególnych sektorów gospodarki,

która ma istotny wpływ na stosowaną politykę wynagradzania. W tym kontekście szczególne kontrowersje wywołuje ocena polityki wynagradzania w sektorze bankowym. Banki posiadają specyfikę różniącą je od korporacji działających w innych sektorach gospodarki: jako instytucje zaufania publicznego podlegają znacznie większemu zakresowi regulacji, charakteryzują się większym stopniem lewarowania kapitałowego, prowadzą działalność w większej skali, często w ramach międzynarodowych grup kapitałowych. Te odmienne uwarunkowania funkcjonowania banków determinują konieczność stosowania polityki wynagradzania menedżerów różniącej się od tej, która jest stosowana w innych sektorach gospodarki.

Celem artykułu jest ocena czynników determinujących wynagrodzenia członków zarządów w bankach i spółkach przemysłowych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Badanie zostało przeprowadzone na próbie panelowej obejmującej 16 banków publicznych i 33 spółki przemysłowe. Okres badania obejmuje lata 2005-2012.

1. Determinanty polityki wynagradzania kadry kierowniczej

Działalność prowadzona przez instytucje sektora bankowego ma swoją specyfikę, która determinuje konieczność implementacji standardów nadzoru korporacyjnego, w tym polityki wynagradzania kadry kierowniczej, które są przeznaczone specjalnie dla tego sektora. Na tę specyfikę składa się wiele czynników [Marcinkowska, 2010]: dualizm ról pełnionych przez banki w stosunku do swoich partnerów biznesowych, ryzyko systemowe, skala i charakter prowadzonych operacji, powiązania między podmiotami sektora finansowego, innowacyjne instrumenty finansowe, skomplikowane struktury własnościowo-kontrolne wielkich grup finansowych, szybkie zmiany modeli biznesowych instytucji finansowych. Te uwarunkowania mogą prowadzić do tego, że standardy nadzoru korporacyjnego, które determinują wysokość i strukturę wynagrodzeń czołowych menedżerów, w przypadku instytucji sektora bankowego mają inny wpływ.

Do najczęściej wymienianych w literaturze przedmiotu czynników, które decydują o kształcie polityki wynagradzania kadry kierowniczej, zalicza się: wielkość i niezależność rady spółki, funkcjonowanie komitetów w ramach rady, koncentrację własności i kontroli oraz zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych. Istotną rolę mogą również odgrywać indywidualne cechy członków naczelnego kierownictwa spółki: zajmowane stanowisko, staż pracy, obywatelstwo, sposób rekrutacji, płeć. Ostatnia grupa czynników związana jest z uwarunkowaniami ekonomicznymi i tutaj najczęściej wymienia się wyniki ekonomiczne spółki, jej wielkość, strukturę finansowania majątku.

Pierwszym ze standardów nadzoru korporacyjnego jest **wielkość rady spółki**. W licznych badaniach podkreśla się, że większa liczba osób zasiadających w radzie powoduje, że organ ten może mieć problemy z prowadzeniem pogłębionej, efektywnej dyskusji. Może to skutkować bierną postawą całej rady. W takiej sytuacji naczelnemu kierownictwu łatwiej jest kontrolować zachowania członków rady. Efektem jest możliwość przeforsowania przez menedżerów wyższego poziomu wynagrodzeń.

Kolejnym standardem jest obecność w radzie nadzorczej i jej komitetach **członków niezależnych** [Angbazo i Narayanan, 1997; Byrd, Cooperman i Wolfe, 2007]. Brak powiązań ze spółką, kierownictwem, akcjonariuszami sprawia, iż takie osoby są skłonne dokonywać obiektywnych ocen efektów pracy kadry zarządzającej i skutecznie przeciwstawiać się oportunistycznym zachowaniom menedżerów prowadzącym m.in. do ustalania zawyżonych wynagrodzeń. Należy zatem oczekiwać, że wyższy udział członków niezależnych w radzie nadzorczej i komitecie ds. wynagrodzeń powinien być ujemnie skorelowany z poziomem płacy osób zarządzających. Tworzenie w ramach rady **komitetów ds. wynagrodzeń** prowadzi do wzrostu skuteczności rady nadzorczej [Luo i Jackson, 2012]. Efektywność działalności komitetu można mierzyć m.in. na podstawie częstotliwości posiedzeń. Im częściej do nich dochodzi, tym większy jest zakres problemów będących przedmiotem obrad, tym bardziej skuteczny jest monitoring wynagrodzeń prowadzony przez członków komitetu.

Koncentracja własności jest kolejną cechą nadzoru, która może w istotny sposób wpływać na wysokość wynagrodzeń kadry kierowniczej [Luo i Jackson, 2007]. Posiadanie kontrolnego pakietu akcji sprawia, że taki akcjonariusz przybiera aktywną postawę w spółce. Może to robić przez swoich przedstawicieli w radzie spółki, bądź też jest w stanie przegłosowywać wybrane przez siebie decyzje na walnym zgromadzeniu. Taka postawa akcjonariusza ogranicza swobodę działań i oportunizm menedżerów, także w zakresie ich wpływu na poziom wynagrodzenia. Wpływ struktur własnościowo-kontrolnych w spółkach na wynagrodzenia kadry kierowniczej wynika nie tylko z poziomu koncentracji własności, ale również rodzaju akcjonariuszy. Szczególną rolę przypisuje się aktywności **inwestorów instytucjonalnych** w sprawowaniu nadzoru nad spółką. Ich obecność w akcjonariacie świadczy o wysokiej jakości standardów nadzoru i powinna ograniczyć poziom wynagrodzenia menedżerów.

Kolejną grupą czynników, które mogą determinować kształtowanie się wynagrodzenia menedżerów, są indywidualne cechy osób zarządzających. Jedną z najważniejszych cech odróżniających od siebie menedżerów jest **stanowisko**, jakie zajmują [Ang, Lauterbach i Schreiber, 2000]. Wiele badań potwierdziło hipote-

zę, że prezes banku zarabia znacząco więcej od pozostałych członków zarządu. Istotnym czynnikiem, jaki może mieć wpływ na wynagrodzenie, jest **staż pracy** menedżera [Angbazo i Narayanan, 1997; Barro i Barro, 1990]. Większa liczba przepracowanych lat świadczy o wyższych kwalifikacjach i większym doświadczeniu zawodowym, co powinno skutkować wyższą płacą. **Sposób rekrutacji** również może oddziaływać na płacę. W przypadku rekrutacji wewnętrznej pracownik zmienia jedynie stanowisko, na jakim pracuje. Najczęściej jest to związane z podwyżką wynikającą z awansu. W momencie, gdy do zarządu wybiera się osobę z zewnątrz, trzeba jej zaproponować atrakcyjny i konkurencyjny poziom wynagrodzenia, który zachęci ją do przyjęcia tej posady. Najczęściej płaca ta jest wyższa niż dla osób, które już pracują w spółce.

Oprócz czynników związanych ze stanowiskiem, również same cechy osoby zarządzającej mogą mieć wpływ na płacę. Obywatele polscy, którzy najczęściej podejmują pracę w miejscu zamieszkania, ewentualnie znajdują ją w obrębie ojczystego kraju, nie muszą porzucać swojego życia osobistego i rodziny. Obcokrajowcy natomiast wyjeżdżają do innego kraju, gdzie muszą znaleźć mieszkanie, szkoły dla dzieci, czy też nauczyć się nowego języka. W wyniku tych dodatkowych wydatków osoby z zagranicy powinny otrzymywać wyższe wynagrodzenie. **Płeć**, choć nie powinna, również ma wpływ na wynagrodzenie. W Polsce na wielu stanowiskach pracy można zaobserwować dyskryminację kobiet pod względem poziomu zarobków. Często mężczyźni na tych samych stanowiskach zarabiają więcej od kobiet.

W badaniach empirycznych wśród głównych czynników wpływających na płacę wymienia się **wielkość spółki** i **wyniki ekonomiczne** [Barro i Barro, 1990; Demsetz i Saldenberg, 1999; Ang, Lauterbach i Schreiber, 2000; Burghof i Hofmann, 2000; Doucouliagos, Haman i Askary, 2007; Aduda, 2011; Luo i Jackson, 2012]. W wielu badaniach wykazano, iż zarówno wyższa stopa zwrotu z kapitału własnego (ROE), jak i wzrost wielkości, mierzony za pomocą wielkości aktywów, wpływają na wzrost poziomu wynagrodzenia menedżerów.

2. Polityka wynagradzania menedżerów

– przegląd badań empirycznych

Polityka wynagradzania prowadzona w bankach powinna być dostosowana do specyfiki działalności instytucji finansowych w taki sposób, by skutecznie motywować kadrę kierowniczą do pożądanych działań. Istnieje wiele prac, w których

podjęte zostały próby identyfikacji różnic polityki wynagradzania menedżerów w sektorze bankowym i w innych sektorach gospodarki.

Houston i James [1995] zbadali strukturę i poziom wynagrodzenia prezesa w bankach. Wyniki te skonfrontowali z wynagrodzeniem prezesów w innych spółkach. Celem było wykazanie, czy wynagrodzenie prezesa w bankach skonstruowane jest w taki sposób, by zachęcać do podejmowania ryzyka. Otrzymane wyniki pokazują, że przeciętnie prezes banku otrzymuje mniej wynagrodzenia w formie gotówki w porównaniu do prezesów w innych przedsiębiorstwach oraz otrzymuje mały procent całkowitego wynagrodzenia w formie opcji i akcji w porównaniu do prezesów spółek niefinansowych. Różnice te są wynikiem innych możliwości inwestycyjnych i innych cech charakteryzujących spółkę. Wynagrodzenie gotówkowe prezesa (podstawowe i premie pieniężne) jest bardziej wrażliwe na wyniki firmy (mierzone zwrotem z akcji) w bankach w porównaniu do innych spółek. Jednakże autorzy nie znaleźli znaczących różnic w ogólnej wrażliwości płacy na wyniki (włączając wynagrodzenie bezgotówkowe) w bankach i spółkach niefinansowych. Czynniki wpływające na wynagrodzenie prezesów w całej badanej próbie są podobne. Co więcej, autorzy nie znaleźli dowodów, że wynagrodzenie oparte na własności jest wykorzystywane do motywowania prezesów do podejmowania ryzyka w bankach.

W kolejnej pracy porównano banki i korporacje przemysłowe, biorąc pod uwagę stosowane w nich standardy nadzoru korporacyjnego [Adams i Mehran, 2003]. Bankowe grupy kapitałowe mają średnio więcej komitetów (4,9 w porównaniu do 4,4 w spółkach przemysłowych), które regularnie się spotykają (7,9 razy w porównaniu do 7,6 razy w spółkach przemysłowych). Relacja płacy menedżera, w postaci opcji na akcje, do wynagrodzenia podstawowego i premii jest mniejsza w bankach (1,0 do 1,6 w spółkach przemysłowych). W spółkach przemysłowych wartość przyznanych opcji dla prezesa jest o 60% większa niż suma wynagrodzenia podstawowego i premii. Autorzy nie oczekują, by struktura wynagrodzenia prezesa w bankach i spółkach przemysłowych w najbliższym czasie się zbliżyła, m.in. z powodu różnego poziomu uregulowania w tych sektorach.

John i Qian [2003] w swoim artykule postawili hipotezę, iż banki mają niższą wrażliwość płacy na wyniki niż spółki przemysłowe ze względu na poziom uregulowania, wyższy wskaźnik zadłużenia i większy rozmiar. Przeprowadzone badanie potwierdziło postawioną hipotezę. Dla wynagrodzenia podstawowego wrażliwość płacy na wyniki w spółkach przemysłowych jest wyższa niż w bankach.

Autorzy obszernego studium poświęconego wynagrodzeniu kadry kierowniczej [Canyon i in., 2010] wykazali, że struktura wynagrodzenia menedżerów w bankach europejskich w mniejszym stopniu opiera się na wynagrodzeniu pod-

stawowym, w większym zaś na premii, w porównaniu do europejskich spółek niefinansowych. Przeciętna premia dla prezesa w bankach europejskich spadła o 70% i 100% odpowiednio w roku 2006 i 2008, w porównaniu do niewielkiego spadku o 14% i 10% w tych latach dla prezesów spółek niefinansowych. Bonusy dla prezesów banków europejskich spadły znacznie bardziej niż premie w amerykańskim sektorze bankowym w roku 2006 i 2008. Autorzy wykazali także, że prezesi banków europejskich trzymają więcej opcji na akcje i akcji w porównaniu do prezesów europejskich instytucji niefinansowych.

Gregg, Jewell i Tonks [2012] zbadali relację między wynagrodzeniem a wynikami w spółkach brytyjskich, ze szczególnym uwzględnieniem instytucji finansowych. Autorzy udowodnili, że wynagrodzenie w sektorze finansowym jest relatywnie wysokie, jednak wrażliwość płacy na wyniki w bankach nie jest znacząco wyższa w porównaniu do innych sektorów. Chociaż całkowite wynagrodzenie rady dyrektorów i wynagrodzenie najlepiej opłacanego dyrektora jest relatywnie wyższe w sektorze finansowym, nie ma żadnej znaczącej różnicy we wrażliwości płacy na wyniki między sektorem finansowym i niefinansowym.

Egger, Ehrlich i Radulescu [2012] porównali wynagrodzenie kadry kierowniczej najwyższego szczebla w sektorze finansowym i innych sektorach gospodarki. Wykazali oni, że menedżerowie w sektorze finansowym otrzymują średnio wyższe wynagrodzenie, w szczególności jeśli chodzi o wynagrodzenie całkowite, premie i długoterminowe programy motywacyjne, w porównaniu do kadry zarządzającej w innych sektorach. W sektorze finansowym średnia wartość całkowitego wynagrodzenia jest o 9,3% wyższa niż w spółkach niefinansowych, w przypadku premii i długoterminowych programów motywacyjnych różnica jest większa i wynosi 35%. Badanie wykazało także, iż wynagrodzenie zmienne stanowi 52,5% całkowitego wynagrodzenia w sektorze finansowym i jest najwyższe, co wskazuje, że wynagrodzenie w tym sektorze jest bardziej wrażliwe na wyniki.

Podobne badania przeprowadził Dong [2013]. Nie znalazł on dowodów potwierdzających hipotezę mówiącą, że prezesi banków otrzymują wyższe wynagrodzenie niż prezesi innych przedsiębiorstw. Jednakże jego wyniki sugerują, że wszyscy prezesi (zarówno w sektorze finansowym, jak i niefinansowym) są przepłacani w gotówce i opcjach, a niedopłacani w akcjach. W analizie przekrojowo-sektorowej autor wykazał, że banki płacą więcej swoim prezesom niż domy maklerskie i towarzystwa ubezpieczeniowe.

Tabela 1. Przegląd badań empirycznych

Autor	Rok	Próba badawcza	Wyniki
J. Houston, C. James	1995	134 banki komercyjne, 134 firmy niefinansowe, lata 1980-1990	<ul style="list-style-type: none"> – prezesi banków otrzymują mniej wynagrodzenia gotówkowego w porównaniu do prezesów innych przedsiębiorstw; – przeciętne wynagrodzenie prezesa w bankach jest bardziej wrażliwe na wyniki spółki; – nie ma dowodów, że wynagrodzenie oparte na własności jest wykorzystywane w bankach do zachęcania do podejmowania ryzyka
R. Adams, H. Mehran	2003	35 bankowych spółek kapitałowych, 50 największych spółek przemysłowych, lata 1991-1999	<ul style="list-style-type: none"> – bankowe grupy kapitałowe mają więcej komitetów, które regularnie się spotykają, w porównaniu do spółek przemysłowych; – stosunek płacy menedżera w postaci opcji na akcje do wynagrodzenia podstawowego i premii jest mniejszy w bankowych grupach kapitałowych
K. John, Y. Qian	2003	120 banków, 997 spółek przemysłowych, lata 1992 - 2000	<ul style="list-style-type: none"> – wrażliwość płacy na wyniki w spółkach przemysłowych jest wyższa niż w bankach; – wrażliwość płacy na wyniki spółki maleje wraz ze wzrostem wskaźnika zadłużenia i wielkością spółki
M.J. Conyon i in.	2010	30 banków europejskich, 99 banków amerykańskich, ponad 1500 spółek z innych sektorów, rok 2006 i 2008	<ul style="list-style-type: none"> – ponad 50% przeciętnej płacy prezesa w Stanach Zjednoczonych jest w formie opcji na akcje lub akcji z ograniczonym prawem sprzedaży, natomiast prezesi z Europy otrzymują 1/10 swojego wynagrodzenia w formie akcji lub opcji; – wynagrodzenie w bankach europejskich w porównaniu do spółek niefinansowych w mniejszym stopniu opiera się na wynagrodzeniu podstawowym, w większym zaś na premii; – prezesi banków europejskich trzymają więcej akcji i opcji niż prezesi spółek niefinansowych
P. Gregg, S. Jewell, I. Tonks	2012	415 spółek, z czego 59 z sektora finansowego, lata 1994-2002	<ul style="list-style-type: none"> – całkowite wynagrodzenie rady i wynagrodzenie najlepiej opłacanego dyrektora jest relatywnie wyższe w sektorze finansowym; – nie ma znaczącej różnicy we wrażliwości płacy na wyniki między sektorem finansowym i niefinansowym
P. Egger, M. Ehrlich, D. Radulescu	2012	7403 spółki z 42 krajów, lata 2002-2007	<ul style="list-style-type: none"> – menedżerowie w sektorze finansowym otrzymują średnio wyższe wynagrodzenie – w szczególności jeśli chodzi o wynagrodzenie całkowite, premie i długoterminowe programy motywacyjne – niż w innych sektorach; – wynagrodzenie w sektorze finansowym jest bardziej wrażliwe na wyniki
G. Dong	2013	331 obserwacji rocznych, lata 1992-2008	<ul style="list-style-type: none"> – nie ma dowodów, że prezesi banków otrzymują wyższe wynagrodzenie niż prezesi w innych przedsiębiorstwach; – banki płacą więcej swoim prezesom niż domy maklerskie i towarzystwa ubezpieczeniowe

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Houston i James [1995]; Adams i Mehran [2003]; John i Qian [2003]; Conyon i in. [2010]; Gregg, Jewell i Tonks [2012]; Egger, Ehrlich i Radulescu [2012]; Dong [2013].

Przegląd wyników badań empirycznych pokazuje, że nie można jednoznacznie stwierdzić, iż wynagrodzenie kadry zarządzającej w sektorze bankowym znacząco różni się od wynagrodzenia menedżerów w innych sektorach

gospodarki. W zaprezentowanych przykładach wyniki często są ze sobą sprzeczne, co nie pozwala na sformułowanie jakichkolwiek wniosków. Pozostaje zatem potrzeba dalszych, szczegółowych badań w tym obszarze.

3. Porównanie sektorowe – wyniki badań własnych

Badanie czynników determinujących poziom wynagrodzenia kadry kierowniczej zostało przeprowadzone na próbie spółek notowanych na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych, wchodzących w skład indeksów WIG 20, WIG 40 i WIG 80. Próba badawcza obejmuje 16 banków i 33 spółki przemysłowe. Dane zostały zebrane dla okresu 2005-2012. Źródłem informacji były raporty roczne spółek.

W tabeli 2 zostały przedstawiono statystyki opisowe dla zmiennych użytych w badaniu.

Tabela 2. Statystyki opisowe

	Banki		Spółki przemysłowe	
	Średnia	Mediana	Średnia	Mediana
Całkowite wynagrodzenie pieniężne członka zarządu (w tys. zł)	1673	1431	718	502
Zmienne nadzoru korporacyjnego				
Liczba osób w radzie nadzorczej	9,20	9,00	5,99	5,00
Udział członków niezależnych w radzie nadzorczej (%)	47,55	50,00	34,21	33,33
Udział członków niezależnych w komitecie ds. wynagrodzeń (%)	31,09	33,33	6,85	0,00
Liczba posiedzeń komitetu ds. wynagrodzeń	2,03	2,00	0,40	0,00
Udział kobiet w radzie nadzorczej (%)	8,95	7,41	7,23	0,00
Investor strategiczny (%)	73,27	75,00	42,71	45,16
Wielkość pakietu akcji w rękach OFE (%)	6,68	5,70	11,70	9,54
Indywidualne cechy kierownictwa				
Prezes (zmienna 0-1)	0,16	0,00	0,34	0,00
Obywatelstwo (zmienna 0-1)	0,31	0,00	0,04	0,00
Rekrutacja (zmienna 0-1)	0,32	0,00	0,34	0,00
Płeć (zmienna 0-1)	0,09	0,00	0,08	0,00
Staż pracy (liczba lat w charakterze członka zarządu w sektorze bankowym)	6,93	5,42	9,07	7,13
Wyniki i uwarunkowania ekonomiczne				
ROE _t (%)	12,67	12,65	7,76	9,30
ROE _{t-1} (%)	12,89	13,33	8,52	10,63
Wielkość banku – aktywa (w tys. zł)	47 889 589	40 761 235	4 225 887	847 919
Dźwignia finansowa (%)	89,92	90,85	45,30	45,93

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów rocznych badanych spółek.

W przypadku instytucji finansowych przeciętne wynagrodzenie członka zarządu kształtuje się na poziomie 1 mln 673 tys. zł (mediana 1 mln 431 tys. zł), w spółkach przemysłowych wynosi ono 718 tys. zł (mediana 502 tys. zł). Kadra kierownicza najwyższego szczebla w sektorze bankowym zarabia ponad dwukrotnie więcej niż menedżerowie w sektorze przemysłowym.

Rady nadzorcze w bankach są większe niż w przypadku spółek przemysłowych (9 członków w bankach w porównaniu do 5 członków w spółkach przemysłowych). Zasiada w nich także więcej osób spełniających kryteria niezależności (47,55% do 34,21%) oraz kobiet (8,95% do 7,23%). Podobna sytuacja występuje w komitetach ds. wynagrodzeń. W bankach udział członków niezależnych kształtuje się na poziomie 31,09%, podczas gdy w spółkach przemysłowych wynosi on zaledwie 6,85%. Biorąc pod uwagę strukturę akcjonariatu, inwestor strategiczny w bankach posiadał przeciętnie znacznie większy pakiet akcji (73,27%) w porównaniu do spółek przemysłowych (42,71%). W przypadku udziału we własności inwestorów instytucjonalnych (OFE) sytuacja była odwrotna. Pakiet akcji w posiadaniu OFE był wyższy w spółkach przemysłowych (11,70%) niż w bankach (6,68).

W przypadku zmiennych opisujących indywidualne cechy kierownictwa jedynie staż pracy znacząco różnił się w obu grupach spółek. W przypadku banków przeciętny staż pracy członka zarządu wynosił 6,93 roku, podczas gdy w spółkach przemysłowych kształtował się na poziomie 9,07 roku.

Banki osiągają lepsze wyniki finansowe w porównaniu do spółek przemysłowych. Wskaźnik ROE w bankach wynosił przeciętnie 12,67%, w spółkach przemysłowych zaś 7,76%. Banki są także znacznie większymi przedsiębiorstwami w porównaniu do spółek przemysłowych. Średnia wartość aktywów w spółkach finansowych wynosiła 47 889 589 tys. zł. W spółkach przemysłowych zaś zmienna ta kształtowała się na poziomie 4 225 887 tys. zł. Znaczące różnice występowały także w przypadku wskaźnika lewarowania. W bankach wynosił on przeciętnie dwa razy więcej niż w spółkach przemysłowych (89,92% do 45,30%).

Dla potrzeb oceny wpływu wybranych czynników na wysokość wynagrodzenia członków zarządów badanych spółek zastosowano potęgowo-wykładniczą postać funkcyjną. Tabela 3 przedstawia wyniki oszacowań modelu ekonometrycznego dla niezbilansowanych danych panelowych. Ze względu na relatywnie dłuższy zakres obserwacji w przekroju niż w czasie, zdecydowano o estymacji modelu panelowego z efektami stałymi. Parametry modelu zostały oszacowane na podstawie metody najmniejszych kwadratów, z zastosowaniem estymatora wewnątrzgrupowego, za pomocą którego zostało uwzględnione zróżnicowanie obserwacji w każdym okresie. W nawiasach zostały podane wartości statystyk t-Studenta dla oszacowań parametrów. Symbole „,”, „*”, „**”, „***” oznaczają empiryczny poziom istotności parametrów odpowiednio: 0,1, 0,05, 0,01.

Tabela 3. Wyniki analizy regresji

Zmienne niezależne	Przewidywany znak	Banki	Spółki przemysłowe
Zmienne nadzoru korporacyjnego			
Liczba osób w radzie nadzorczej	+	0.033*** (3,72)	0.084*** (3,46)
Udział członków niezależnych w radzie nadzorczej (%)	-	-0.005*** (-3,55)	-0.00098 (-1,09)
Udział członków niezależnych w Komitecie ds. wynagrodzeń (%)	-	0.002 (1,82)	-0.0005 (-0,32)
Liczba posiedzeń komitetu ds. wynagrodzeń	-	0.01 (0,80)	-0.025 (-1,15)
Udział kobiet w radzie nadzorczej (%)	-	0.008*** (3,81)	-0.005* (-2,35)
Inwestor strategiczny (%)	-	-0.003** (-2,66)	-0.006*** (-3,997)
Wielkość pakietu akcji w rękach OFE (%)	-	0.016** (3,01)	0.008** (3,13)
Indywidualne cechy kierownictwa			
Prezes (zmienna 0-1)	+	0.355*** (6,79)	0.453*** (9,09)
Obywatelstwo (zmienna 0-1)	+	0.213*** (4,81)	0.319** (2,699)
Rekrutacja (zmienna 0-1)	+	-0.051 (-1,09)	0.115 (1,91)
Płeć (zmienna 0-1)	-	-0.065 (-1,02)	-0.368*** (-4,43)
Staż pracy (liczba lat w charakterze członka zarządu w danym sektorze)	+	0.021*** (5,79)	0.019*** (5,28)
Wyniki i uwarunkowania ekonomiczne			
ROE	+	0.006*** (3,33)	0.001 (1,11)
ROE _{t-1}	+	0.0008 (0,51)	0.005*** (4,71)
Wielkość spółki – log aktywów	+	0.120*** (4,18)	0.244*** (11,67)
Dźwignia finansowa	-	0.016** (2,59)	-0.003 (-1,65)
Adj. R ² (%)		38,35	48,14
F-statistic		27.7938	26.5695
p-value		< 2.22e-16	< 2.22e-16
N (wielkość próby)		699	433

Wyniki analizy regresji wskazują na różnice występujące w determinantach wynagrodzeń członków zarządu w bankach w porównaniu do spółek przemysłowych. W przypadku zmiennych charakteryzujących standardy nadzoru korporacyjnego pojawiają się największe rozbieżności między przewidywanym wpływem poszczególnym czynników na poziom wynagrodzenia a uzyskanymi wynikami. Największe różnice występują w bankach. Liczba osób zasiadających w radzie nadzorczej jest dodatnio skorelowana z poziomem wynagrodzenia za-

równy w przypadku banków, jak i spółek przemysłowych. Potwierdza to zatem teoretyczne rozważania wskazujące na to, że większe rady nadzorcze działają mniej efektywnie niż małe, co może oddziaływać na ich decyzje w sprawie wynagrodzeń. Literatura przedmiotu, a także regulacje prawne i środowiskowe podkreślają znaczenie niezależnych członków w poprawie skuteczności działania rad nadzorczych. Takie osoby, z racji braku powiązań z inwestorem dominującym i menedżerami, w swoich decyzjach biorą pod uwagę przede wszystkim interes spółki. Udział członków niezależnych w radzie nadzorczej jest istotny statystycznie tylko w bankach. Zależność ta jest zgodna z przewidywaniami – wyższy poziom tej zmiennej wpływa negatywnie na poziom wynagrodzenia. Wpływ udziału kobiet w radzie nadzorczej na wynagrodzenie jest istotny statystycznie w obu grupach badanych spółek. W bankach ujawniła się zależność odwrotna, wykazując, że większa liczba kobiet w radzie nadzorczej wpływa na wyższy poziom wynagrodzeń członków zarządu. Zmienna inwestor strategiczny wskazuje, że im wyższy jest udział we własności inwestora dominującego, tym niższy poziom wynagrodzeń. Taka zależność jest istotna statystycznie zarówno dla banków, jak i spółek przemysłowych. Potwierdza to zatem hipotezę, która wskazuje, że inwestor strategiczny działa aktywnie w przedsiębiorstwie, co ogranicza prawdopodobieństwo pojawienia się oportunistycznego zachowania ze strony menedżerów, a także zmniejsza ich wpływ na kształtowanie się ich wynagrodzeń. Wielkość pakietu akcji w rękach OFE, jako zmienna wpływająca na poziom wynagrodzenia, dla badanych spółek jest niezgodna z przewidywaniami. Występuje dodatnia korelacja między wynagrodzeniem i udziałem we własności OFE.

Wszystkie zmienne z kategorii indywidualne cechy kierownictwa zachowują się zgodnie z przewidywaniami. Zarówno w bankach, jak i spółkach przemysłowych prezesi zarabiają więcej niż pozostali członkowie zarządu. Obcokrajowcy zarabiają więcej niż polscy obywatele. Płeć członka zarządu ma znaczenie przy ustalaniu poziomu wynagrodzenia jedynie w spółkach przemysłowych. Kobiety zarabiają mniej niż mężczyźni, co wskazuje na istniejącą dyskryminację ze względu na płeć. Zarówno w przypadku banków, jak i spółek przemysłowych analiza potwierdziła teorię mówiącą, iż im dłużej osoba pracuje na danym stanowisku, tym wyższe wynagrodzenie otrzymuje.

W ostatniej kategorii zmiennych – wyniki i uwarunkowania ekonomiczne – wystąpiły zależności istotne statystycznie. Na poziom wynagrodzenia członków zarządu w bankach dodatni wpływ ma ROE w okresie bieżącym. Natomiast w przypadku spółek przemysłowych zmienną istotną statystycznie okazał się ROE z okresu poprzedniego. Można zatem powiedzieć, że w bankach bardziej się liczą wyniki finansowe uzyskane w krótkim okresie, zaś w spółkach przemysłowych waż-

niejsza jest perspektywa długookresowa. Wielkość spółki (mierzona za pomocą poziomu aktywów) okazała się istotna statystycznie w bankach, jak i w spółkach przemysłowych. Potwierdziły się przypuszczenia, że wraz ze wzrostem wielkości spółki członkowie zarządu otrzymują wyższe wynagrodzenie. Wskaźnik dźwigni finansowej wpływa na wynagrodzenie kadry kierowniczej w bankach i spółkach przemysłowych.

Podsumowanie

Badanie czynników determinujących wysokość wynagrodzeń członków zarządów dwóch grup spółek notowanych na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych – banków i spółek przemysłowych – nie wykazało występowania znaczących różnic. Dla potrzeb badania wykorzystano model ekonometryczny zawierający trzy grupy zmiennych objaśniających, reprezentujących standardy nadzoru korporacyjnego, indywidualne cechy osób zarządzających oraz wyniki i uwarunkowania ekonomiczne.

Wśród zmiennych nadzoru korporacyjnego podobny wpływ na wysokość wynagrodzenia dla obu grup spółek mają wielkość rady nadzorczej, koncentracja własności i udział inwestora instytucjonalnego. W inny sposób na wynagrodzenia oddziałuje obecność w radzie nadzorczej kobiet. Jednakże w przypadku tej ostatniej zmiennej trudno jest na podstawie rozważań teoretycznych wskazać kierunek jej oddziaływania.

Identyczny wpływ na wynagrodzenia mają zajmowane stanowisko i cechy indywidualne członków zarządu. Zarówno w bankach, jak i w spółkach przemysłowych wyższe wynagrodzenie otrzymują prezesi, obcokrajowcy, mężczyźni oraz osoby o dłuższym stażu pracy.

Wyniki ekonomiczne i wielkość spółki również w podobny sposób wpływają na wysokość wynagrodzeń kadry kierowniczej, chociaż w przypadku wyników występuje przesunięcie w czasie dla spółek przemysłowych. Dla banków wyższe lewarowanie wpływa dodatnio na wynagrodzenia, czego nie zaobserwowano dla spółek przemysłowych.

Otrzymane rezultaty nie potwierdzają występowania istotnych różnic w polityce wynagradzania kadry kierowniczej w sektorze bankowym w porównaniu z innymi sektorami gospodarki. Mogą być zatem przyczynkiem do dyskusji na temat potrzeby obejmowania instytucji sektora finansowego szczególnymi regulacjami w reakcji na kryzys finansowy z lat 2007-2008. Liczne inicjatywy regulacyjne podejmowane w ostatnich latach mające na celu zmianę standardów nadzoru

korporacyjnego, w tym polityki wynagradzania kadry kierowniczej, koncentrowały się przede wszystkim na sektorze bankowym. Poza tymi regulacjami pozostawały spółki działające w innych sektorach. Jeżeli standardy nadzoru korporacyjnego w podobny sposób oddziałują na wynagrodzenia kadry kierowniczej niezależnie od specyfiki sektorowej, uwaga instytucji odpowiedzialnych za tworzenie pożądaných wzorców zachowań korporacyjnych powinna koncentrować się na wprowadzaniu uniwersalnych standardów, np. w postaci regulacji środowiskowych – kodeksów dobrych praktyk – kierowanych do wszystkich spółek publicznych.

Literatura

- Adams R., Mehran H. (2003), *Is Corporate Governance Different for Bank Holding Companies?*, „FRBNY Economic Policy Review”, April.
- Aduda J. (2011), *The Relationship between Executive Compensation and Firm Performance in the Kenyan Banking Sector*, „Journal of Accounting and Taxation”, Vol. 3(6).
- Ang J., Lauterbach B., Schreiber B. (2000), *Pay at the Executive Suite: How do U.S. Banks Compensate Their Top Management Teams?*, „Recent Work, Finance”, Anderson Graduate School of Management, UC Los Angeles.
- Angbazo L., Narayanan R. (1997), *Top Management Compensation and the Structure of the Board of Directors in Commercial Banks*, „European Finance Review”, No. 1.
- Barro J.R., Barro R.J. (1990), *Pay, Performance, and Turnover of Bank CEOs*, „Journal of Labor Economics”, Vol. 8, No. 4.
- Burghof H.P., Hofmann C. (2000), *Executives' Compensation of European Banks. Disclosure, Sensitivity, and Their Impact on Bank Performance*, „Munich Business Research”.
- Byrd J., Cooperman E.S., Wolfe G.A. (2007), *Another Look at Director Independence*, FMA Meeting in Orlando, Florida.
- Conyoni M.J. i in. (2010), *The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis*, Fondazione Rodolfo de Benedetti, May.
- Demsetz R.S., Saldenber M.R. (1999), *Looking Beyond the CEO: Executive Compensation at Banks*, FRB of New York Staff Report No. 68.
- Dong G.N. (2013), *Excessive Bank CEO Pay and Financial Crisis: Evidence from Structural Estimation*, June, <http://www.columbia.edu/~gd2243/docs/bank.pdf>.
- Doucoulagos H., Haman J., Askary S. (2007), *Directors' Remuneration and Performance in Australian Banking*, „Corporate Governance”, Vol. 15, No. 6.
- Egger P.H., Ehrlich M. von, Radulescu D. (2012), *How Much it Pays to Work in the Financial Sector*, „CESifo Economic Studies”, Vol. 58, No. 1.
- Gregg P., Jewell S., Tonks I. (2012), *Executive Pay and Performance: Did Bankers' Bonuses Cause the Crisis?*, „International Review of Finance”, Vol. 12, No. 1.

- Houston J.F., James C. (1995), *CEO Compensation and Bank Risk. Is Compensation in Banking Structured to Promote Risk Taking?*, „Journal of Monetary Economics”, No. 36.
- John K., Qian Y. (2003), *Incentive Features in CEO Compensation in the Banking Industry*, „FRBNY Economic Policy Review”, April.
- Luo Y., Jackson D.O. (2012), *Executive Compensation, Ownership Structure and Firm Performance in Chinese Financial Corporation*, „Global Business and Finance Review”, Spring.
- Marcinkowska M. (2010), *Jak wzmocnić władztwo korporacyjne w bankach?* [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, UŁ, Łódź.

DETERMINANTS OF TOP EXECUTIVE'S REMUNERATION POLICY – SECTORS COMPARISON

Summary: The issue of top executive's remuneration policy has generated interest for many years. For a long time attention was focused on the search for the relationship between the pay of managers and economic performance. The situation changed dramatically after the outbreak of the financial crisis in 2007-2008, when it drew attention to the specificities of the different sectors of the economy, which has a significant impact on the remuneration policy. In this context, the controversy calls the assessment of remuneration policies in the banking sector. This article aims to assess the factors determining the remuneration of management board members at banks and industrial companies listed at the Stock Exchange in Warsaw. The study was conducted on a sample panel consisting of 16 public banks and 33 industrial companies. The obtained results do not confirm the presence of significant differences in executive compensation policies in the banking sector compared to other sectors of the economy. They can therefore be a contribution to the discussions on the need to embrace financial sector institutions specific regulations in response to the financial crisis of 2007-2008.

Keywords: remuneration policy, corporate governance, sector comparison.