



Czesław Mesjasz

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie
Wydział Zarządzania
Katedra Procesu Zarządzania
mesjaszc@uek.krakow.pl

**NADZÓR KORPORACYJNY
A ROZWARSTWIENIE WYNAGRODZENIA
MENEDŻERÓW I PRACOWNIKÓW
W SPÓLKACH PUBLICZNYCH**

Streszczenie: Motywowanie członków naczelných organów zarządzania w spółkach publicznych stanowi istotne zagadnienie teorii i praktyki nadzoru korporacyjnego. Niedoskonałości nadzoru w tego rodzaju spółkach przejawiają się w rozwarstwieniu pomiędzy wynagrodzeniem menedżerów najwyższego szczebla a wynagrodzeniem pracowników. Celem artykułu jest opis i wstępna analiza podstawowych instrumentów motywacyjnych zarządu w spółkach publicznych. Szczególną uwagę zwrócono na narastające różnice wynagrodzenia menedżerów i pracowników w tych spółkach. Firmy ze Stanów Zjednoczonych wybrane zostały ze względu na wielkość dysproporcji wynagrodzeń, natomiast spółki publiczne działające w Polsce są przedmiotem wstępnych badań porównawczych. Podjęto również próbę przedstawienia teoretycznego wyjaśnienia tego zjawiska.

Słowa kluczowe: kontrakty niekompletne, nadzór korporacyjny, rozwarstwienie wynagrodzenia.

JEL Classification: D23, G30, M12, M52.

Wprowadzenie

Motywowanie naczelných organów zarządzania w spółkach publicznych stanowi istotne zagadnienie teorii i praktyki nadzoru korporacyjnego. Niedoskonałości nadzoru w tego rodzaju spółkach przejawiają się przede wszystkim w nieprawidłowym wynagradzaniu menedżerów. Podstawowym problemem są różnice pomiędzy wynagrodzeniem menedżerów najwyższego szczebla a wynagrodzeniem pracowników. Nadmierne różnice pomiędzy wynagrodzeniem tych grup nasuwają wątpliwości, czy korzyści menedżerów są proporcjonalne do ich

efektywności. Z jednej strony twierdzi się, że menedżerowie nie wytwarzają wartości dla organizacji, lecz egoistycznie przyczyniają się do jego zmniejszania [Bebchuk i Fried, 2003, 2004]. Z drugiej zaś zjawisko to wyjaśniane i częściowo usprawiedliwiane jest ogólnym wzrostem wynagrodzeń za kwalifikacje intelektualne we wszystkich dziedzinach gospodarki [www 12].

Celem artykułu jest opis i wstępna analiza podstawowych instrumentów motywacyjnych naczelných organów zarządzania – zarządu w spółkach publicznych. Szczególną uwagę zwrócono na narastające różnice wynagrodzenia menedżerów i pracowników w tych spółkach. Firmy ze Stanów Zjednoczonych wybrane zostały ze względu na wielkość dysproporcji wynagrodzeń, natomiast spółki publiczne działające w Polsce są przedmiotem wstępnych badań porównawczych. Podjęto również próbę przedstawienia teoretycznego wyjaśnienia tego zjawiska, korzystając z prac o charakterze krytycznym oraz z prac, w których narastanie różnic wynagrodzeń traktuje się jako efekt wzrostu znaczenia kompetentnych kadr działających w warunkach złożonego otoczenia. Jako podstawę teoretyczną analizy przyjęto teorię agencji, teorię kosztów transakcyjnych oraz teorię kontraktów niekompletnych. Artykuł ma jednocześnie charakter przeglądowy i teoretyczny. W związku z tym podstawę rozważań stanowią źródła wtórne – artykuły, raporty, itp. Zostały one wyselekcjonowane w taki sposób, aby możliwa była realizacja celu artykułu, czyli wskazanie rozwarstwienia dochodów menedżerów i pracowników w różnych krajach oraz wskazanie teoretycznych wyjaśnień tego zjawiska.

1. Instrumenty motywacji naczelných organów zarządzania w spółkach akcyjnych

1.1. Instrumenty motywacyjne zarządu spółki akcyjnej

Motywowanie członków zarządu opiera się przede wszystkim na teorii agencji, teorii kosztów transakcyjnych oraz związanej z nimi teorii kontraktów niekompletnych [Jensen i Meckling, 1976; Hart, 1995; Mesjasz, 2002; Bolton i Dewatripont, 2005]¹. W ujęciu teoretycznym instrumenty motywacyjne członków zarządu spółki akcyjnej można traktować jako realizację kontraktów bodźcowych (*incentive contracts*). Jest to w znaczącym stopniu hipoteza teoretyczna, gdyż badania empiryczne mające na celu jej weryfikację w światowych i polskich warunkach nie prowadzą do jednoznacznych wniosków [Rudolf i in., 2002, s. 139-148].

¹ W 2016 r. Nagrodę im. Alfreda Nobla w dziedzinie ekonomii otrzymali dwaj specjaliści z zakresu teorii kontraktów Oliver Hart i Bengt Holmström [www 13].

Członek zarządu pełni swoją funkcję w spółce na podstawie stosunku wewnątrzorganizacyjnego, który wynika z powołania go do jej pełnienia. Powołania według przepisów polskiego kodeksu spółek handlowych nie należy utożsamiać z powołaniem w rozumieniu przepisów kodeksu pracy. Instrumenty motywowania członków zarządu obejmują: sposoby wejścia w skład zarządu, charakter relacji umownej (kontraktowej) ze spółką oraz wynagrodzenie. W teorii i praktyce nadzoru korporacyjnego istnieje pełna zgodność, jeśli chodzi o cele i strukturę wynagradzania menedżerów². Wynagrodzenie to powinno wiązać cele akcjonariuszy z celami menedżerów, zarówno w długim, jak i krótkim horyzoncie czasowym, dlatego też obejmuje ono elementy stałe i zmienne oraz bieżące i odroczone. Wynagrodzenie to składa się z następujących elementów: płacy zasadniczej, ustalonej zazwyczaj na podstawie wielkości organizacji i branży, krótkookresowej płacy zmiennej, wynagrodzenie w formie gotówkowej, rzadziej w formie warunkowego przyznania papierów wartościowych, które uzależnione jest od osiągnięcia rocznych celów, długookresowej płacy zmiennej, wynagrodzenie najczęściej w formie przyznania akcji własnych lub opcji na akcje własne, które uzależnione jest od osiągnięcia długookresowych celów (3-5 lat), innych świadczeń, wszystkie dodatki, świadczenia dodatkowe wynikające z zatrudnienia w spółce (polis ubezpieczeniowe, korzyści uboczne (*perquisites*), członkostwo w elitarnych organizacjach).

Wyróżnia się dwa rodzaje umów dotyczących odpraw, noszących symboliczne nazwy złotego uścisku dłoni (*golden handshake*) oraz złotego spadochronu (*golden parachute*). „Złoty uścisk dłoni” dotyczy odejścia bez wskazywania przyczyn, natomiast termin „złoty spadochron” oznacza rekompensatę za odejście. Stosowanie obydwu narzędzi prowadzić może do sytuacji, gdy stają się one bodźcami przewrotnymi (*perverse incentives*) [www 10]. Sytuacja taka występuje, gdy dyrektorzy wykonawczy celowo obniżają efektywność spółki, aby uzyskać przedwcześnie zwolnienie. Specyficzną formą zmiennego wynagrodzenia członków zarządu jest „złote powitanie” (*golden hello*) stanowiące zachętę do przyjęcia oferty zatrudnienia [Monks i Minow, 2004, s. 273].

1.2. Ocena instrumentów motywacyjnych menedżerów spółki akcyjnej

Ocena instrumentów motywacyjnych menedżerów spółki akcyjnej może być dokonana na podstawie kryteriów ekonomicznych, prawnych oraz społecznych. Kryteria ekonomiczne dotyczą wpływu motywacji członków zarządu na realizację celów spółki (przedsiębiorstwa). Wykorzystanie wszystkich kryteriów

² W artykule zamiennie stosuje się terminy: nadzór korporacyjny, ład korporacyjny, władanie korporacyjne.

ekonomicznych jest oczywiście zbyt złożone, dlatego też jako miernik zagregowany często stosuje się efektywność nadzoru korporacyjnego [Rudolf i in., 2002; Mesjasz, 2009]. Na podstawie kryteriów prawnych ocenia się zgodność stosowanych instrumentów motywacyjnych z przepisami prawa. Występują tutaj następujące problemy: jednoznaczne nadużycia i przekroczenie prawa, luki i niedoskonałości systemu prawnego, możliwości wystąpienia sprzecznych interpretacji przepisów. Kryteria społeczne związane są przede wszystkim z trudnym do zdefiniowania pojęciem „sprawiedliwości społecznej” czy też ze społeczną odpowiedzialnością spółki (przedsiębiorstwa). Kryteria te obejmują też dążenie do społecznie akceptowanej proporcji wynagrodzeń członków zarządu i rad nadzorczych z przeciętnymi wynagrodzeniami.

Kolejnym istotnym czynnikiem społecznym wpływającym na ocenę instrumentów motywacji naczelnych organów spółek jest ujawnianie informacji o dochodach ich członków. Oprócz klasycznych regulacji prawnych problem ten jest częściowo rozwiązywany przez zasady OECD [www 9] oraz kodeksy dobrych praktyk ładu korporacyjnego.

W tabeli 1 przedstawiono wstępną ocenę wybranych instrumentów motywacyjnych z punktu widzenia omówionych powyżej kryteriów. Może być ona traktowana jako wprowadzenie do dalszych rozważań teoretycznych i badań empirycznych.

Tabela 1. Wstępna ocena instrumentów motywacyjnych zarządu i rady nadzorczej

Kryterium Instrument	Ekonomiczne (efektywność nadzoru korporacyjnego)	Prawne	Społeczne (sprawiedliwość społeczna)
1	2	3	4
Sposoby wejścia w skład zarządu	Kwalifikacja jako wstępne narzędzie badania kompetencji	Wstępne wymagania formalno-prawne zapobiegające niewłaściwemu postępowaniu	Wysokie i uzasadnione wymagania wobec spółek z udziałem skarbu państwa; rosnące wymagania wobec spółek publicznych; akceptacja swobody dla spółek niepublicznych
Charakter relacji umownej (kontraktowej) ze spółką	Powiązanie w kontrakcie interesów właścicieli i członków zarządu	Dokładne określenie wymagań formalno-prawnych	Wymagania rzetelności i uwzględnienia wszystkich interesariuszy
Wynagrodzenie podstawowe (stałe)	Rekompensata za czas oraz koszty utraczonych korzyści	Zapobieganie nadużyciom	Proporcjonalność do nakładu pracy i kwalifikacji; negatywna ocena uznaniowości i upolitycznienia dla spółek z udziałem Skarbu Państwa; utrzymanie poczucia egalitarności dla spółek publicznych

cd. tabeli 1

1	2	3	4
Wynagrodzenia dodatkowe (zmiennie) (premie, odprawy)	Rekompensata za wkład w zwiększanie majątku właścicieli	Zapobieganie nadużyciom	Proporcjonalność do rzeczywistej efektywności i kwalifikacji; negatywna ocena uznaniowości i upolitycznienia dla spółek z udziałem Skarbu Państwa; utrzymanie poczucia egalitarności dla spółek publicznych; rosnąca akceptacja dysproporcji dla spółek prywatnych

Źródło: Opracowanie własne.

Specyficznym przykładem łącznego oddziaływania czynników społecznych, politycznych i prawnych na wielkość wynagrodzeń członków zarządów są spółki kontrolowane przez Skarb Państwa. Ustawa obejmująca te czynniki znana jest pod nazwą „ustawy kominowej” [Ustawa o wynagradzaniu osób..., 2000]. Jej celem było m.in. ograniczenie nadmiernych wynagrodzeń zarówno członków zarządu, jak i rad nadzorczych w spółkach, w których udział Skarbu Państwa lub samorządów przekracza 50% kapitału zakładowego lub 50% liczby udziałów albo akcji. Ustawa ta została znowelizowana w 2016 r. [Ustawa o zasadach kształtowania wynagrodzeń..., 2016]. Zmiany w nowej ustawie idą w kierunku rozszerzenia liczby spółek objętych jej wpływem, zmianie charakteru umów pomiędzy członkami zarządu a właścicielami oraz zwiększenia jawności ich wynagrodzeń.

2. Nieprawidłowości w wynagradzaniu członków naczelných organów spółek

2.1. Dostęp do informacji i problemy metodologiczne

Jednym z problemów współczesnego władania korporacyjnego jest narastające rozwarstwienie pomiędzy korzyściami osiąganymi przez członków naczelnego kierownictwa spółek publicznych a wynagrodzeniem pracowników zatrudnionych w przedsiębiorstwach tych spółek. Aby zrozumieć to rozwarstwienie, należy uwzględnić następujące kwestie: strukturę wynagrodzenia menedżerów, sposoby wyliczania jego składników, możliwe nieścisłości w obliczeniach, możliwości nadużycia w wyliczaniu elementów wynagrodzenia, wpływ akcjonariuszy na wartość wynagrodzenia menedżerów, zakres ujawnienia wynagrodzenia menedżerów, sposoby wyliczania wynagrodzenia pracowników.

Sposób obliczenia stałych i zmiennych elementów determinuje wartość tego wynagrodzenia. Wyróżnić można dwa takie sposoby. W pierwszym wylicza

się wynagrodzenie stałe, premie, akcje ograniczone (zakaz zbytu) oraz wartość opcji na akcje w momencie ich otrzymania. W ramach drugiego sposobu bierze się pod uwagę wartość opcji na akcje dopiero w momencie ich zrealizowania [www 12, s. 1-2].

Wpływ akcjonariuszy oraz stopień transparentności stanowią dwa, związane ze sobą czynniki determinujące wartość wynagrodzenia menedżerów. Sposób i zakres wpływu akcjonariuszy określany jest za pomocą klauzul określanych wspólnym mianem *say on pay*, co można przetłumaczyć jako „prawo głosu w sprawie zapłaty” wprowadzone w 2010 r. w ustawie Dodda-Franka [www 19]. Ze względu na różnorodny charakter tych klauzul w poszczególnych krajach, nie można przedstawić jednolitych rozwiązań. Z reguły dotyczą one kilku zagadnień [www 1]. Po pierwsze, w ramach tego podejścia, akcjonariusze mają prawo głosu w sprawie wysokości wynagrodzenia menedżerów, ich struktury oraz polityki wynagradzania. Po drugie, akcjonariusze mogą korzystać z usług specjalistycznych instytucji doradczych, które informują ich o zasadach wynagradzania w innych spółkach. W ten sposób firmy doradcze mogą wywierać wpływ na politykę wynagrodzeń w spółkach, którym doradzają. Wpływ ten jest szczególnie istotny, gdy organizacje doradcze mogą oddziaływać na inwestorów instytucjonalnych. Po trzecie efekt prawa głosu w sprawie płacy jest najbardziej znaczący w przedsiębiorstwach osiągających słabe wyniki, a jednocześnie wysoko nagradzających swoich menedżerów. Po czwarte, gdy stopień poparcia w głosowaniach nad wynagrodzeniami jest niski, wówczas rady dyrektorów, czy też rady nadzorcze i zarządy, zmuszone są do kontaktowania się z akcjonariuszami, aby wyjaśnić im politykę wynagrodzeń. Po piąte, badania wskazują, że prawo głosu w sprawie zapłaty wywiera niewielki długoterminowy wpływ na poziom wypłat dla menedżerów, chociaż jego wpływ na wartość dla akcjonariuszy w niektórych badaniach jest nieznacznie pozytywny, a w innych wskazuje się na brak efektów lub też wpływ negatywny tego prawa. Po szóste, ze względu na stopień, w jakim jest ono wiążące, prawo głosu w sprawie zapłaty posiada zróżnicowany charakter. Dotyczy to także tworzenia składników wynagrodzeń oraz stopnia ich jawności.

Jawność wynagrodzeń członków naczelnego kierownictwa spółek publicznych stanowi jedno ze źródeł konfliktów we władaniu korporacyjnym. Ograniczenia jawności są traktowane jako jedna z przyczyn nieprawidłowości wynagrodzeń członków najwyższego kierownictwa spółek. Menedżerowie najwyższego szczebla prezentują stanowisko, że interesariusze, w tym także inwestorzy w spółkach publicznych, mogą mieć jedynie ograniczone prawo do uzyskania informacji o wysokości ich wynagrodzenia. Stanowisko inwestorów jest oczywiście

przeciwne. Spór ten jest aktualny we wszystkich systemach nadzoru korporacyjnego. Jego pierwszy poziom obejmuje regulacje międzynarodowe, czyli OECD, Bank Światowy oraz Unię Europejską. Z kolei na poziomie poszczególnych krajów jawność wynagrodzenia menedżerów jest przedmiotem zarówno kodyfikacji państwowej, jak i kodeksów dobrych praktyk.

W rozważaniach dotyczących jawności wynagrodzeń członków zarządów spółek należy wziąć pod uwagę nie tylko ich wysokość, ale i wartość poszczególnych ich elementów, warunki ich przyznawania, sposób wyliczania, możliwości nadużyć w fazie ich przygotowania i ujawniania. Zakres jawności wynagrodzeń jest różny w poszczególnych krajach. W niniejszym opracowaniu USA traktuje się jako kraj odniesienia, w którym różnice dochodów menedżerów i pracowników są największe wśród krajów wysoko rozwiniętych. Koniecznym jest też wskazanie, w jaki sposób ustalany jest w Polsce zakres jawności informacji o wynagrodzeniach zarządów spółek publicznych.

Dążenie do jawności wynagrodzenia menedżerów w Stanach Zjednoczonych ma kilka przyczyn. Po pierwsze, wynika ona z potrzeby uzyskania przez inwestorów, obecnych i potencjalnych, lepszej informacji o stanie spółki. Po drugie, narastające rozbieżności wysokości wynagrodzeń menedżerów i pracowników skłaniają do zapobiegania ukrywaniu dochodów przez kierownictwo. Po trzecie, wątpliwości budzą sposoby określania elementów wynagrodzeń oraz możliwości niewłaściwego określenia ich składników. Po czwarte, złożoność składników wynagrodzenia sprawia, że nie jest możliwe udzielenie jednoznacznej odpowiedzi dotyczącej ich rzeczywistej wielkości. Po piąte, nadmiernie wysokie wynagrodzenia menedżerów nasuwają przypuszczenie, że nie są efektem ich wysokiej efektywności, ale mogą być efektem nierzetelnych czy też wręcz nieuczciwych manipulacji.

Pomimo prób podejmowanych przez *Securities Exchange Commission* (Komisję Papierów Wartościowych USA), zmian w standardach rachunkowości (*Financial Accounting Standards Board*) oraz prób skłonienia władz spółek do informowania o wysokości wynagrodzeń menedżerów, również po skandalach finansowych (Ustawa Sarbanesa-Oxley'a) [www 7] czy też po kryzysie lat 2007-2010 (Ustawa Dodd-Franka) [www 19], ujawnianie wynagrodzenia menedżerów jest jedynie częściowo wdrażane w życie.

Problem wysokości i jawności wynagrodzeń menedżerów występuje również w Unii Europejskiej. Najaktualniejszym dokumentem w tym zakresie jest *Zalecenie Komisji w sprawie systemu wynagrodzeń dyrektorów spółek...* [2009]. W dokumencie tym, który z definicji nie posiada wiążącego prawnie charakteru, kwestie dotyczące ujawniania wysokości wynagrodzeń członków najwyższego

kierownictwa spółek przedstawione zostało jedynie w sposób postulatyczny, co sprawia, że problem ten jest ciągłym przedmiotem dyskusji dotyczącej zarówno „twardych” regulacji prawnych, jak i zasad dobrych praktyk.

Jawność wynagrodzenia członków zarządów spółek publicznych działających w Polsce była przedmiotem sporów już od początków istnienia rynku kapitałowego. Kwestia ta nie jest precyzyjnie określona w polskim prawie, natomiast konsekwentnie była ona wprowadzana w kolejnych koncepcjach dobrych praktyk ładu korporacyjnego. W ostatniej wersji Dobrych Praktyk Ładu Korporacyjnego wymaganie pełnej jawności określone jest w sposób jednoznaczny [www 18, s. 21]. Wdrażanie tych postanowień napotyka na przeszkody ze względu na zasadę „*complain or explain*” przyjętą w Kodeksie Dobrych Praktyk, gdyż spółki mogą odmówić podania szczegółowych informacji lub też przedstawić je w sposób niejasny. Ponadto, często stosowanym argumentem jest obrona przed populizmem oraz zagrożenia osobiste i dla rodzin członków zarządu.

2.2. Przykłady spółek zagranicznych – Stany Zjednoczone

Narastanie rozbieżności pomiędzy wynagrodzeniem pracowników a menedżerów najbardziej spektakularne jest w Stanach Zjednoczonych. Dane dotyczące wynagrodzeń menedżerów zawarte są w bardzo dużej liczbie raportów, materiałów prasowych czy też opracowań naukowych. Wiele istotnych informacji zawiera raport o wynagrodzeniach menedżerów przygotowany dla wpływowej organizacji Conference Board [www 17]. W zestawieniu zawierającym 25 najwyższych wynagradzanych w 2014 r. CEO ze spółek włączonych do Indeksu Russell 3000 [www 5], zauważyć można kilka prawidłowości. Dominującą grupę stanowią menedżerowie z przemysłu rozrywkowego, mediów oraz technologii informacyjnych. Głównym źródłem dochodów menedżerów nie jest podstawowe wynagrodzenie, ale wszelkiego rodzaju premie. Istotne jest również to, że najwyższe dochody osiągają menedżerowie spółek średniej wielkości, a nie spółek największych. Na liście 25 najlepiej opłacanych menedżerów jest tylko jeden z przedsiębiorstwa osiągającego przychód powyżej 50 mld dolarów (Microsoft). Często też występuje sytuacja, że wysokie dochody naczelnego kierownictwa osiągnęte są w firmach znajdujących się w niekorzystnej sytuacji rynkowej [www 17].

Oprócz podawania wartości bezwzględnych, w rozważaniach faktograficznych akcentuje się przede wszystkim proporcje wynagrodzeń oraz dynamikę ich narastania, branżę oraz sytuację rynkową spółki. Na podstawie wyników badań opublikowanych przez portal Glassdoor, wartość mediany rocznego wynagro-

dzenia menedżerów najwyższego szczebla w przedsiębiorstwach z listy firmy Standard & Poor's (S&P) w 2015 r. wyniosła rocznie 13,8 mln, natomiast wartość mediany przeciętnego wynagrodzenia pracownika wynosiła 77,800 USD, co oznacza, że proporcja między nimi osiągnęła wartość 204. Największe wartości tych dysproporcji przedstawiono w tabeli 2. Warto przy tym zwrócić uwagę na fakt, że przedsiębiorstwa wykazujące wysokie wartości tych dysproporcji cieszą się relatywnie wysoką oceną ze strony swoich pracowników.

Tabela 2. Maksymalne wartości dysproporcji wynagrodzeń w USA w 2015 r.

Spółka (miejsce)	Calkowite wynagrodzenie CEO (USD)	Mediana wynagrodzenia pracowników (USD)	Wynagrodzenia CEO/mediana wynagrodzeń pracownika	Ocena pracowników (max. = 5)
Discovery Comm. – 1	156 077 912	80,000	1951	3,8
Chipotle – 2	28 924 270	19 000	1522	3,4
CVS Health – 3	32 350 733	27 139	1192	2,7
Walmart – 4	25 592 938	22 591	1133	3,0
Target – 5	28 164 024	30 000	939	3,2

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [www 6].

Jako interesujący przykład wzrostu wynagrodzeń menedżerów będących jednocześnie akcjonariuszami, można wskazać dochody lekarza i wynalazcy z USA, Patricka Soon-Shionga, który prowadził badania i wdrożenia leków przeciwko cukrzycy i rakowi. W 2015 r. osiągnął on łączne dochody w wysokości 329,7 USD jako naczelny dyrektor firmy NantKwest Inc. zajmującej się opracowywaniem leków antyrakowych. Firma weszła na rynek kapitałowy w lipcu tegoż roku. Znalazł się on w ten sposób na pierwszym miejscu listy Bloomberg Pay Index, przy czym głównym źródłem jego dochodu stanowiło 19,4 mln opcji na akcje, które otrzymał przed ofertą publiczną sprzedaży firmy [www 2].

Kompleksowe badania wynagrodzeń najwyższego kierownictwa i pracowników oraz zmiany ich relacji wskazują na kilka zjawisk – tabela 3. Pierwszym jest narastanie dysproporcji wynagrodzeń menedżerów i pracowników. Wynagrodzenia menedżerów z 350 największych przedsiębiorstw z USA wybranych na podstawie wielkości sprzedaży obliczane były z uwzględnieniem następujących elementów: wynagrodzenie podstawowe, premia, ograniczone akcje, zrealizowane opcje oraz bodźce długoterminowe. Jako reprezentatywne przyjęto pełne wynagrodzenia w 80% przedsiębiorstw produkcyjnych w Stanach Zjednoczonych [www 3]. Dane zawarte w tabeli 3 pozwalają na wyciągnięcie szeregu wniosków, z których dwa zasługują na szczególną uwagę.

Tabela 3. Wynagrodzenia menedżerów i pracowników w USA w latach 1965-2014

Roczne wynagrodzenie Dyrektora Naczelnego (CEO) (tys. USD)	Wynagrodzenie pracownika (przemysł/stanowiska wykonawcze) (tys. USD)	Wskaźniki rynku kapitałowego		Proporcje wynagrodzenia Dyrektora Naczelnego (CEO)/przeciętny pracownik	
		S&P	Dow Jones		
1965	832	40.2	579	5,986	20.0
1973	1,087	47.2	512	4,401	22.3
1978	1,487	48.0	320	2,735	29.9
1989	2,769	45.4	596	4,628	58.7
1995	5,862	46.0	836	6,941	122.6
2000	20,384	48.7	1,962	14,744	376.1
2007	18,786	51.1	1,687	15,048	345.3
2009	10,575	53.2	1,046	9,808	195.8
2010	12,662	53.7	1,238	11,585	229.7
2011	12,863	53.0	1,334	12,584	235.5
2012	14,998	52.6	1,422	13,371	285.3
2013	15,711	52.8	1,671	15,255	303.1
2014	16,316	53.2	1,931	16,778	303.4

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [www 3].

1. W latach 1978-2014 wynagrodzenie Dyrektorów Naczelnych (CEO) w badanych firmach w USA, skorygowane o współczynnik wzrostu inflacji, wzrosło o 997%, czyli prawie dwa razy więcej niż wzrost indeksów giełdowych. W okresie tym wzrost realnych rocznych wynagrodzeń pracowników wyniósł 10,9%.
2. Proporcja wynagrodzenia menedżerów wynagrodzenia pracowników wynosząca 20 do 1 w 1965 r. osiągnęła wartość maksymalną 376 do 1 w 2000 r., spadła w okresie kryzysu w 2009 r. do wartości ok. 195 i następnie osiągnęła poziom 303 w 2014 r.

W drugim obszarze dyskusji dotyczącej wynagrodzeń zwraca się uwagę na inne, mniej uproszczone problemy pozwalające na uniknięcie prostych ocen. Kaplan [www 11, s. 2-3), analizując wpływy nadzoru korporacyjnego na dysproporcje płacowe, zwraca uwagę, że wzrost wynagrodzenia w odniesieniu do innych grup społecznych dotyczy nie tylko menedżerów spółek publicznych. Podobny wzrost wynagrodzeń dotyczył również najlepiej wykwalifikowanych pracowników, menedżerów i uczestników funduszy wysokiego ryzyka oraz funduszy typu *private equity*. Zjawisko to można wówczas traktować w kontekście szerszego procesu wzrostu zarobków ponadprzeciętnie utalentowanych grup społecznych.

2.3. Przykłady ze spółek działających w Polsce

Wielkość wynagrodzenia menedżerów najwyższego szczebla i ich relacja do wynagrodzenia pracowników w Polsce nie są jeszcze tak znaczące jak w USA. Wynika to zarówno z wielkości działających w Polsce przedsiębiorstw, jak i z fak-

tu, że są to często niezbyt duże oddziały czy też spółki zależne wielkich przedsiębiorstw międzynarodowych. Można też przypuszczać, że w Polsce silne są jeszcze tendencje egalitarne.

Istotnym problemem w Polsce jest jawność wynagrodzenia członków zarządu spółek publicznych. Problem ten dotyczy nawet instytucji sporządzających raporty o zarządzaniu zasobami ludzkimi i nadzorze korporacyjnym w Polsce [www 14; www 16]. Wielkość wynagrodzeń najlepiej opłacanych menedżerów w Polsce zawiera tabela 4.

Tabela 4. Proporcje płac w spółkach publicznych w Polsce

Menedżer	Spółka	Funkcja	Wynagrodzenie w 2014 r.	Proporcja do wynagrodzenia średniego rocznego w 2014 r. (3783 PLN)
Janusz Filipiak	Comarch SA	Prezes zarządu (współwłaściciel)	8 134 569	179
Markus Tellenbach	TVN SA	Prezes zarządu	8 058 000	178
Luigi Lovaglio	Bank Polska Kasa Opieki SA	Prezes zarządu	7 170 000	158
Dariusz Orłowski	WAWEL SA	Prezes zarządu	6 931 000	153
Przemysław Sztuczkowski	Cognor SA	Prezes zarządu	4 846 000	107

Źródło: [www 14; www 15; www 16].

Zgodnie z danymi GUS, średnie wynagrodzenie miesięczne w Polsce w 2014 r. wynosiło 3783 PLN (roczne 45 396) [www 15], co wydaje się wielkością zawyżoną, gdyż dotyczy przedsiębiorstw zatrudniających więcej niż 9 osób i nie uwzględnia np. niestałych form zatrudnienia. Można więc zauważyć, że dla najlepiej zarabiających menedżerów proporcje te są dość wysokie, chociaż nie takie jak w USA czy w innych krajach. Inaczej, bardziej korzystnie wyglądają te proporcje, jeśli weźmie się pod uwagę relacje wynagrodzeń menedżerów do płac pracowników w tychże firmach. Wówczas, np. dla spółki Comarch, relacja ta wynosi ok. 100:1, przy czym należy pamiętać, że prezes zarządu, Janusz Filipiak, jest jednocześnie jej znaczącym współwłaścicielem, i co też jest ważne, płaci podatki w Polsce. Przeciętna proporcja wynagrodzenia wszystkich menedżerów najwyższego szczebla do wynagrodzenia w pracownikach w Polsce szacowana była na ok. 30 [www 4], co oczywiście na tle innych krajów stanowi przykład egalitaryzmu. Ale jak już wspomniano, wyniki te obarczone są błędami wynikającymi z oszacowania oraz ze specyfiki metodyki określania wynagrodzenia przeciętnego w gospodarce.

O ile w Polsce proporcje wynagrodzeń menedżerów i pracowników nie są jeszcze tak wysokie, jak w innych krajach, o tyle źródłem wielu konfliktów są wynagrodzenia w spółkach kontrolowanych w całości lub częściowo przez Skarb Państwa. Wynagrodzenia w tych spółkach ograniczane są przez tzw. ustawę kominową oraz jej znowelizowaną wersję z 2016 r. Uwzględniając ograniczenia wprowadzone przez te ustawy, można stwierdzić, że spółki z udziałem Skarbu Państwa są organizacjami podatnymi na różnego rodzaju nieprawidłowości związane nie tylko z wartością wynagrodzeń, ale przede wszystkim politycznymi kryteriami zatrudniania w nich menedżerów najwyższego szczebla.

2.4. Nadzór korporacyjny a rozwarstwienie wynagrodzeń

Wstępna analiza zjawiska rozwarstwienia wynagrodzeń opiera się na teoriach władania korporacyjnego dotyczących następujących problemów:

- definiowania akceptowalnych z punktu widzenia proefektywnościowego i społecznego normatywnych wartości wynagrodzenia menedżerów, wielkości jego proporcji do wynagrodzenia pracowników, dynamiki wzrostu wynagrodzeń obydwu tych grup,
- nadmiernego wynagrodzenia menedżerów najwyższego szczebla, nieproporcjonalnie wysokiego w odniesieniu ich kompetencji, wkładu pracy i efektywności,
- stałego wzrostu różnicy pomiędzy wynagrodzeniem menedżerów a wynagrodzeniem pracowników,
- niedostatecznego wpływu władania (nadzoru) korporacyjnego na wzrost dysproporcji wynagrodzeń,
- czynników wpływających na wysokie zarobki menedżerów – uzasadnionych i nieuzasadnionych w sensie ekonomicznym i społecznym,
- relacji pomiędzy wynagrodzeniami menedżerów a zarobkami innych grup zawodowych, w których znaczącą rolę odgrywają wiedza, kompetencje czy też nawet talent,
- ewentualnych przyczyn wpływu menedżerów na przyznawane im nadmiernie wysokie wynagrodzenie.

Jako wstęp do analizy powyższych problemów, można zaprezentować wybrane dyskusje teoretyczne wsparte badaniami empirycznymi. Poglądy prezentowane w tych dyskusjach można podzielić na dwie grupy. W pierwszej grupie przedstawia się argumenty, że wzrost wynagrodzeń menedżerów nie wynika z efektywności ich działania, lecz z nieprawidłowości w funkcjonowaniu nadzoru korporacyjnego. Do grupy tej zaliczyć można następujące koncepcje: rozwarstwienia wynagrodzeń jako przyczyna i efekt zmian ekonomiczno-społecznych zachodzących na skutek finansjalizacji procesów gospodarczych w makro- i mikroskali [Pi-

ketty, 2015], nieoptymalność kontraktów w relacji agencji oraz wpływ władzy menedżerów [Bebchuk i Fried, 2003, 2004], rozwarstwienie wynagrodzeń menedżerów i pracowników wynikające z przyjęcia jako celu spółki maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy [www 8].

Ponieważ koncepcje Piketty'ego są bardzo znane i koncentrują się na finansach, zarówno w mikro- jak i makroskali, dlatego też większą uwagę należy zwrócić na kwestie związane bezpośrednio z nadzorem korporacyjnym. Jako reprezentatywne dla tego nurtu można traktować propozycje teoretyczne przedstawione w pracach Bebchuka i Frieda [2003, 2004]. Istota tych propozycji polega na odejściu od stwierdzenia, że kontrakty optymalne dotyczące wynagrodzenia menedżerów stanowią narzędzie ograniczania konsekwencji problemu agencji. W teorii agencji porozumienie pomiędzy akcjonariuszami (pryncypałem) a menedżerami osiągane jest na podstawie kontraktów optymalnych, czyli polega na poprawie jakości bodźcowych kontraktów niekompletnych.

Kontrakty bodźcowe pomiędzy akcjonariuszami a menedżerami stanowiące narzędzie redukcji negatywnych konsekwencji problemu agencji można traktować jako efekt dążenia do optymalizacji, której celem jest zharmonizowanie korzyści menedżerów z maksymalizacją wartości dla akcjonariuszy. Otwartą pozostaje kwestia, czy zawsze są one optymalne. Natomiast można stwierdzić, że ustalenie wynagrodzenia menedżerów za pomocą analizy ich efektywności, poprzez obserwację albo ich wysiłku, albo efektu jest praktycznym przykładem funkcjonowania teorii agencji.

Bebchuk i Fried w celu wyjaśnienia wielkości wynagrodzeń wprowadzają koncepcję, którą określają jako *managerial power approach*, co można swobodnie przetłumaczyć jako „koncepcję władzy menedżerów”. Kluczowym założeniem tej koncepcji jest stwierdzenie, że wynagrodzenie menedżerów nie jest elementem pozwalającym na ograniczenie konsekwencji problemu agencji, ale stanowi jego element [Bebchuk i Fried 2003, s. 72]. Dlatego też dążenie do optymalizacji kontraktów bodźcowych nie jest wystarczające do ograniczenia tych konsekwencji problemu agencji. Należy przy tym dodać, że koncepcja władzy menedżerów nie jest traktowana przez jej autorów jako całkowicie alternatywna wobec ujęcia proponowanego w ramach teorii agencji.

Wykorzystując swoją władzę, menedżerowie dążą do uzyskania renty, czyli korzyści nieproporcjonalnych do nakładu wysiłku. Dążenie to może być sprzeczne z maksymalizacją wartości dla akcjonariuszy. Nasuwa się w związku z tym pytanie: jeśli optymalne kontrakty nie stanowią ograniczenia dążeń menedżerów, to jakie są te czynniki ograniczające? Bez wątplenia jednym z nich jest rynek kontroli korporacyjnej, czyli wrogie przejęcia, których efektem jest zwol-

nienie menedżerów z przejętego w ten sposób przedsiębiorstwa albo też pozostawienie na stanowiskach przy znaczącym ograniczeniu ich wynagrodzenia. Rynek kontroli na pewno działa ograniczająco na dążenia menedżerów do osiągnięcia nadzwyczajnych korzyści bez przyczynienia się do zwiększenia majątku akcjonariuszy. Bebchuk i Fried [2004, s. 75] stwierdzają, że ani rynek kontroli korporacyjnej, ani dążenie do optymalizacji nie są wystarczające do powstrzymania wymagań menedżerów. Wprowadzają więc nowy czynnik, który określają jako koszty i ograniczenia wynikające z „oburzenia społecznego” (*outrage*) podmiotów zewnętrznych. Oznacza to, że wielkość wynagrodzenia menedżerów ustalona w danym kontrakcie pomiędzy menedżerami a akcjonariuszami limitowana jest przez opinię podmiotów zewnętrznych. Czym większe jest oburzenie podmiotów zewnętrznych, tym mniejsze będą nieuzasadnione wynagrodzenia menedżerów.

Ponieważ menedżerowie nie chcą ujawniać tego, że dążą do osiągnięcia nieuzasadnionej renty, dlatego też starają się ukrywać i uzasadniać swoje rzeczywiste dochody, co Bebchuk i Fried [2004, s. 76] określają z kolei jako maskowanie (*camouflage*). Dlatego też powstaje wiele barier zapobiegających jawności wynagrodzenia menedżerów.

Koncepcje oburzenia społecznego i maskowania mają oczywiście charakter hipotetyczny, stąd też z jednej strony autorzy starają się je uzasadnić, a z drugiej poddawane są one krytyce. Aby potwierdzić swoje hipotezy, autorzy tych opracowań przedstawiają następujące argumenty. Pomimo ogólnego spadku wynagrodzeń menedżerów istotną rolę odgrywają opcje na akcje i inne niestałe ich składniki. Procesy zachodzące na rynkach kapitałowych oraz działania podejmowane przez menedżerów jednoznacznie prowadzą do wzrostu całkowitych wynagrodzeń w długim horyzoncie czasowym. Stopień oburzenia społecznego jest mniejszy, gdy wzrost wartości akcji posiadanych przez akcjonariuszy łądzi negatywną ocenę wzrostu wartości wynagrodzenia menedżerów.

Jako dodatkowe argumenty Bebchuk i Fried [2003, s. 77-82] przedstawiają następujące wyniki badań empirycznych. W sytuacji gdy władza menedżerów jest mniejsza, czyli np. wówczas, gdy jest silna rada dyrektorów (firmy w USA), wówczas wielkość wynagrodzenia menedżerów jest niższa. Podobna sytuacja występuje wtedy, gdy spółka kontrolowana jest przez jednego silnego akcjonariusza zewnętrznego. Także w sytuacji, gdy spółka jest kontrolowana przez silnych akcjonariuszy instytucjonalnych, nadmierny wzrost wynagrodzenia menedżerów jest utrudniony.

Ułatwieniem dla wzrostu nieuzasadnionego wynagrodzenia menedżerów było wprowadzenie prawa ograniczającego możliwość wrogich przejęć. Podobny efekt, lecz osiągany w bardziej złożony sposób, ma zatrudnianie konsultantów

doradzających w sprawie wynagrodzenia menedżerów. Ponieważ są oni zatrudniani przez dyrektorów naczelnych (CEO), dlatego też trudno się spodziewać, aby wyniki ich analiz stały w dużej sprzeczności z oczekiwaniami tychże dyrektorów.

Liczba i zmienność składników wynagrodzenia menedżerów sprawia, że łatwiej jest ukryć pewne ich elementy, do których zaliczyć można fundusze emerytalne, odroczone wynagrodzenia, emerytalne korzyści uboczne, usługi konsultingowe zlecane aktualnym i emerytowanym menedżerom, pożyczki i ich umorzenie oraz wysokie odprawy. Wszystkie te elementy pozwalają na ukrycie wielkości dochodów menedżerów. Nie oznacza to oczywiście, że wszystkie te metody są niewłaściwe. Można natomiast stwierdzić, że ich stosowanie może sprzyjać ukrywaniu nieuzasadnionej wysokości wynagrodzenia menedżerów.

Kolejnym obszarem poszukiwania przyczyn nierówności dochodów jest krytyka przyjęcia maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy jako celu przedsiębiorstwa. Konsekwentną postawę krytyczną przyjmuje w tym zakresie Lazonick, który w ostatnim swoim opracowaniu [www 8] stwierdza, że wraz z nierzetelnym pomiarem wynagrodzenia menedżerów wynikającym przede wszystkim z nieuwzględnienia zmian wartości akcji i opcji na akcje oraz ze związanymi z tym rozbieżnościami, dochodzić może do skrajnych sytuacji. Jako przykład przedstawia on nieprawidłowości występujące w firmie Gilead Science, która posiada patent na lekarstwa na żółtaczkę typu C – Sovaldi/Harvoni. Według tych analiz, które oczywiście wymagają dalszych badań w celu obiektywizacji ocen, naczelny dyrektor tej firmy, dzięki monopolistycznej pozycji oraz operacjom na rynku kapitałowym, był w stanie osiągać nadzwyczajne korzyści nie dzięki wynagrodzeniom wynikającym z aktualnej wyceny jego wkładu (*fair value*), lecz z operacji na rynkach finansowych. Jako przykład podawane są dwie wartości. W latach 1996-2015 szacowana wartość właściwego wynagrodzenia dyrektora naczelnego tej firmy, Johna C. Martina, wyniosła 209 mln USD, natomiast jego całkowite rzeczywiste korzyści to 1,001 mln USD [www 8].

Powyższy przykład stanowi ilustrację znacznie ogólniejszej tezy, którą Lazonick wraz ze swoimi współpracownikami przedstawia i stara się udowodnić od wielu lat. Według jego stwierdzeń i badań, przyjęcie jako celu spółki maksymalizację wartości dla akcjonariuszy nie tylko stanowi przyczynę nadmiernych ich dochodów, ale sprawia, że zamiast tworzyć tę wartość dokonują oni jej przechwytywania, co przyczynia się z jednej strony do zmniejszenia dochodów pracowników, ale także i do pozbawienia przedsiębiorstw środków na rozwój. Swoją tezę Lazonick odnosi również do problemów gospodarczych w skali makro, gdyż stwierdza, że dążenie do maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy przyczyniło się do alokacji większości zasobów do najzamożniejszych grup społecz-

nych kosztem zubożenia klasy średniej. Jako przykład słabości nadzoru korporacyjnego podaje on wykupywanie przez menedżerów akcji kierowanych przez nich przedsiębiorstw (*buyback*), co powoduje utratę środków na rozwój i innowacje oraz zagraża miejscom pracy [Lazonick 2014; www 8].

W ramach trzeciej grupy koncepcji, niejako polemicznej wobec idei z pierwszej i drugiej grupy, podejmuje się próbę wyjaśnienia dysproporcji płacowych jako prawidłowości typowych dla gospodarki, w której dominującą rolę odgrywają kapitał intelektualny, innowacyjność i umiejętność wykorzystania technologii informacyjnych. Przykłady tego rodzaju podejścia zawierają prace Kaplana i Rauha [www 11; www 12] uzasadniające, a nawet usprawiedliwiające wysokość wynagrodzenia menedżerów. Argumentacja stosowana w tych opracowaniach jest następująca. Wizerunek pobierających „za nic” wysokie wynagrodzenie menedżerów ulega zmianie po dokonaniu głębszej analizy danych historycznych, z których wynika, że wysokie wynagrodzenie tych menedżerów należy rozpatrywać w szerszym kontekście procesów zachodzących w gospodarce światowej w XX i XXI w. Analiza przeprowadzona przez Kaplana oraz wyniki innych badań wskazują na następujące cechy zmian wynagrodzeń menedżerów oraz ich relacji do wynagrodzenia pracowników. Wynagrodzenia menedżerów w odniesieniu do dochodów 0,1% najbogatszych podatników pozostają w pierwszej dekadzie XXI w. na takim samym poziomie, jak w latach 80. i 90. XX w., lecz są wyższe od średniej wartości długoterminowej. Relacja wynagrodzeń dyrektorów naczelnych (CEO) do wartości rynkowej kierowanych przez nich spółek pozostaje taka sama jak pod koniec lat 70. XX w., lecz jest niższa niż w okresie przed dekadą lat 60. ubiegłego wieku. 25 menedżerów funduszy wysokiego ryzyka zarabia więcej niż wszyscy dyrektorzy naczelni (CEO) przedsiębiorstw znajdujących się na liście S&P 500 [www 12, s. 2, s. 18].

W podsumowaniu Kaplan stwierdza, że wzrost wynagrodzeń dyrektorów naczelnych spółek publicznych wykazuje wiele podobieństw strukturalnych, niekoniecznie na tym samym poziomie wartości, z takimi wysoko zarabiającymi specjalistami, jak dyrektorzy spółek niepublicznych, prawnicy w przedsiębiorstwach, członkowie funduszy wysokiego ryzyka, inwestorzy w bankach typu *private equity*, a nawet wybitni sportowcy. W dziedzinach działalności tych podmiotów chodzi raczej o konkurencyjny rynek talentów, gdzie trudno jest mówić o nadużywaniu wpływu menedżerów. Dlatego też należy się zastanowić, jakiego rodzaju czynniki rynkowe sprawiają, że w ostatnich kilku dekadach tak znacząco i nieproporcjonalnie do sytuacji pracowników wzrosły wynagrodzenia menedżerów w spółkach publicznych w Stanach Zjednoczonych i w innych krajach rozwiniętych.

Do czynników determinujących wzrost wynagrodzeń Kaplan [www 11] oraz Kaplan i Rauh [www 12] zaliczają rozwój technologii oraz wzrost wielkości przedsiębiorstw. Czynniki te sprawiają, że trudno jest mówić o nieefektywnych menedżerach przechwytyjących wartość firmy, zamiast ją zwiększać. Jak stwierdzają wspomniani autorzy [www 11, s. 21], oznacza to też, że wzrost wynagrodzeń nie wynika z nieefektywnych działań menedżerów, lecz ze wzrastającej skali działania oraz złożoności procesów technologicznych w produkcji, handlu i w zarządzaniu.

Podsumowanie

Celem artykułu było przedstawienie i wstępna analiza podstawowych instrumentów motywacyjnych zarządu w spółkach publicznych. Przeprowadzone rozważania teoretyczne oraz analiza wyników badań innych autorów pozwalają na wyciągnięcie następujących wniosków:

1. Wzrost rozwarstwienia pomiędzy wynagrodzeniami menedżerów najwyższego szczebla a pracownikami w spółkach publicznych występuje we wszystkich krajach o gospodarce rynkowej.
2. Przyczyną tego wzrostu są niedoskonałości władania korporacyjnego. Nie są one jeszcze dobrze rozpoznane.
3. W dyskusji dotyczącej tego problemu dominuje podejście krytyczne, chociaż podejmowane są próby jego wyjaśniania, a nawet swego rodzaju usprawiedliwienia.

Ze względu na brak znajomości przyczyn powstawania tego zjawiska, należy kontynuować jego badania, przy czym oprócz klasycznych metod należy zastosować metody nawiązujące do podejścia systemowego.

Literatura

- Bebchuk L.A., Fried J.M. (2003), *Executive Compensation as an Agency Problem*, „Journal of Economic Perspectives”, Vol. 17, nr 3.
- Bebchuk L.A., Fried J.M. (2004), *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Bolton P., Dewatripont M. (2005), *Contract Theory*, MIT Press, Cambridge, MA.
- Hart O. (1995), *Firms, Contracts and Financial Structure*, Clarendon Press.
- Jensen M.C., Meckling W.H. (1976), *Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 3, nr 4.

- Lazonick W. (2014), *Profits Without Prosperity: Stock Buybacks Manipulate the Market and Leave Most Americans Worse Off*, „Harvard Business Review”, September.
- Mesjasz C. (2002), *Kontrakty niekompletne jako podstawa teoretyczna nadzoru korporacyjnego* [w:] S. Rudolf (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Mesjasz C. (2009), *Przegląd koncepcji efektywności władania korporacyjnego*, „Nadzór Korporacyjny. Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego”, nr 1, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot.
- Monks R.A.G., Minow N. (2004), *Corporate Governance*, Blackwell Publishing, Oxford.
- Piketty T. (2015), *Kapitał w XXI wieku*, Wydawnictwo Krytyki Politycznej, Warszawa.
- Rudolf S., Janusz S., Stos D., Urbanek P. (2002), *Efektywny nadzór korporacyjny. Teoria i praktyka*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Ustawa z dnia 3 marca 2000 r. o wynagradzaniu osób kierujących niektórymi podmiotami prawnymi, Dz.U. z 2000 r., nr 26, poz. 306 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 9 czerwca 2016 r. o zasadach kształtowania wynagrodzeń osób kierujących niektórymi spółkami, Dz.U. z 2016 r., t. 1, poz. 1202.
- Zalecenie Komisji z dnia 30 kwietnia 2009 r. uzupełniające zalecenia 2004/913/WE i 2005/162/WE w sprawie systemu wynagrodzeń dyrektorów spółek notowanych na rynku regulowanym, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, 120/28, 15.05.2009.
- [www 1] http://openscholarship.wustl.edu/law_lawreview/vol92/iss3/7 (dostęp: 28.09.2016).
- [www 2] <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-04-28/cancer-research-firm-ceo-tops-awarded-pay-list-with-330-million> (dostęp: 07.09.2016).
- [www 3] <http://www.epi.org/publication/top-ceos-make-300-times-more-than-workers-pay-growth-surpasses-market-gains-and-the-rest-of-the-0-1-percent/> (dostęp: 08.10.2016).
- [www 4] <http://www.dziennikpolski24.pl/aktualnosc/a/szef-zarabia-30-razy-wiecej-niz-pracownik,9847176/> (dostęp: 14.05.2016).
- [www 5] <http://www.ftserussell.com/> (dostęp: 9.09.2016).
- [www 6] <https://www.glassdoor.com/research/ceo-pay-ratio/> (dostęp: 27.10.2016).
- [www 7] <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-107publ204/pdf/PLAW-107publ204.pdf> (dostęp: 11.04.2008).
- [www 8] https://www.ineteconomics.org/uploads/papers/WP_49_Hopkins_Lazonick_August_29.pdf (dostęp: 23.09.2016).
- [www 9] <http://www.msp.gov.pl/dokumenty/zalaczniki/2-86.pdf> (dostęp: 11.04.2007).
- [www 10] <http://www.nber.org/papers/w9643> (dostęp: 20.11.2009).
- [www 11] <http://www.nber.org/papers/w13270.pdf> (dostęp: 23.05.2016).
- [www 12] <http://www.nber.org/papers/w18395> (dostęp: 23.05.2016)

- [www 13] https://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2016/ (dostęp: 27.10.2016).
- [www 14] <http://www.pwc.pl/pl/pdf/wynagrodzenia-zarzadow-i-rad-nadzorczych-najwickszych-spolkek-gieldowych-2014-raport-pwc-PL.pdf> (dostęp: 27.09.2016).
- [www 15] <http://wynagrodzenia.pl/gus> (dostęp: 18.10.2016).
- [www 16] http://wynagrodzenia.pl/raporty_1.php/kategoria.5/wpis.139-wynagrodzenia-czlonkow-zarzadow-spolkek-notowanych-na-gpw-w-2014-roku (dostęp: 07.05.2016).
- [www 17] <http://ssrn.com/abstract=2702563> (dostęp: 27.09.2016).
- [www 18] https://static.gpw.pl/pub/files/PDF/inne/GPW_1015_17_DOBRE_PRAKTYKI_v2.pdf (dostęp: 12.09.2016).
- [www 19] Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, <https://www.congress.gov/111/plaws/publ203/PLAW-111publ203.pdf> (dostęp: 16.09.2011).

CORPORATE GOVERNANCE AND DISCREPANCIES OF REMUNERATION OF MANAGERS AND EMPLOYEES IN PUBLIC COMPANIES

Summary: Motivating of members of top management in public companies is an important challenge for theory and practice of corporate governance. Imperfections in this kind of companies are reflected in the stratification between the remuneration of senior managers and employees. The aim of the article is to describe and to develop an initial analysis of the basic incentive instruments of senior managers in public companies. Special attention has been paid to increasing differences in remuneration of managers and employees in these companies. Examples from the United States were chosen because of the size of the salary disparities, while public companies operating in Poland are the subject of preliminary comparative tests. An attempt was also made to provide a theoretical explanation of these phenomena.

Keywords: contract theory, corporate governance, discrepancies of remuneration.