

**Maciej Czarnecki**

## **TRADYCYJNE SYSTEMY PREMIOWE A ZARZĄDZANIE PRZEZ WARTOŚĆ (ZPW)**

### **1. Wstęp**

Na temat koncepcji zarządzania przez wartość powstaje wiele publikacji, opracowań oraz podręczników. A. Rappaport przewiduje, że w ciągu najbliższych kilku lat trend ten się rozpowszechni i stanie się obowiązującym standardem w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Wśród znanych wielkich przedsiębiorstw, które wdrożyły kompleksowe systemy zarządzania przez wartość, znajdują się m.in.: Coca-Cola, Walt Disney, Elli Lilly, Best Buy, Herman Miller, Whirlpool, Sony, Siemens, J.C. Penney i wiele innych.

Jak wspomniano, idea zarządzania przez wartość jest stosunkowo nowa. Jej korzeni należy jednak szukać w XVIII wieku i liberalnych koncepcjach Adama Smitha, który przekonywał, że najlepszy efekt dla rozwoju społeczeństwa i gospodarki będzie uzyskany, gdy dobro jednostki będzie skorelowane z dobrem ogółu. Poprzednikiem wskaźnika ekonomicznej wartości dodanej, który sprawił, że świat zainteresował się koncepcją zarządzania przez wartość, jest koncepcja wartości rezydualnej, znanej ekonomistom także od ponad dwustu lat. Jednak to dopiero w XX wieku własność przedsiębiorstwa oraz zarządzanie nim rozdzieliły się tak dalece, że powstała pilniejsza niż kiedykolwiek wcześniej potrzeba kontroli działań menedżerów, których interesy niekoniecznie muszą być zbieżne z interesami właścicieli.

Istotę zarządzania przez wartość, w dużym uproszczeniu, można sprowadzić do pięciu istotnych zagadnień. Są to:

1) uwzględnienie kosztu kapitału własnego w decyzjach oraz sprawozdawczości przedsiębiorstwa,

2) stworzenie nadrzędnego w stosunku do dotychczas najczęściej używanych wskaźników finansowych, wskaźnika kreacji wartości dla właścicieli,

3) nacisk na konieczność korekt tradycyjnego systemu rachunkowości,

4) stworzenie nowatorskiego, wysoce motywacyjnego planu premii dla pracowników,

5) zwrócenie uwagi, iż w nowoczesnej gospodarce aktywa niematerialne odgrywają coraz większą rolę dla przedsiębiorstwa, kosztem aktywów materialnych.

Wartość przedsiębiorstwa powstaje (lub jest niszczone) w niemal każdej komórce organizacyjnej przedsiębiorstwa. Bardzo istotne dla kreowania wartości w przedsiębiorstwie jest istnienie efektywnego systemu motywacyjnego, dzięki któremu zarówno menedżerom jak i wszystkim pracownikom będzie się opłacało postępowanie maksymalizujące wartość. „Nieprawidłowo ukształtowany system motywacyjny może się okazać pojedynczym, najbardziej destrukcyjnym czynnikiem w efektywnym i skutecznym wdrażaniu strategii” [Michalski 2001, s. 67].

W inny sposób maksymalizować wartość będą decyzje najwyższego kierownictwa, w inny zaś szeregowego pracownika, dlatego różne grupy pracowników oceniane będą oraz wynagradzane na podstawie różnych kryteriów. Według propagatorów ZPW, tradycyjne systemy premiowe nie przyczyniają się we właściwy sposób do tworzenia wartości dla właścicieli.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie wad tradycyjnych narzędzi premiowania w kontekście zarządzania zorientowanego na wzrost wartości przedsiębiorstwa.

## 2. Premie uznaniowe

Jednym z najpopularniejszych instrumentów motywowania pracowników jest przyznawanie premii uznaniowych, wypłacanych jako dodatki do podstawowego wynagrodzenia. Ich maksymalną wysokość najczęściej określa się procentowo w relacji do wynagrodzenia podstawowego. O ile rozwiązanie to jest uzasadnione w wielu przypadkach, o tyle w kontekście ZPW ma następujące wady:

- Premia zależna jest od uznania przełożonego; w związku z tym uzależniona jest (lub może być) od humoru przełożonego, jego osobowości, sympatii dla pracownika, a często także od tzw. czynników politycznych. Przełożony może się mylić w swojej ocenie pracownika i jego osiągnięć, a nawet, pomimo dobrej woli, mieć trudność z premiowaniem pracownika za przyczynianie się do wzrostu wartości, jeśli wielkości tej nawet się w firmie nie mierzy<sup>1</sup>.
- W praktyce często zdarza się, że przyznawanie premii odbywa się na maksymalnym pułapie. Jest to wygodna postawa dla przełożonego, który nie musi podejmować „trudnych” decyzji, związanych z różnicowaniem wysokości premii. Postępowanie takie nie motywuje jednak pracowników do maksymalizowania zaangażowania w sprawy firmy oraz do osiągania ponadprzeciętnych wyników.
- Równie często w praktyce występuje sytuacja, że wszystkim pracownikom przyznaje się premie w równej wysokości. W ten sposób „nikt nie jest pokrzywdzony”. Co ciekawe, duża część pracowników akceptuje takie rozwiązanie, które

---

<sup>1</sup> Nie oznacza to, że rozwiązanie to nie ma swoich zalet. W pracy liczy się także dobra atmosfera, wzajemne zrozumienie i zaufanie, umiejętność pracy w zespole itd. Dobry przełożony może premiować natychmiast pożądane zachowania w tym zakresie, natomiast wskaźniki mierzące kreację wartości mogą to robić z opóźnieniem lub „nie dostrzegać” pewnych ważnych, trudno mierzalnych zjawisk.

„sprzyja dobrej atmosferze”. Z pewnością jednak nie motywuje do maksymalizowania swojego zaangażowania w sprawy firmy oraz do osiągnięcia ponadprzeciętnych wyników.

### 3. Premie za wyniki

Premie za wyniki oblicza się na podstawie ustalonych wcześniej formuł (np. wykonanie planu w określonym procencie). W tradycyjnych systemach najczęściej mamy do czynienia z sytuacją, w której przyznawanie premii za wyniki zaczyna się mniej więcej od osiągnięcia 80% „docelowych” wyników [Ehrbar 2000, s. 84]. Od tego momentu do realizacji ok. 120% „docelowych” wyników, powyżej których nie przyznaje się dodatkowych premii, pracownikowi opłaca się intensyfikować swoje wysiłki, gdyż jest za to wynagradzany. Co się jednak dzieje w przypadku nieosiągnięcia 80% docelowych wyników? Pracownik nie otrzymuje premii; jeśli w okresie rozliczeniowym i tak nie osiągnie 80%, to traci motywację do pracy. Może mieć za to motywację do tego, żeby poprzez manipulację (np. przesuwanie terminów realizacji zleceń, celowe opóźnienia itp.) „przerzucić” część wyników na okres następny, bo w przyszłości jest szansa na osiągnięcie określonych pułapów. Może więc je sobie dodatkowo poprawić poprzez przesunięcie części wyników z bieżącego okresu, za który i tak nie dostanie premii. Jest pewne, że żaden menedżer nie skończy roku z 79% budżetowanego wyniku finansowego, a „jeśli rok jest zły, menedżer może sobie równie dobrze pozwolić na jego pogorszenie, ponieważ doprowadzi to do łatwiejszego planu w roku kolejnym” [Ehrbar 2000, s. 83].

Podobna sytuacja nastąpi po przekroczeniu 120% docelowych wyników. Pracownik nie ma motywacji do dalszego poprawiania wyników, bo przecież i tak już uzyskuje maksymalną premię. Co gorsza, może być zainteresowany wyhamowaniem wzrostu. Wysoki wzrost może „przyzwyczaić” zwierzchników do znakomych wyników oraz do ustalenia w okresach następnych docelowych wyników na poziomach znacznie wyższych od poziomów okresu bieżącego. Autor kilkakrotnie obserwował takie zjawisko w praktyce życia firm; co ciekawe, dotyczy to zarówno małych przedsiębiorstw, jak i międzynarodowych korporacji. „W rzeczywistości poza punktami granicznymi równymi 80 i 120%, prawdziwa motywacja to minimalizowanie wyników. (...) Jedyna ekonomiczna motywacja działająca w interesie akcjonariuszy w dolnej części »punktów golfowych«<sup>2</sup> to obawa menedżerów przed dopuszczeniem do takiego pogorszenia wyników, które zagroziłoby ich szansom na awans lub, w krańcowym przypadku, przetrwania w firmie. Z drugiej strony, jeżeli to dobry rok, menedżerom zależy na dopilnowaniu, aby nie okazał się zbyt dobry” [Ehrbar 2000, s. 83-84].

Premia za wyniki, która w założeniu ma wynagradzać za wzrost jakiejś wartości, paradoksalnie może w długim okresie prowadzić do jej obniżenia. Jeśli np. „podsta-

<sup>2</sup> Lepiej w takich sytuacjach, jak to humorystycznie ujął Ch. Kantor, wiceprezes firmy Stern Stewart, relaksować się podczas gry w golfa.

wowym kryterium oceny są wskaźniki księgowe bazujące na zysku, uczestnicy systemu uruchamiającego premię po osiągnięciu pewnego minimum wyników po zbliżeniu się do strefy 80% będą za wszelką cenę dążyć do przekroczenia »poprzeczki«. Może to oznaczać krótkowzroczne »podpieranie« zysków w drodze blokowania – ważnych z punktu widzenia budowania potencjału konstruktywnego (kreującego wartość) wzrostu przedsiębiorstwa w przyszłości – części przedsięwzięć badawczo-rozwojowych, marketingowych, szkoleń itp.» [Cwynar, Cwynar 2002, s. 341]. Jeśli z kolei miernikiem jest wartość sprzedaży, w działach sprzedaży można pod koniec okresu rozliczeniowego zauważyć nasilenie się sprzedaży z większymi niż zazwyczaj rabatami, sprzedaży kontrahentom, których zdolność płatnicza jest wątpliwa itp.

#### 4. Wybrane cechy tradycyjnych systemów premiowania a ZPW

Charakterystyczną cechą tradycyjnych systemów premiowania jest konieczność negocjowania „docelowych” wyników. Pracownicy będą zazwyczaj w różny sposób starali się zaniżyć ich wysokość, podczas gdy zwierzchnicy będą zainteresowani ich podnoszeniem. Spotykają się zwykle „gdzieś w połowie drogi”, a wynegocjowane wartości będą często w dużej mierze zależeć od siły argumentów, talentów negocjacyjnych oraz „polityki”. Dodatkowo na negocjacjach traci się dużo czasu, a obie strony mogą czuć się „pokrzywdzone” na skutek podjętych ustaleń. Jak to trafnie ujęli A. i W. Cwynarowie, „czas poświęcony na ten szczególny rodzaj biznesowej rozgrywki stanowi jedną z największych tragikomedii współczesnego kapitalizmu” [Cwynar, Cwynar 2002, s. 335].

Inną wadą stwierdzaną w większości funkcjonujących systemów premiowania jest ich oderwanie od strategii. Wiele firm nie ma w ogóle strategii (lub ją ma, ale jest ona nieznana i zlokalizowana „w głowie szefa”) bądź ich strategia jest niespójna, ale – co ciekawe – nawet firmy cieszące się jasno sprecyzowaną i zakomunikowaną strategią mają kłopoty z jej przełożeniem na codzienne działania oraz na system motywacyjny.

Powiązanie wynagrodzeń z rozmiarami firmy stanowi kolejną wymagającą usprawnień cechę motywacyjnych systemów wynagradzania. Zależność ta powodować może dążenie do wzrostu przedsiębiorstwa dla samego wzrostu, bez postawienia fundamentalnego pytania, czy ekspansja ta tworzy wartość. Udowodniono zależność pomiędzy wielkością firmy a wynagrodzeniami pracujących dla niej menedżerów. Poza płacowymi, menedżerowie mają często inne, „ambicjonalne” motywy do powiększania wielkości firmy, takie jak „bycie liderem”, „osiągnięcie najwyższego wzrostu w branży”, „zdobycie rynku niemieckiego”. Spełnianie tych ambicji zbyt często odbywa się kosztem interesów właścicieli.

Według zwolenników ZPW, częstą wadą tradycyjnych metod premiowania jest także relacja między częścią stałą a zmienną wynagrodzenia. W praktyce najczęściej poziom premii (wliczając w to stosowane dość często coroczne „wypłaty z zysku”)

w odniesieniu do stałej części wynagrodzenia mieści się w granicach 10-25%. Stwarza to sytuację, w której zarówno pozytywna, jak i negatywna motywacja jest na stosunkowo niskim poziomie.

## 5. Opcje zakupu akcji

Powyżej omówiono problemy, które mogą wyniknąć w następstwie stosowania „tradycyjnych” premii uznaniowych oraz premii za wyniki. Są one najczęstszym sposobem motywowania pracowników niższych i średnich szczebli organizacyjnych. Poniżej przedstawiono sposoby motywowania osób zajmujących najwyższe stanowiska w przedsiębiorstwach oraz ich zalety i wady w kontekście ZPW.

Już dość dawno zauważono, że interesy właścicieli firmy oraz menedżerów mogą się rozmijać (teoria agencji), dlatego w wielu firmach próbuje się uczynić menedżerów ich współwłaścicielami poprzez programy udziału kierownictwa we własności przedsiębiorstwa. „Ich ojczyzną są Stany Zjednoczone, gdzie opcjami zakupu akcji dla kierownictwa posługiwano się już w latach 40. XX wieku. (...) Najstarszą i jednocześnie najbardziej rozpowszechnioną formą programów partycypacji kierownictwa w kapitale akcyjnym własnej spółki są opcje zakupu akcji. Statystyki pokazują, że stosuje je już ponad 90% amerykańskich przedsiębiorstw z listy Fortune 1000” [Cwynar, Cwynar 2002, s. 300].

Istotą programów opcyjnych jest przyznanie menedżerowi prawa do zakupu akcji firmy po uzgodnionej z góry cenie (tzw. „cena realizacji”) w danym okresie. Na przykład menedżer, obejmując stanowisko prezesa w firmie 5 maja 2005 r., w okresie od 5 maja 2007 r. do 5 maja 2008 r. uzyskuje prawo wykupienia od firmy jej akcji po ustalonej cenie 100 zł. Załóżmy, że jest to cena odpowiadająca dzisiejszej cenie rynkowej akcji firmy. Menedżer będzie w tym wypadku motywowany do działań, które przyczynią się do wzrostu kursu akcji. W przypadku wzrostu kursu ze 100 do 150 zł, menedżer uprawniony do zakupu 10 000 akcji zyskuje  $50 \text{ zł} \cdot 10\,000 = 500\,000 \text{ zł}$ . Menedżerowie powinni być w takiej sytuacji bardzo zainteresowani wzrostem kursu akcji. Tak jest, okazuje się jednak, że system ten ma wiele wad.

Nawet w przypadku stabilności rynku kapitałowego, przy stałej cenie realizacji (np. 100 zł), menedżer zostanie nagrodzony niesłusznie w sytuacji, gdy cena akcji wzrośnie, lecz w stopniu, który nie pokrywa minimalnych żądań akcjonariuszy. Wracając do wcześniejszego przykładu: jeśli cena akcji wzrośnie w ciągu 3 lat o 8%, nie zadowolą to właściciele akcji. Zrobiliby oni lepszy interes, inwestując swój kapitał w obligacje lub bony skarbowe, dodatkowo ich inwestycja byłaby znacznie bezpieczniejsza<sup>3</sup>. Tak więc akcjonariusze są (słusznie) niezadowoleni, natomiast menedżer realizuje premię w wysokości  $8 \text{ zł} \cdot 10\,000 = 80\,000 \text{ zł}$ .

<sup>3</sup> Jest to problem tzw. minimalnej stopy zwrotu wymaganej przez akcjonariuszy. Z reguły zawiera się ona w granicach 10-15% w ujęciu rocznym.

Menedżer może zostać niesłusznie i sowiec „nagrodzony” za ogólną hossę panującą na rynku kapitałowym, oraz odwrotnie – w przypadku bessy nawet menedżer osiągający ponadprzeciętne wyniki nie odbierze zasłużonej premii. Duże pieniądze zależą od szczęścia lub pecha menedżera, a przecież system premiowania powinien być maksymalnie powiązany z wynikami. Wady tej można w dość prosty sposób uniknąć przez indeksowanie ceny realizacji. Odpowiednio do sytuacji należy dobrać poziom odniesienia (indeks wszystkich spółek notowanych na giełdzie, indeks cen akcji przedsiębiorstw danej branży itd.) oraz właściwie indeksować cenę realizacji. Tak ustalona cena będzie „oczyszczona” z czynników, na które menedżer nie ma wpływu. Co prawda można się zastanawiać, czy słuszne jest, że w sytuacji bessy, gdy właściciele akcji tracą, menedżerowie realizują z zyskiem swoje opcje zakupu. Z drugiej jednak strony metoda ta motywuje menedżerów do osiągania ponadprzeciętnych wyników. Sytuacja taka może mieć miejsce, gdy np. indeks giełdowy lub indeks kursów firm konkurencyjnych spadnie o 30%, a kurs firmy zarządzanej przez menedżera spadnie tylko o 10%. Spadek o 10% oznacza w takich okolicznościach wynik „ponadprzeciętny”. Innym sposobem „indeksowania” ceny realizacji może być odniesienie jej do średniego ważonego kosztu kapitału spółki.

Okazuje się jednak, że system taki ciągle nie jest pozbawiony poważnych wad. Może się zdarzyć, że cała branża dynamicznie rośnie (np. w tempie 25% rocznie), a kurs akcji firmy rośnie o 15%. Jest to zdecydowanie mniej niż przeciętnie w branży, więcej natomiast, niż wynosi średni skorygowany koszt kapitału spółki, w związku z czym menedżer zrealizuje z zyskiem swoje prawo wynikające z opcji. Metoda ta może dodatkowo doprowadzić do odpływu utalentowanych menedżerów z przedsiębiorstwa, gdyż pomimo uzyskiwania ponadprzeciętnych wyników na skutek bessy na rynku kapitałowym nie są oni w stanie zapewnić wzrostu cen akcji firmy o przyjęty poziom odniesienia. Mogą więc odejść do firm lepiej „doceniających” ich talent i wysiłek.

Systemy opcyjne w ogóle charakteryzują się poważną wadą. Jest nim występowanie progu – „dolnego punktu golfowego”. Osiągnięcie tego punktu oznacza, że opcje w ogóle mają jakąkolwiek wartość. Każdy wzrost ceny akcji powyżej niego będzie oznaczał coraz wyższą premię dla menedżera. Jednak poniżej niego opcje nie mają żadnej wartości, niezależnie od tego, o ile tańsze są akcje od ceny realizacji.

Nie można też wykluczyć celowych prób manipulacji kursami akcji przedsiębiorstwa przez menedżerów, np. przez ogłaszanie ambitnych planów inwestycyjnych lub restrukturyzacyjnych, podawanie optymistycznych prognoz rozwoju rynku, manipulację wskaźnikami finansowymi itp.

Rynek kapitałowy podlega dużym wahaniom w czasie, a często chwilowe kursy akcji mają niewiele wspólnego z fundamentalną wartością firmy. Nawet jeśli menedżer nie ma dobrych wyników w zarządzaniu firmą, na skutek tych wahań może uzyskać „niezasłużoną” premię. „Niemał ze stuprocentową pewnością można przyjąć, że w ciągu kilku lat (a tyle przewiduje się najczęściej na realizację opcji) w przypadku prawie każdego przedsiębiorstwa wystąpią okresy, gdy jego rynkowy

kurs przewyższy niezmienny w konwencjonalnych programach poziom ceny realizacji. Osiągnięcie korzyści z opcji menedżerskich jest więc tylko kwestią czasu” [Cwynar, Cwynar 2002, s. 314].

## 6. Programy lewarowanego zakupu akcji

Programy opcyjne są obarczone wieloma wadami w kontekście motywowania menedżerów najwyższego szczebla do kreowania wartości dla właścicieli. Alternatywą dla programów opcyjnych mogą być programy lewarowanego zakupu akcji. Polegają one na tym, że menedżer jest zobowiązany do zakupu akcji przedsiębiorstwa, a wartość akcji, które ma obowiązek wykupić, powinna być znaczna. Ma to zapewnić mocne związanie menedżera z przyszłością firmy; w przypadku programów opcyjnych w najgorszym razie menedżer nie zrealizuje premii, stanowiącej dodatek do jego menedżerskiej pensji. W przypadku obowiązku zakupu akcji, jeśli kurs akcji spada, menedżer podobnie jak pozostali akcjonariusze, nie tylko nic nie zyskuje, lecz także traci część zainwestowanego przez siebie majątku.

Ważne jest, żeby ta potencjalna strata była odpowiednio „dotkliwa”. Jeśli menedżer zarobi w firmie na podstawie kontraktu 200 000 zł rocznie, zakupi na początku roku akcje za 50 000 zł, których wartość spadnie nawet o 20% (czyli wartość zakupionego przez menedżera pakietu zmniejszy się o 10 000 zł), to jego bilans i tak wypadnie dobrze. W tym samym czasie bilans akcjonariuszy osiągnie znacznie gorszy wynik. Finanse menedżera nie są w tym wypadku w sposób wystarczający związane z finansami akcjonariuszy. Pakiet akcji, do którego wykupienia powinien być zobowiązany menedżer, winien być znacznie większy. Jednak zainwestowanie tak znacznych kwot może okazać się dla menedżera trudne do wykonania, dlatego spółka może udzielić pożyczki na zakup akcji bądź poręczenia (w przypadku uzyskania pożyczki na zewnątrz). „Spłata pożyczki jest zabezpieczana nabywanymi akcjami, przy czym program może, ale nie musi, przewidywać odpowiedzialność majątkową jego uczestnika za zobowiązanie z tytułu powstałego zadłużenia w sytuacji, gdy wartość rynkowa akcji jest na tyle niska, że uniemożliwia pełną amortyzację pożyczki wraz z narosłymi odsetkami” [Cwynar, Cwynar 2002, s. 320]. Dobrze jest przy tym, żeby pożyczka była oprocentowana. W przeciwnym wypadku gwarancją odzyskania kapitału zainwestowanego przez menedżera będzie tylko utrzymanie się do dnia zwrotu pożyczonego kapitału rynkowej ceny akcji spółki na wyjściowym poziomie. Rozsądne wydaje się ustalenie stopy procentowej od pożyczki na poziomie minimalnej wymaganej przez akcjonariuszy stopy zwrotu z kapitału. W takiej sytuacji menedżer nie ponosi strat, jeśli zapewni akcjonariuszom przynajmniej wymaganą przez nich stopę zwrotu. Zyskuje natomiast, jeśli stopa zwrotu będzie wyższa, a traci natomiast, i to dużo<sup>4</sup>, gdy tracą akcjonariusze. Czy jest to jednak „sprawiedliwe” w sytuacji, gdy straty te powodowane są przez czynniki pozostające całkowicie

<sup>4</sup> Przykładowe wyliczenia np. w pozycji [Cwynar, Cwynar 2002, s. 320-324].

poza kontrolą menedżera? (bessa, przypadki losowe, inne). Zapewne nie do końca. Może odpowiedzią jest tu „wyważenie” potencjalnych strat oraz korzyści przez odpowiednie dobranie wielkości pakietów, które menedżer jest obowiązany wykupić, dobór stopy oprocentowania pożyczki, terminu jej spłaty itd.

System udziału kierownictwa we własności firmy, niezależnie od tego, w jaki sposób będzie doskonalony, nie pozbedzie się następujących wad:

- Niewykluczona jest manipulacja menedżerów kursem akcji przedsiębiorstwa w sytuacji, kiedy będą chcieli je sprzedać. Aby temu zapobiec, często w kontraktach zapisuje się, że określoną część akcji menedżer musi utrzymywać przez określony okres. Jednak jeśli menedżer może sprzedać jakiś ułamek swojego pakietu akcji, jego motywacja do maksymalizowania wartości firmy może odpowiednio spaść. Rosnąc jednak może chęć manipulacji w okresach, w których ma on zamiar sprzedawać swoje transze.
- „Rozcieńczenie” udziałów pozostałych akcjonariuszy. Dotychczasowi właściciele muszą pogodzić się z tym, że więcej będzie uprawnionych zarówno do podziału dywidendy, jak i do podejmowania decyzji w firmie. „W Polsce udział akcji wyemitowanych w ramach programów opcji menedżerskich w całości akcji spółek wynosił średnio 8,69% i był o ok. 5% niższy od wskaźnika cechującego rozwiązania amerykańskie” [Cwynar, Cwynar 2002, s. 330]. „Rozcieńczenie” udziałów to wysoka cena. Warta jest zapłacenia tylko wtedy, gdy menedżerowie sobie na to zasłużą.

Natomiast programy opcyjne oraz lewarowanego wykupu akcji charakteryzują się dodatkowymi ograniczeniami. Mogą znaleźć zastosowanie:

- tylko w spółkach, których akcje notowane są na giełdzie,
- tylko w odniesieniu do najwyższego kierownictwa. Kierownicy średniego szczebla nie mają bowiem kontroli nad wszystkimi czynnikami decydującymi o kreowaniu lub niszczeniu wartości, a „odpowiedzialność zbiorowa”, zgodnie z postulatami zarządzania przez wartość, powinna być ograniczana.

## 7. Zadania systemu premiowego zorientowanego na wzrost wartości

Głównym celem systemu zarządzania przez wartość jest sprawienie, aby pracownicy przedsiębiorstwa jej poszukiwali i ją tworzyli, zarówno w swoich codziennych, jak i w strategicznych decyzjach. Pracownikom mają opłacać się zachowania takie, jakie by podjęli, gdyby byli współwłaścicielami firmy. W tym celu opracowuje się systemy premiowania różniące się w wysokim stopniu od tradycyjnych. Poniżej wymieniono cechy różniące systemy premiowe proponowane przez zwolenników zarządzania przez wartość od systemów tradycyjnych:

- W systemach zarządzania przez wartość udział premii w stosunku do części stałej wynagrodzenia jest wyższy; przedmiotem indywidualnych ustaleń jest ustalenie „docelowej” relacji między stałą częścią wynagrodzenia a premią, nawet jeśli premia będzie nieograniczona (tak naprawdę tylko teoretycznie, gdyż zało-

żenie o możliwym bardzo szybkim i nieograniczonym kreowaniu wartości jest „nieżyciowe”); udział ten powinien być wyższy niż w tradycyjnych systemach (np. 30-50%, zamiast tradycyjnych 10-25%).

- Pracownicy wynagradzani są za wzrost wartości przedsiębiorstwa, a nie za wykonanie budżetu, osiągnięcie założonego pułapu wskaźnika zysku itp. Wymaga to ustalenia, w jaki sposób zmierzyć kreowaną przez poszczególnych pracowników wartość. Nie jest to zadanie proste; problem nie ogranicza się tylko do ustalenia właściwych wskaźników, lecz także do trudności pomiarów w sytuacji, gdy procesy zachodzące w przedsiębiorstwie są skomplikowane, wzajemnie na siebie oddziałują, a różni pracownicy w różnym stopniu przyczyniają się lub mogą się przyczynić do kreowania wartości. Pomiary takie są praktycznie niemożliwe dla większości stanowisk typu administracyjnego, zazwyczaj zaś są stosunkowo proste dla stanowisk związanych ze sprzedażą lub dla wydzielonych jednostek biznesu. Problem ten jest chyba najtrudniejszym wyzwaniem dla firmy projektującej system zarządzania przez wartość.
- Możliwe do uzyskania premie są wyższe niż w systemach tradycyjnych (brak progów i pułapów premii, które teoretycznie, tak jak wzrost wartości firmy, mogą być nieskończenie duże), lecz wyższe jest także ryzyko nieprzyznania premii w razie braku wzrostu wartości. Może to powodować lęk wśród pracowników, nawet jeśli statystyka pokazuje, że pomimo wahań osoby wynagradzane w ten sposób osiągają średnio wyższe zarobki niż osoby wynagradzane w sposób tradycyjny. „Spokojny sen” oraz przewidywalność przepływów finansowych ma wysoką wartość dla większości ludzi. W związku z tym wyższe premie z „nadpłatkiem” muszą zrekompensować większą niepewność dotyczącą wynagrodzeń. Być może dla niektórych osób pewność i przewidywalność ma tak wysoką cenę, że nie będą chciały brać udziału w planie premiowym systemu zarządzania przez wartość.
- Możliwe jest utracenie części premii „zarobionej” w okresach poprzednich w przypadku niszczenia wartości w okresach następnych. Niektóre premie, w części np. dwukrotnie przewyższającej założoną na dany okres premię, „przechowywane” są w tzw. banku premii. Ma to na celu wygładzenie dużych wahań w poziomach premii, lecz głównie zagwarantowanie, że nagrody będą uzależnione od trwałych zmian bogactwa właścicieli, a menedżerowie, podejmując swoje decyzje, będą myśleć w perspektywie długookresowej. Bank premii „stanowi na pewno skuteczny rodzaj bodźca, w istotny sposób zmniejszającego prawdopodobieństwo konsumpcji wartości” [Cwynar, 2003, s. 201-202]. Należy podkreślić, że co prawda bank premii „zmniejsza prawdopodobieństwo konsumpcji wartości”, lecz „nie jest w stanie w pełni zapobiec transferowi zasobów w celu podniesienia dzisiejszej EVA, niestety kosztem przyszłych EVA, kreującego wartość wzrostu spółki i w konsekwencji spadku jej dzisiejszej wartości” [Cwynar, 2003, s. 207-208]. Okres „przechowywania” premii w banku jest sprawą indywidualnie ustalaną w firmie. W przypadku przedsiębiorstw działających

w sektorach, w których wyniki podlegają istotnym wahaniom, lub zdolnych do zademonstrowania efektów kreacji wartości dla akcjonariuszy dopiero po upływie dłuższego niż przeciętnie czasu okres utrzymywania części premii na specjalnym koncie pracownika powinien zostać wydłużony. Natomiast podmioty działające w relatywnie stabilnym środowisku mogą skrócić cykl rozliczania wyników.

- Nie ma corocznego budżetowania oraz przetargów pomiędzy centralą a jednostkami operacyjnymi oraz negocjacji, od jakiego poziomu wyników menedżerowie będą premiowani. Premie określa się na podstawie stałego, przejrzystego wzoru. Oczywiście, jak wspomniano powyżej, ustalenie „stałego, przejrzystego wzoru” jest dużym wyzwaniem.

## 8. Zakończenie

Tradycyjne narzędzia premiowania są zazwyczaj nieefektywne w kontekście wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Zwolennicy zarządzania przez wartość sugerują projektowanie i wdrażanie systemów premiowych, które przez motywowanie do tworzenia wartości na każdym stanowisku pracy przyczyniają się do wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Skuteczności systemów zarządzania zorientowanych na wzrost wartości (których elementem powinny być odpowiednie systemy premiowania) poświęcono do tej pory stosunkowo niewiele niezależnych badań empirycznych. Co więcej, ich wyniki są niejednoznaczne [Cwynar 2003, s. 112]. W literaturze znajdujemy wyniki badań zarówno wskazujących na wysoką ich skuteczność, jak i badań z których wynika, że po dokonanych wdrożeniach zasadniczo nic się nie zmieniło [Mäkeläinen 1998, s. 8]. Zarządzanie przez wartość jest jednak dyscypliną młodą i podstawowe pytania dotyczące skuteczności systemów takiego zarządzania obecnie pozostają często bez przekonujących, udokumentowanych przez niezależne badania odpowiedzi. Aby je znaleźć, potrzeba jeszcze wielu wdrożeń oraz czasu. Być może na większość pytań dziś stawianych jednoznacznych odpowiedzi nie da się udzielić.

## Literatura

- Cwynar A., Cwynar W., *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*, Wyd. Fundacji Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002.
- Cwynar A., *Program motywowania menedżerów jako instrument wzrostu wartości*, rozprawa doktorska napisana w Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2003.
- Ehrbar A., *EVA – strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, WIG-Press, Warszawa 2000.
- Mäkeläinen E., *Economic Value Added as a management tool*, Helsinki School of Economics and Business Administration, Helsinki 1998.
- Michalski M., *Zarządzanie przez wartość: firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG-Press, Warszawa 2001.

**WIDESPREAD INCENTIVE SYSTEMS IN THE CONTEXT OF THE VBM****Summary**

Widespread Incentive Systems are usually ineffective in the context of the Value Based Management (VBM). It is recommended by VBM propagators to design and implement incentive systems which stimulate all employees to create value and, in this way, stimulate corporate value creation. It was the author's aim to briefly introduce the ineffectiveness of commonly used incentive tools in the context of the VBM.

---

**Maciej Czarnecki** – dr, adiunkt w Katedrze Zarządzania Przedsiębiorstwem Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu.