

CZY W POLSCE PREZESOM PŁACI SIĘ ZA WYNIKI?

Sezon rocznych sprawozdań finansowych spółek notowanych na GPW rozpoczął się na dobre. Kolejne spółki prezentują swoje osiągnięcia. Za wynikami każdej spółki stoi wielu ludzi, ale odpowiedzialność za nie ponosi już jedna osoba - prezes. Na najbardziej rozwiniętym rynku finansowym świata, czyli w USA, ogromny nacisk kładzie się na to, aby wynagrodzenie prezesa spółki było w dużej mierze zależne od wyników finansowych zarządzanego przez niego przedsiębiorstwa. Niejednokrotnie aż 80 - 90% wynagrodzenia CEO w USA stanowi premia, przyznawana dopiero po osiągnięciu określonych celów. W Sedlak & Sedlak postanowiliśmy przyjrzeć się, czy w Polsce wynagrodzenie prezesów spółek giełdowych również zależy od wyników zarządzanych przez nich firm.

Miary wyników spółki

Aby odpowiedzieć na postawione w tytule pytanie, na początku trzeba określić co uznajemy za „wynik”. Jako dobre miary wyniku spółki giełdowej można uznać takie wskaźniki, które pozwalają określić, czy spółka zwiększa swoją wartość dla akcjonariuszy. Z całą pewnością są to miary, takie jak: zysk netto, EBITDA, zysk na akcje. W istocie wymienione mierniki często stanowią podstawę do wypłaty premii dla menedżerów spółek giełdowych w Stanach Zjednoczonych. Przedsiębiorstwa w USA jako podstawę do stwierdzenia, czy dyrektorowi zarządzającemu należy się premia stosują także zwrot z akcji, z tego powodu postanowiliśmy dodać także tę miarę do naszej analizy. W końcu zdroworozsądkowo trzeba pamiętać, że wynagrodzenie prezesa zależy też od wielkości spółki, dlatego jako zmienną kontrolną zastosowaliśmy przychody generowane przez spółkę.

Metodologia badania

Do analizy włączyliśmy wynagrodzenia prezesów spółek notowanych na GPW za 2014 rok. W analizie uwzględniono tylko CEO, ze spółek o przychodach od 20 mln PLN do 7 mld PLN, którzy przepracowali w przedsiębiorstwie pełny rok kalendarzowy. Rozpatrywane były uposażenia w przedziale od 100 000 PLN do 2 600 000 PLN. W efekcie w całej próbie znalazło się 238 osób. Oprócz ogólnej analizy, prezesów podzieliliśmy w podgrupy według wielkości firmy (mierzonej wielkością przychodów), którą zarządzają.

Wyniki

Jako metodę statystyczną pozwalającą na określenie, czy wynagrodzenie prezesa uzależnione jest od danego wskaźnika zastosowaliśmy analizę korelacji. Określa ona w jaki sposób zmienia się jedna zmienna w zależności od zmiany drugiej zmiennej. Korelacja dodatnia oznacza, że wraz ze wzrostem wartości jednej zmiennej rośnie druga. Korelacja ujemna oznacza, że wraz ze wzrostem wartości jednej zmiennej, druga zmienna maleje.

Wyniki badania umieszczono w tabeli poniżej. Spółki pogrupowano według wielkości przychodów.

Tabela1. Korelacja wysokości wynagrodzenia w spółkach notowanych na GPW z określonymi miarami wyników spółki

wielkość spółki (przychody)	zysk netto	EBITDA	zysk na akcje	zwrot z akcji
20-100 mln PLN	0,39*	0,46*	0,19	0,16
100-300 mln PLN	0,28*	0,30*	0,07	-0,22
300 mln PLN – 1 mld PLN	0,21	0,16	0,35*	0,05
> 1 mld PLN	0,32	0,25	0,29	0,17

* korelacje istotne statystycznie

Opracowanie Sedlak & Sedlak

Dla spółek o przychodach mieszczących się w przedziale 20-100 mln PLN otrzymano istotne statystycznie (a więc nieprzypadkowe) dodatnie korelacje dla związku wynagrodzenia prezesa z zyskiem netto i EBITDA. Oznacza to, że wynagrodzenie prezesa rośnie wraz ze wzrostem podanych wskaźników. Niestety, wcześniejsze analizy wykazały, że w badanej grupie wystąpiła też istotna statystycznie korelacja wysokości wynagrodzenia prezesa z wielkością przychodów. Co może świadczyć o tym, że korelacje z zyskiem netto i EBITDA wynikają tak naprawdę z różnic w wielkości przychodów między firmami.

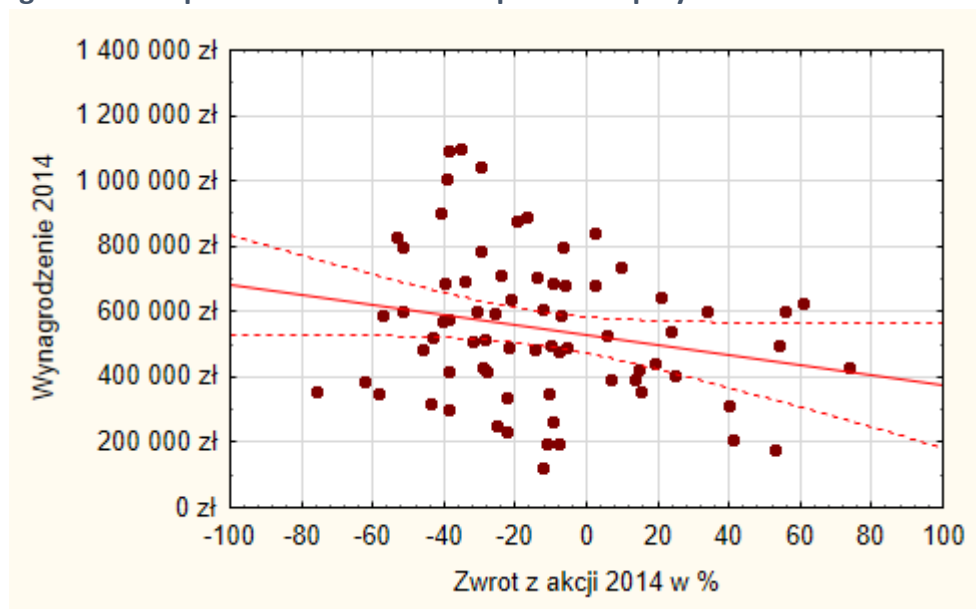
Dodatkowe analizy pokazały, że zależność pomiędzy wysokością przychodów, a wynagrodzeniem prezesa nie wystąpiła w grupie spółek z przedziału wielkości przychodów 100-300 mln PLN. W grupie tej otrzymano natomiast istotne statystycznie dodatnie korelacje dla związku uposażenia prezesa i zysku netto oraz EBITDA. Korelacje na poziomie 0,28 i 0,30 pozwalają stwierdzić, że w grupie tych spółek wynagrodzenie osób stojących na czele zarządu w niewielkim stopniu uzależnione jest od tego, jakie wyniki osiągnie spółka.

Znacząco różne od zera korelacje wystąpiły także dla grupy największych spółek o przychodach przekraczających 1 mld PLN. Niestety żadna z korelacji nie okazała się istotna statystycznie, co nie pozwala orzec o związku wysokości wynagrodzenia z którymkolwiek z badanych wskaźników.

Na osobny akapit zasługuje fakt, że nie stwierdzono związku wynagrodzenia prezesa ze zwrotem z akcji spółki. Dla spółek o przychodach z przedziału 100 – 300 mln PLN wystąpiła nawet odwrotna zależność pomiędzy wynagrodzeniem prezesa, a ceną akcji. Jest to sytuacja kuriozalna i wskazuje na brak zwracania uwagi przez rady nadzorcze (które ustalają wynagrodzenie prezesów), na to, czy spółka przynosi zysk akcjonariuszom. Z drugiej strony spółki w omawianej grupie płaciły też za wzrost EBITDA i zysk netto, więc ujemna korelacja

wynagrodzenia ze zwrotem z akcji może oznaczać, że inwestorzy nie potrafią docenić wartościowych spółek.

Wykres 1. Korelacja zwrotu z akcji w 2014 roku (wyrażona w procentach) z wynagrodzeniem prezesa za 2014 rok w spółkach o przychodach 100 – 300 mln PLN



Opracowanie Sedlak & Sedlak

Podsumowanie

Przeprowadzone badanie pokazuje, że polski rynek kapitałowy niestety nadal raczkuje pod względem efektywnego premiowania osób zarządzających w spółkach. Należy stwierdzić, że w wielu spółkach prezesom płaci się za przychodzenie do pracy, a nie zwiększanie wartości firmy. Uwagę należy zwrócić na grupę spółek o wielkości przychodów od 100 – 300 mln PLN, gdzie wysokość wynagrodzenia prezesa nie była związana z wielkością przychodów, lecz z wysokością zysku netto i EBITDA. Należy podkreślić, że spółki właśnie tej wielkości często okazują się najlepszymi okazjami inwestycyjnymi.

Konrad Akowacz
Sedlak & Sedlak

STRESZCZENIE

Artykuł jest podsumowaniem badania przeprowadzonego na próbie 238 prezesów spółek notowanych na GPW. Wyniki badania odpowiadają na pytanie, czy wysokość wynagrodzenia prezesa spółki za 2014 rok zależy od takich miar finansowych jak: wielkość przychodów, zysk netto, EBITDA, zysk na akcje, zwrot z akcji.