

18.04.2019

Informacja prasowa portalu

wynagrodzenia.pl

Pytania i dodatkowe informacje:

media@sedlak.pl

JAK ZAPEWNIĆ DOBRE WYNIKI W DŁUGIM TERMINIE – PROGRAMY LTI (*LONG TERM INCENTIVE PLANS*)

Głównym zadaniem stojącym przed długoterminowymi programami motywacyjnymi jest zachęcenie menedżerów do utrzymywania dobrych wyników w długim okresie. W pośredni sposób dobrze skonstruowane programy LTI powinny pomóc w zatrzymaniu wartościowych menedżerów w spółce. Aby zrozumieć dlaczego mechanika planów LTI wygląda, tak jak wygląda, należy omówić dwie teorie ekonomiczne: teorię agencji i teorię kontraktów.

Teoria agencji i teoria kontraktów

Teoria agencji traktuje przedsiębiorstwo jako sieć kontaktów połączonych związkami agencji. Agent to osoba podejmująca pewne działania, które wpływają na stan posiadania przełożonego (*principal*)¹. Przełożony w tym przypadku jest osobą ustalającą zasady, na jakich wynagradzany jest agent. W warunkach systemów wynagrodzeń menedżerów agentem jest dyrektor zarządzający, a przełożonym – akcjonariusze lub właściciel firmy. Problem agencji pojawia się w momencie, kiedy występuje zjawisko asymetrii informacji. Sytuacja ta ma miejsce, gdy działania agenta są nie do końca możliwe do zaobserwowania przez przełożonego lub wynik końcowy nie zawsze jest zależny od działań agenta. Zjawisko asymetrii informacji skutkować może ryzykiem nadużycia (*moral hazard*), czyli pokusą ze strony agenta do maksymalizacji własnych zysków kosztem przełożonego i selekcji negatywnej (*adverse*

¹ Arrow K. J. (1984), *The Economics of Agency*, Raport techniczny Uniwersytetu Stanforda, nr 451.

selection), czyli wyboru do zarządzania mniej kompetentnych osób przez zafałszowanie informacji agenta o własnych umiejętnościach.

Rozwinięciem teorii agencji jest teoria kontraktów². Przełożony zatrudnia agenta w celu wykonania określonych przez niego działań. Nie może on jednak ich obserwować, przez co pojawia się wspomniane ryzyko nadużyć. Rozdział praw kontroli i własności (kontrola działań leży

w rękach agenta) może powodować, że agent (menedżer) podejmie działania sprzeczne z interesem właściciela. W celu minimalizacji ryzyka po stronie przełożonego, dobrze skonstruowany kontrakt zawiera określoną miarę wyników, od której uzależnione jest wynagrodzenie agenta. Nazywa się to oparciem kontraktu na wynikach. Takie rozwiązanie zwiększa jednak ryzyko po stronie agenta. Pomimo podjęcia określonych działań (wysiłków), może on otrzymać niższe wynagrodzenie, ponieważ nie zrealizuje określonego wyniku. Właściwie określony kontrakt uwzględnia ryzyka leżące po obu stronach, a możliwe do wypłaty wynagrodzenie jest wypadkową obu z nich. Teoretycznie więc, im większe ryzyko niezrealizowania wyników, tym wyższe potencjalne wynagrodzenie agenta. Im mniej informacji, tym większe ryzyko podejmowane przez obie strony. Dobrym przykładem są tutaj wynagrodzenia w spółkach technologicznych bądź farmaceutycznych. Na początku badań nad nowym rozwiązaniem technologicznym lub lekiem, ani właściciele, ani menedżerowie nie wiedzą, jak sprzeda się efekt końcowy. W sytuacji, kiedy kontrakt zostałby oparty na wynagrodzeniu stałym, a produkt końcowy okazał się sukcesem, menedżer (agent) nie podejmuje ryzyka, ale traci też dużą część zysków wynikających z jego pracy. Kontrakt nie jest więc sprawiedliwy dla menedżera. Jeżeli przy tym samym kontrakcie produkt końcowy okazałby się klęską, to straciłby właściciel (przełożony) płacąc wynagrodzenie za brak efektów, a kontrakt nie byłby dla niego opłacalny. Dlatego lepszym rozwiązaniem jest kontrakt oparty na wynikach. W takim przypadku najbardziej sprawiedliwą miarą wyników może być podzielenie się właściciela częścią własności (np. akcji) z menedżerem. Wtedy zminimalizowane zostaje ryzyko podjęcia przez menedżera-agenta działań szkodzących

² Hart O., Holmstrom B. (2016), *Contract Theory*, Artykuł laudacyjny Komitetu Noblowskiego.

właścicielowi, gdyż on sam po części nim się staje. Tutaj dochodzimy do przyczyn, dla jakich tworzone są programy LTI. Zazwyczaj oparte są one na instrumentach kapitałowych, których wycena powiązana jest z wyceną rynkową spółki. Instrumenty te są więc *de facto* prawem własności w spółce łączącym interes menedżera i właściciela, zmniejszając tym samym ryzyko nadużyć.

Jak skonstruowany jest program LTI?

Jak sama nazwa wskazuje, w odróżnieniu od programów STI programy LTI ukierunkowane są na motywowanie w długim terminie. Perspektywa oceny wyników w planie LTI to zazwyczaj 3 lata (rzadziej zdarzają się dłuższe okresy oceny, np. 5 lat). Podobnie, jak w przypadku programów krótkoterminowych podstawą do określenia przysługującego wynagrodzenia są określone miary wyników. Zazwyczaj około 50% (lub więcej) możliwego do pozyskania wynagrodzenia z tytułu tego planu oparte zostaje na miarach wyników analogicznych do miar finansowych użytych w programie krótkoterminowym (np. EBITDA, zysk netto itp.). Inną miarą powszechnie używaną w programach LTI, a praktycznie nie występującą w programach STI, jest całkowity zwrot dla akcjonariuszy (*Total Shareholder Return – TSR*). Czyli stopa zwrotu na akcjach spółki. Jest to miara, która, oprócz osadzenia wypłat w instrumentach kapitałowych, wiąże interes menedżerów z akcjonariuszami spółki. W przypadku spadku wartości akcji (a więc szkody po stronie właścicieli) menedżer traci dwukrotnie. Po pierwsze na wartości tracą akcje przyznane mu za realizację miar finansowych, po drugie nie otrzymuje on wynagrodzenia przysługującego za realizację wskaźnika TSR.

Po zakończeniu okresu oceny (okres pomiędzy *grant date* (ustanowienie planu), a *vesting date* (data przyznania instrumentów kapitałowych)) otrzymane instrumenty kapitałowe często podlegają dodatkowemu okresowi odroczenia (*deferral date*). Oznacza to, że menedżer nawet w momencie otrzymania akcji nie może ich spieniężyć jeszcze przez pewien okres (zazwyczaj 2 lat). Taki zabieg zapobiega sztucznemu podbijaniu wyników przez menedżerów przed zakończeniem okresu oceny oraz podejmowaniu decyzji, które na dłuższą metę mogą obniżyć

rynkową wycenę spółki. Pośrednio wydłuża to okres oceny wyników o datę odroczenia (czyli z 3 do zazwyczaj 5 lat). Oczywiście wycena przyznanych instrumentów kapitałowych zmienia się zarówno w okresie oceny, jak i odroczenia. To dodatkowo modyfikuje ostateczną wartość pakietu wynagrodzeń.

Warto podkreślić, że ze względu na długi horyzont oceny wyników, a tym samym wysoką niepewność co do możliwości ich realizacji, wynagrodzenie możliwe do otrzymania z tytułu LTI jest zazwyczaj bardzo wysokie. Kwoty przysługujące w ramach takich planów na rynku amerykańskim to nieraz 7 – 9-krotność wynagrodzenia podstawowego.

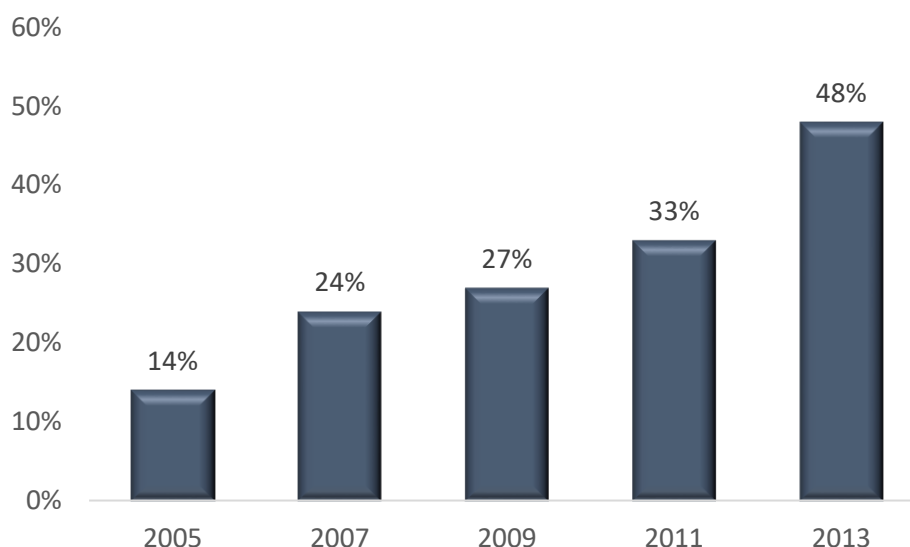
Total Shareholder Return jako miara oceny wyników menedżera

Nie sposób pisać o programach LTI nie omawiając wskaźnika TSR. Miara ta stała się szczególnie popularna w związku z wprowadzeniem procedury *Say on Pay* (procedura wotum zaufania dla systemu wynagrodzeń dyrektorów wykonawczych w USA³), jak i w związku z zaleceniami instytucji doradczych dla akcjonariuszy (*proxy advisors*)⁴. Wskaźnik TSR pod koniec pierwszej dekady XXI wieku został uznany za miarę wyników najlepiej oddającą kondycję spółki w długim terminie i łączącą interes akcjonariuszy i menedżerów. Niestety, jak to często bywa w przypadku rozwiązań wprowadzanych bardzo szybko i powszechnie, na zasadzie owczego pędu, miara ta okazała się wysoce niedoskonała.

Wykres 1. Popularność stosowania wskaźnika TSR w USA

³ Emanuel M. (2015), *Checklist for Total Shareholder Return Plans Incentive Plans*, Workspan, nr 7, s. 32-36.

⁴ Herand B. (2016), *Re-Evaluating Total Shareholder Return as an Incentive*, Workspan, nr 6, s. 54-60.



Źródło: Herand B. (2016), *Re-Evaluating Total Shareholder Return as an Incentive*, Workspan, nr 6, s. 54-60.

Głównym zarzutem dla planów opartych na TSR jest to, że miara ta nie jest bezpośrednio zależna od działań menedżerów. Odzwierciedla zmianę wyceny akcji, a więc bezpośrednio oddaje sentyment rynku do danej spółki. Oczywiście, w standardowej sytuacji wycena rynkowa jest zależna od kondycji finansowej i operacyjnej spółki. Niemniej rynek nie zawsze zachowuje się racjonalnie wyceniając tak zwane fundamenty. Jako przykład wystarczy przywołać okresy bessy – wtedy wycena nawet najlepiej funkcjonującej spółki będzie spadać. W drugą stronę, w okresach hossy menedżerowie nie muszą praktycznie nic robić, aby wycena spółki rosła. Ciężko więc mówić o wpływie działań menedżerów na wartość tego wskaźnika. Pewnym rozwiązaniem problemu jest użycie wskaźnika relatywnego TSR – czyli porównanie zmiany kursu akcji w stosunku do benchmarku, którym może być wybrany indeks rynkowy lub grupa porównawcza. Wtedy wypłata wynagrodzenia uzależniona jest od tego, o ile wskaźnik dla danego przedsiębiorstwa przebija wskaźnik dla indeksu lub w którym percentylu w grupie porównawczej się on znalazł.

Użycie relatywnego TSR nadal jednak nie rozwiązuje wpływu wydarzeń, takich jak choćby skupy akcji własnych, na wartość tego wskaźnika. Manipulacja poprzez dokupywanie akcji przez menedżerów także może podbijać wartość tego wskaźnika. W końcu pokusa manipulacji

może doprowadzić do sztucznego podbicia wyceny rynkowej i jej późniejszych silnych spadków. Pojawia się także pytanie, co w sytuacji kiedy wskaźnik TSR jest ujemny, ale na tle grupy porównawczej spółka zachowuje się wspaniale. Czy wypłacać wtedy należne wynagrodzenie licząc się z niezadowoleniem akcjonariuszy, czy nie?

W końcu należy powiedzieć, że wskaźnik TSR w „warunkach laboratoryjnych” (nie uwzględniając wpływu sentymentów rynkowych) jest pochodną wskaźników finansowych. Nie ma więc on większego sensu, gdyż jest tylko powieleniem oceny na podstawie wskaźników takich jak EBITDA czy ROE. Wskaźnik TSR można potraktować jako ukłon w stronę akcjonariuszy. Wydaje się jednak, że nie niesie on większej wartości dla fundamentalnego zarządzania przedsiębiorstwem. Należy rozważyć, czy stosowanie go jako mnożnik wynagrodzenia przysługującego za realizację celów finansowych nie jest wystarczającym zastosowaniem.

wynagrodzenia.pl

Sedlak & Sedlak wyraża zgodę na publikację niniejszego opracowania pod warunkiem powołania się na źródło: wynagrodzenia.pl oraz zamieszczenie pod artykułem aktywnego linku do strony Ogólnopolskiego Badania Wynagrodzeń (<http://wynagrodzenia.pl/t/ogolnopolskie-badanie-wynagrodzen-np>) czcionką nie mniejszą niż czcionka użyta w publikacji.